USAID
OD AMERIČKOG NARODA

CLDS

IZAZOVI UVOĐENJA OBAVEZNOG PRIVATNOG PENZIJSKOG SISTEMA U SRBIJI

USAID
OD AMERIČKOG NARODA

CLDS
Centar za liberalno-demokratske studije

Izazovi uvođenja obaveznog privatnog penzijskog sistema u Srbiji

Izazovi uvođenja obaveznog privatnog penzijskog sistema u Srbiji

Dr. Gordana Matković
Dr. Jurij Bajec
Dr. Boško Mijatović
Dr. Boško Živković
Mr. Katarina Stanić

Izdavač
Centar za liberalno-demokratske studije

Za izdavača
Boris Begović

Lektura
Ljudmila Pendelj

Dizajn i grafička produkcija
BlackBox Advertising, Beograd

Štampa
Jovšić Printing Centar, Beograd

Tiraž
500 primeraka

ISBN
978-86-83557-53-0

Beograd, 2009.

Štampanje ove publikacije omogućio je američki narod putem Američke agencija za međunarodni razvoj (USAID). CLDS je u potpunosti odgovoran za sadržaj ove publikacije, koji ne mora nužno odražavati stavove USAID-a ili Vlade SAD.

Predgovor

Momenat u kome se ova studija prezentira javnosti veoma je specifičan. Kada je istraživanje pre godinu dana započelo, pitanje da li je uvođenje tzv. II stuba u Srbiji adekvatan način da se nastave reforme penzijsko-invalidskog sistema izazivalo je kontroverze u jednom delu stručne javnosti. Kako je Srbija bila jedna od retkih zemalja u tranziciji koja u prvom talasu reformi nije uvela obaveznu štednju u privatnim penzijskim fondovima (II stub), ovo se pitanje nametalo kao značajno i iz komparativnih razloga. Veoma je lako naime argumentovati da je rešenje koje je bilo prihvatljivo za gotovo sve zemlje u tranziciji koje su ušle u Evropsku uniju, dobro i za Srbiju. Danas, u svetlu finansijske ekonomske krize kada Hrvatska i druge zemlje u tranziciji preispituju postojanje II stuba, ambijent za raspravu i u Srbiji se donekle menja. Paradigma II stuba više ne stoji na čvstim nogama, a njegovo uspostavljanje ili izmicanje ne čini se krucijalnim za (ne)stabilnost temelja na kojima treba da počiva penzijsko-invalidski sistem.

Studija je rezultat višegodišnjeg rada u okviru USAID-ovog Projekta podrške ekonomskom razvoju Srbije (SEGA) koji sprovodi BearingPoint. Rađena je u saradnji sa Centrom za liberalno-demokratske studije (CLDS). Autori su dr Jurij Bajec, dr Gordana Matković, dr Boško Mijatović, dr Boško Živković i mr Katarina Stanić. Gordana Matković je napisla uvod i zaključke, i redaktor je Studije. Autor drugog, trećeg i četvrtog dela je Katarina Stanić; poglavlje 3.3 napisano je na osnovu rada rada Gordane Matković Karakteristike penzijskog sistema u Srbiji; autori poglavlja 5.1 i 5.2. su Jurij Bajec i Katarina Stanić; poglavlje 5.3 i 5.4. i deo 6. napisao je Boško Mijatović; poglavlje 7.1. napisala je Katarina Stanić dok je autor poglavlja 7.2. Boško Živković. Autor aneksa br.1A i br.2 je Katarina Stanić, aneksa br.1B je Boško Mijatović dok je aneks br.3 pripremila Jasmina Milovanović. Zahvaljujemo se Ljiljani Marušić, savetnici u Hrvatskom zavodu za penzijsko osiguranje, na komentarima i redakciji poglavlja 5.2.

Iako je Studija rezultat rada više autora, čiji su tekstovi nastajali u različitim vremenskim periodima, svi autori su saglasni sa zaključcima Studije.

Sadržaj

1. Uvod ... 7
2. Osnove penzijskog sistema ... 9
2.1. Definicija penzije ... 9
2.2. Ciljevi penzijskog sistema i uloga države ... 9
2.3. Osnovni indikatori penzijskog sistema ... 12
3. Dizajn penzijskih sistema ... 15
3.1. Osnovne komponente penzijskog sistema ... 15
3.2. Pregled penzijskih sistema u svetu ... 25
3.3. Penzijski sistem Srbije ... 35
4. Model sa obaveznom individualnom štednjom u privatnim penzijskim fondovima ... 45
4.1. Unapred definisani doprinos ... 48
4.2. Organizacija sistema ... 52
4.3. Administrativni troškovi i naknade ... 56
4.4. Investiciona strategija i rizici ... 64
4.5. Tranzicioni trošak i dugotrajno uvođenje ... 67
4.5.1. Pojam tranzicionog troška ... 67
4.5.2. Metodi računanja implicitnog tranzicionog troška ... 71
4.5.3. Finansiranje tranzicionog troška ... 75
5. Iskustva izabranih zemalja ... 79
5.1. Dosadašnja iskustva Mađarske sa štednjom u obaveznim privatnim penzijskim fondovima ... 79
5.1.1. Uvod ... 79
5.1.2. Penzioni sistem i zakonska rešenja II stuba ... 80
5.1.3. Struktura II stuba ... 85
5.1.4. Dosadašnje iskustvo performanse II stuba ... 90
5.1.5. Zaključak ... 92
5.2. Uvođenje obaveznih privatnih penzionih fondova u Hrvatskoj ... 94
5.2.1. Uvod ... 94
5.2.2. Penzioni sistem i zakonska rešenja II stuba ... 94
5.2.3. Struktura II stuba ... 105
5.2.4. Prva iskustva – performanse II stuba ... 109
5.2.5. Projekcije za naredni period ... 112
5.2.6. Zaključne napomene ... 115
5.3. Iskustvo Čilea ... 117
5.3.1. Uvod – Novi čileanski sistem ... 117
5.3.2. Rezultati i problemi ... 120
5.3.3. Zaključak ... 128
5.4. Ostale zemlje Latinske Amerike ... 129
5.4.1. Uvod ... 129
5.4.2. Efekti penzijske reforme ... 132
5.4.3. Zaključak ... 139
6. Razlozi za i protiv drugog stuba ... 143
6.1. Uvod ... 143
6.2. Potencijalne vrline i slabosti drugog stuba ... 144
7. Opravdanost i uslovi za uvođenje II stuba u Srbiji ... 163
7.1. Visina tranzicionog troška u Srbiji ... 163
7.2. Tržište kapitala u Srbiji – investicione mogućnosti ... 171
7.2.1. Dominacija bankarstva kao osnovna karakteristika finansijskog sektora Srbije ... 171
7.2.2. Kapitalizacija i likvidnost finansijskog tržišta Srbije ... 172
7.2.3. Kontinualno i diskontinualno tržište ... 175
7.2.4. Posebna ograničenja za penzijske fondove ... 178
7.2.5. Penzijski fondovi i razvoj finansijskog tržišta ... 190
8. Zaključci i preporuke ... 193
ANEKS br. 1 Osnovne definicije i klasifikacije ... 203
Aneks br. 1A Socijalna zaštita od rizika starosti ... 203
Aneks br. 1B Penzijski sistem ... 205
ANEKS br. 2 Terminologija »stubova« i »slojeva« ... 211
ANEKS br. 3 Mini rečnik penzijskih pojmova ... 215
LITERATURA ... 219

1. Uvod

Reforma penzijskih sistema jedna je od najprisutnijih i ujedno najosetljivijih tema ukupnih reformskih procesa poslednjih decenija i u razvijenim i u tranzicionim zemljama. Dugoročni pritisak starenja stanovništva i produženje životnog veka, potreba da se smanji, odnosno dodatno predupredi siromaštvo među starima, neophodnost da se smanje fiskalni pritisci i pojeftini radna snaga, neadekvatnost pojedinih penzijskih šema i rešenja, snažni su pokretači reformi. Sa druge strane, postoje veliki otpori promenama »pravila igre«, ne samo od strane penzionera, već često i od celokupne radne populacije. U razvijenim zemljama ove promene su najčešće praćene burnim štrajkovima i protestima, dok su se u zemljama u tranziciji promene uglavnom odvijale paralelno sa drugim reformama u društvu, ponekad i bez dovoljno shvatanja o njihovom značaju ili snage da se iskaže organizovani otpor u atmosferi opšte nesigurnosti i gubitka ne samo zaposlenja, već i mnogih dotadašnjih socijalnih »privilegija«.

Reforme mogu da podrazumevaju samo parametarske promene, u smislu povećanja doprinosa ili smanjenja penzija; zatim, mogu dublje da zadru u pravila određivanja visine pojedinačnih penzija, nastojeći da ih u što većoj meri usklade sa visinom uplaćenih doprinosa; i najzad, da podrazumevaju uvođenje suštinski drugačijih penzijskih sistema.

U zemljama u tranziciji reforme su najčeće bile koncipirane uz podršku Svetske banke u okviru tzv. tri stuba. Tipične reforme u modelu tri stuba podrazumevaju parametarske izmene prvog stuba (tekućeg, državnog PAYG sistema), uvođenje drugog stuba kroz obaveznu dodatnu štednju mlađih osiguranika kod privatnih penzijskih fondova i razvoj dobrovoljnog penzijskog osiguranja, kao trećeg stuba penzijskog sistema.

Po ugledu na zemlje u tranziciji, i u Srbiji je tokom sveobuhvatne reforme penzijskog sistema u periodu 2001-2003. razmatrana mogućnost uvođenja obavezne štednje u privatnim penzijskim fondovima – tzv. drugog stuba, po terminologiji Svetske banke.

Ova ideja je tada odbačena iz više razloga. U uslovima velikih nasleđenih dugova prema penzionerima i već visokog deficita u prvom stubu, najpre je procenjeno da bi tranzicioni troškovi uvođenja drugog stuba bili previsoki. Drugi važan razlog je svakako bila nerazvijenost finansijskih tržišta u Srbiji, i činjenica da privatni fondovi ne bi ni imali gotovo nikakav izbor za investiranje. Takođe, država nije imala adekvatan administrativni kapacitet za nadzor i kontrolu penzijskih fondova. Najzad, u to vreme već su se pojavile i prve sumnje u efekte drugog stuba i prve analize nedovoljno ubedljivih prednosti njegovog uvođenja u drugim zemljama u tranziciji.

Otuda su se reforme u prvom talasu zadržale na promenama državnog sistema baziranog na tekućem finansiranju, a 2006. godine formalno je uvedena i dobrovoljna komponenta penzijskog sistema.

O obaveznom sistemu štednje u privatnim fondovima (tzv. drugi stub) u Srbiji se zapravo veoma malo zna. Često se mogu čuti komentari i preporuke o što bržem uvođenju »drugog stuba«, iz kojih se stiče utisak da je to proveren recept uspešne penzijske reforme, za koju jedino nedostaje političke volje i hrabrosti.

Cilj ove Studije je detaljnije pojašnjenje principa funkcionisanja i organizacije ove komponente penzijskog sistema, ukazivanje na njene prednosti i nedostatke, kao i na neophodne uslove za njeno uvođenje i potencijalni uspeh.

Iako je za penzijsku reformu potrebno mnogo vremena da bi se sagledali svi njeni efekti, sada već postoji desetogodišnje iskustvo nekoliko zemalja u tranziciji i još duže iskustvo zemalja Latinske Amerike koje su uvele ovu komponentu u svoje penzijske sisteme. Takođe, akademska rasprava o ovoj temi poslednjih godina se intenzivirala, uključujući i raspravu unutar međunarodnih organizacija, kao što je Svetska banka, koja je i bila promoter ovog sistema. To predstavlja solidan osnov za potpunije istraživanje efekata ovakvog načina reforme penzijskog sistema.

2. Osnove penzijskog sistema

2.1. Definicija penzije

Starosna penzija je periodična isplata koja treba da: I) održi prihod korisnika nakon penzionisanja i/ili da II) obezbedi prihod u starosti[1].

Penzija je sredstvo socijalne zaštite – novčana socijalna naknada koja štiti od rizika starosti[2]. Kao takva, u zavisnosti od toga kako se administrira i finansira, penzija može imati i karakter socijalne pomoći i/ili socijalnog osiguranja[3].

Penzija koja se administrira u okviru posebne institucije socijalnog osiguranja i finansira iz doprinosa naknada je socijalnog osiguranja.

Penzija koja se finansira iz budžeta ima karakter socijalne pomoći i obično se naziva *socijalna penzija*. Osnovna karakteristika po kojoj se socijalna penzija razlikuje od klasične penzije jeste činjenica da za nju nisu uplaćivani doprinosi, dakle u pitanju je čist transfer, a ne štednja ili osiguranje[4]. Postoje dva tipa socijalne penzije, o čemu će biti više reči odeljku *3.1*.

2.2. Ciljevi penzijskog sistema i uloga države

Generalno gledano, penzijski sistem ima više ciljeva, a najvažniji su *ujednačavanje potrošnje* i *smanjenje siromaštva.*

Prema hipotezi o životnom ciklusu, pojedinci daju prednost ujednačenoj

[1] *ESSPROS manual and user guidelines*, EUROSTAT, 2008, str. 57.

[2] Kao i invaliditeta i smrti, ali se u ovoj studiji prvenstveno bavimo osiguranjem od starosti tj. starosnom penzijom.

[3] Za detalje pogledati *Aneks 1A. Socijalna zaštita od rizika starosti.*

[4] Palacios, R. and Sluchynsky, *O. (2006), Social Pensions Part I: Their Role in the Overall Pension System*, Social Protection Discussion Paper No.0601, World Bank.

potrošnji. Oni maksimiraju svoju korisnost *ujednačavanjem* (»*peglanjem*«) *potrošnje tokom života*, što znači da potrošnja u starosti treba da bude približno jednaka potrošnji koju je pojedinac ostvarivao tokom radnog veka.

Ovo praktično podrazumeva održanje životnog standarda na nivou pre penzionisanja. Koji je to nivo prihoda u starosti koji može da obezbedi održanje životnog standarda, koji je pojedinac ostvarivao pre penzionisanja, zavisi od velikog broja faktora i predmet je istraživanja većeg broja studija[5].

Sa stanovišta pojedinca, obezbeđenje prihoda u starosti zahteva *mehanizam za osiguranje od dugovečnosti i ujednačavanje potrošnje*[6].

Prilikom štednje, pojedinci se suočavaju sa brojnim neizvesnostima, uključujući i *rizik dugovečnosti*. Ukoliko samostalno štedi, pojedinac se suočava sa rizikom da će nadživeti svoju ušteđevinu ili da je neće potrošiti tokom svog životnog veka. Stoga je potrebno »udruživanje rizika« osiguranika – više se zna o životnom veku veće grupe ljudi[7].

Takođe, uvek postoje pojedinci čije su zarade tokom radnog veka toliko male da im ne ostavljaju dovoljno prostora za štednju.

U tradicionalnom društvu mehanizam ujednačavanja potrošnje i obezbeđenja prihoda u starosti počiva na podršci međugeneracijske porodice. U modernim društvima nestaje tradicionalni oslonac na porodicu i tu ulogu preuzima penzijski sistem.

Postoje dva najvažnija razloga za državnu/javnu intervenciju kada je reč o penzijskom sistemu – *paternalizam* i *nesavršenost tržišta*.[8];[9]

[5] Za kratak prikaz studija koje se bave ovim pitanjem vidi: Stanić, K. (2008), *Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti - merenje i međunarodna poređenja,* Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 13, FREN, str. 2.

[6] Barr i Diamond, 2006.

[7] Isto.

[8] Diamond, 1977.

[9] Neki autori (npr. Holzmann i Hinz) svrstavaju oba argumenta u nesavršenost tržišta, praveći razliku između nesavršenosti tržišta na strani tražnje (miopija/paternalizam) i na strani ponude (nepostojanje finansijskih proizvoda).

Usled »kratkovidosti« pojedinci ne štede dovoljno, odnosno loše procenjuju koliko treba da uštede da bi obezbedili sigurnu starost. »*Kratkovidost*« *(miopija)* može da bude rezultat nedovoljnog horizonta planiranja ili visoke lične stope diskonta. Empirijski gledano, teško je napraviti razliku između ova dva uzroka, ali postoje indicije da je drugi uzrok prisutniji. Visoka zabeležena stopa diskonta može da bude rezultat ograničenih tržišta kredita, postojanja drugih, ozbiljnijih rizika tokom životnog veka (npr. bolest, invalidnost, raspad porodice) ili prirodnih i političkih rizika[10].

Najnovija istraživanja ukazuju i na problem *vremenske nekonzistentnosti*[11]. Pojedinci naprave dugoročno adekvatan plan štednje ali onda odstupaju od njega. Ovde psihološki razlozi objašnjavaju neadekvatnu štednju za starost – tekuće potrebe i zadovoljstva utiču na to da ljudi štede manje nego što racionalno znaju da bi trebalo[12].

Na strani ponude su neophodni odgovarajući finansijski proizvodi – dugoročni proizvodi štednje za starost i proizvodi anuiteta (osiguranje od neizvesnog datuma smrti). Razlog za javnu intervenciju je nedovoljna ili neadekvatna ponuda tržišnih penzijskih proizvoda. »Čak i kada ti proizvodi postoje, često zahtevaju intervenciju države u vidu edukacije javnosti i garantnih fondova.«[13]

Pored ujednačavanja potrošnje i osiguranja, sa stanovišta javne politike penzijski sistem može da ima još dva cilja. Prvi je *smanjenje siromaštva*: u društvu obično postoji želja da životni standard penzionera bude obezbeđen makar na minimalnom nivou. Drugi cilj je *redistributivni*: društvo želi distribuciju dodatnih resursa iznad nivoa siromaštva za određene ugrožene grupe, npr. žene.[14]

Penzijski sistem smatra se *adekvatnim* ukoliko ispunjava dva glavna cilja: sprečavanje siromaštva u starosti (obezbeđivanje apsolutnog nivoa prihoda

[10] Holzmann i Hinz, 2005, str. 58.

[11] Laibson, D., *Pull of instant gratification*.

[12] Tako npr. jedno istraživanje pokazuje da je čak 76% ispitanika svesno da ne štedi koliko bi trebalo (Mankiew, G., *Macroeconomics*, Worth Publishers, 2004, Chapter 16).

[13] Holzmann i Hinz, 2005.

[14] Barr, 2004.

u starosti tj. apsolutnog životnog standarda) i održavanje prihoda u starosti koji su u skladu s onim što su pojedinci ranije zarađivali (održanje relativnog životnog standarda)[15].

Oko prvog cilja postoji opšta saglasnost. Obezbeđenje drugog cilja – održanja prihoda u starosti – kontroverzno je po pitanju obaveznosti, uloge države, visine prihoda itd., o čemu će više reči biti u nastavku studije.

Tabela br. 2-1 **Osnovne karakteristike penzijskog sistema – ciljevi, rizici, merenje**

Cilj	Rizik koji pokriva	Merenje/Indikatori
Sprečavanje siromaštva	Rizik niskih zarada Rizik da nisu dovoljno dugo radili	Odnos minimalne/socijalne penzije i prosečne zarade Stopa zamene za radnika koji zarađuje manje od proseka (npr. manje od 50% proseka) Indeksi siromaštva i nejednakosti
Održavanje prihoda	Rizik dugovečnosti Miopija Vremenska nekonzistentnost	Stopa zamene za prosečnog radnka: - Hipotetička - Stvarna

Izvor: Fornero (2008) uz izmene autora

2.3. Osnovni indikatori penzijskog sistema[16]

Postoji značajan broj indikatora penzijskog sistema. Odabir određenog indikatora u velikoj meri zavisi od onoga šta se želi izmeriti. Kao što je u prethodnom poglavlju rečeno, penzijski sistem ima više ciljeva, i stoga je

[15] Holzmann i Hinz, 2005.

[16] Ovaj deo je napisan na osnovu: Stanić, K. (2008), U*loga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti - merenje i međunarodna poređenja,* Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 13, FREN (pogledati detaljniji prikaz indikatora koji mere održanje relativnog životnog standarda).

potrebno sagledati različite aspekte penzijskog sistema na osnovu jasno definisanih indikatora.

Najčešće korišćen indikator u penzijskim analizama jeste *stopa zamene*. I pored široke upotrebe stope zamene, ne postoji potpuno precizna definicija tog pojma i moguće je naići na različite pokazatelje koji se u literaturi nazivaju stopom zamene. Stopa zamene najčešće se definiše kao odnos *prihoda nakon penzionisanja i prihoda pre penzionisanja*. Definisana na ovaj način, predstavlja mikro/pojedinačnu meru održanja prihoda u starosti. Stopu zamene je moguće izračunati na osnovu hipotetičkih ili stvarnih primanja.

Hipotetička (teorijska) stopa zamene pokazuje koliku bi penziju radnik mogao da ostvari u odnosu na svoju prethodnu zaradu u hipotetičkoj situaciji, da je radio pun radni staž i da je tokom cele karijere ostvarivao prosečna primanja – *osnovni slučaj*. Hipotetička stopa zamene opisuje dizajn penzijskog sistema. Hipotetičke stope zamene moguće je računati kao *sadašnje* stope zamene – za lica koja se danas penzionišu, ili *buduće (očekivane)* stope koje pokazuju šta penzijski sistem može da pruži budućim penzionerima.

Koji je zaista nivo održanja nivoa prihoda u starosti pokazuje *stvarna stopa zamene*. Ova mera reflektuje složenost radnog veka zaposlenog – različitu dužinu radnog staža, visinu primanja, profesionalni profil (ujednačena zarada tokom radnog veka ili uzlazna karijera) itd. Izvori podataka za obračun stvarne stope zamene mogu biti ankete kao i administrativni podaci[17].

Odnos prosečne penzije i prosečne zarade je agregatni indikator koji je pandan stvarnoj stopi zamene na makronivou. Ovaj odnos pokazuje kakav je prosečan životni standard penzionera u odnosu na životni standard prosečnog radnika, pod pretpostavkom da su plate i penzije njihov glavni izvor prihoda. Ovakav makropokazatelj uzima u obzir dizajn penzijskog sistema, ali samo u određenoj meri. On odražava razne opšte trendove, kao što je dužina uplaćivanja doprinosa, indeksacija penzija u isplati itd[18].

[17] U Srbiji su trenutno oba izvora podataka ograničena da bi se ovaj indikator obračunao i redovno pratio.

[18] Kad je reč o Srbiji, ovaj indikator obuhvata kretanje i visinu ne samo starosnih penzija, već i invalidskih i porodičnih.

Za analizu dizajna penzijskog sistema u kontekstu održanja apsolutnog životnog standarda moguće je koristiti *odnos visine socijalne/minimalne penzije i prosečne zarade*.

Kada se računaju za različite nivoe zarada, hipotetičke stope zamene takođe mogu da se koriste za ocenu stepena redistribucije sistema. Ukoliko je stopa zamene ista za različite nivoe zarada, penzijski sistem je Bizmarkovog tipa ili sistem u kojem visina penzije pojedinca zavisi od njegovih zarada tokom radnog veka. Ukoliko u sistemu postoji visok stepen redistribucije, penzijske naknade su ujednačene, pa stope zamene značajno variraju u odnosu na nivo zarade. U formalnom smislu, *koeficijent varijacije* stopa zamene za različite nivoe zarade moguće je koristiti kao pokazatelj redistribucije u okviru sistema – ukoliko je koeficijent varijacije bliži nuli, sistem je u većoj meri vezan za zarade, a ukoliko je koeficijent varijacije veći, sistem je redistributivan.

Koliko je penzijski sistem (ili sistem socijalne pomoći) uspešan u ostvarivanju obezbeđenja apsolutnog životnog standarda pokazuju indikatori tipa *rizik od siromaštva penzionera, rizik od siromaštva stare populacije* (pre i posle socijalnih naknada), *indeksi nejednakosti* itd.

3. Dizajn penzijskih sistema

3.1. Osnovne komponente penzijskog sistema

U skladu sa osnovnim ciljevima penzijskog sistema – **sprečavanjem** siromaštva u starosti (*obezbeđivanje apsolutnog životnog standarda u starosti*) i **obezbeđivanjem** prihoda u starosti koji su u skladu s onim što su pojedinci ranije zarađivali (*održanje relativnog životnog standarda*), penzijski sistem većine zemalja sastoji se od tri osnovne komponente (ili evoluira ka njima)[19]:

(I) Obavezna komponenta koja obezbeđuje minimalni prihod u starosti (apsolutni životni standard);

(II) Obavezna komponenta koja obezbeđuje održanje prihoda u starosti, gde su penzije vezane za ranija primanja ili za doprinose (relativni životni standard);

(III) Dopunska komponenta na dobrovoljnoj osnovi (relativni životni standard, obično za bolje plaćene radnike).

Strategija po kojoj penzijski sistem treba da se sastoji od ove tri komponente je opšteprihvaćena. Finansiranje i upravljanje prvom i trećom komponentom generalno nisu sporni. Kontroverze i polemike oko organzijacije i reforme penzijskog sistema zapravo su vezane isključivo za drugu komponentu.

I) Obavezna komponenta koja obezbeđuje minimalni prihod u starosti

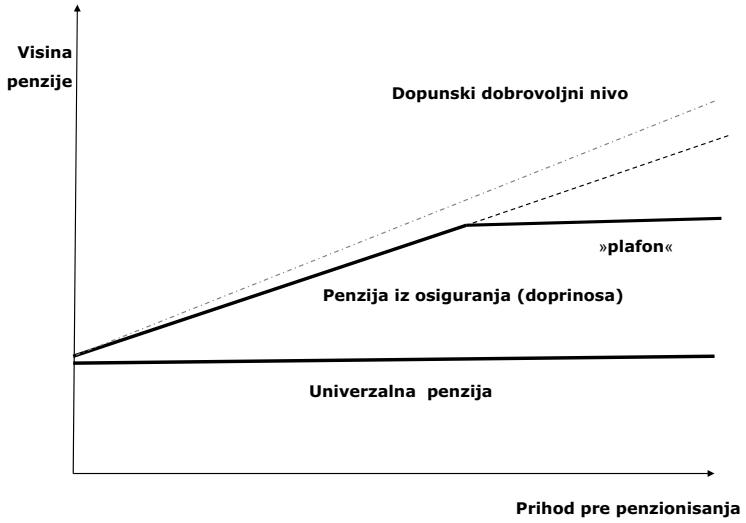
Ova komponenta penzijskog sistema ima za cilj obezbeđenje minimuma adekvatnog prihoda u starosti (obezbeđenje apsolutnog životnog standarda).

[19] Thompson, L. H. (2001), *Social Protection in Asia and the Pacific*, edited by Isabel Ortiz, Asian Development Bank.

Često se naziva redistributivnom komponentom penzijskog sistema[20]. Nju imaju sve zemlje u svetu i po pravilu to je obavezan državni (javni) sistem. Postoje dva osnovna pristupa u njegovom organizovanju – *univerzalni pristup* i *pristup dopune*[21].

Kod *univerzalnog pristupa* svim građanima starijim od zakonski propisane granice iz budžeta se isplaćuje jednaka socijalna penzija koja se često naziva i osnovnom penzijom. Ovo je tip socijalne penzije koja obezbeđuje osnovu na koju se dodaje deo penzije koji zavisi od zarada pojedinca tokom radnog veka[22]. Tako na primer, kada se računa stopa zamene za zemlje koje imaju ovaj pristup, u penzijski prihod ulazi i osnovna penzija i dodatak iz dela vezanog za ranija primanja.

Figura br. 3-1 **Univerzalni pristup**



Izvor: Thompson (2001), uz izmene autora.

[20] Whitehouse ga u svim svojim radovima naziva redistributivnim nivoom ili komponentom. Ovde se pod redistribucijom misli na redistribuciju od bogatijih ka siromašnim, tj. još preciznije na redistribuciju od strane sadašnjih radnika ka siromašnim penzionerima.

[21] Thompson, L. H. (2001), *Social Protection in Asia and the Pacific*, edited by Isabel Ortiz, Asian Development Bank.

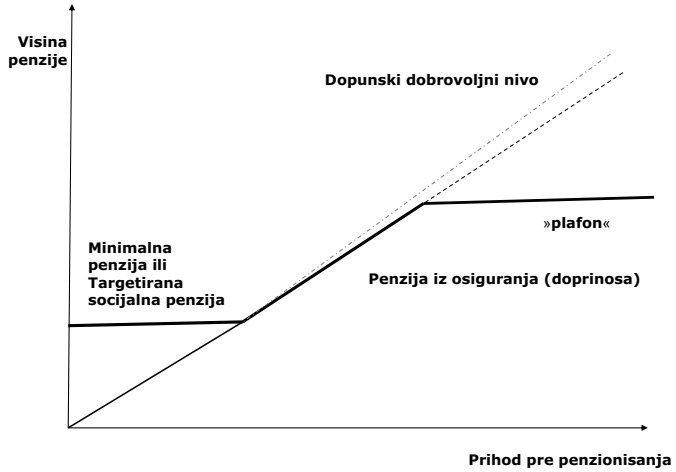
[22] Whitehouse (2007) navodi još jedan tip univerzalne penzije koju dobijaju samo svi oni koji su radili, na osnovu godina staža, ali bez obzira na visinu primanja.

To znači da ostali penzijski (i drugi) prihodi ne utiču na visinu ove osnovne penzije, pa će nju često dobiti i oni kojima apsolutni životni standard nije ugrožen. Potrebno je, međutim, pomenuti da ovakvu penziju uglavnom imaju visoko razvijene zemlje u kojima postoji sistem globalnog oporezivanja koji na kraju ipak »ispegla« neravnopravnosti. Sa druge strane, ovaj sistem se preporučuje i manje razvijenim zemljama, koje obično nemaju dobar obuhvat obaveznim penzijskim osiguranjem.

Drugi pristup je *pristup popunjavanja* tj. uklanjanje jaza između prihoda koje bi korisnik inače ostvario i miminalnog nivoa neophodnog za obezbeđenje apsolutnog životnog standarda. Znači, isplaćuje se samo pojedincima čiji bi penzijski prihodi u suprotnom bili preniski.

U okviru pristupa popunjavanja razlikujemo *targetiranu socijalnu penziju* i *minimalnu penziju*.

Figura br. 3-2 **Pristup popunjavanja**



Izvor: Thompson (2001), uz izmene autora.

Targetirana socijalna penzija se isplaćuje iz budžeta, ali za razliku od osnovne penzije, ne svim starim licima, već samo siromašnim ili onima sa neadekvatnim prihodom po osnovu penzije. Postoje tri načina targetiranja. Prvo, targetiranje samo po

osnovu dohotka od penzija[23]; drugo, targetiranje po osnovu ukupnih prihoda; treće, targetiranje po osnovu ukupnih raspoloživih sredstava – i prihoda i imovine. Manji broj zemalja nema posebne programe socijalne pomoći za stare, tj. socijalne penzije, već stari koju su siromašni imaju pravo na opšte programe socijalne pomoći, koji su dostupni celokupnoj populaciji.

Minimalna penzija je vrlo slična socijalnoj penziji targetiranoj po osnovu penzijskih prihoda i ima za cilj sprečavanje pada penzije ispod određenog nivoa. Ona se, međutim, razlikuje po institucionalnoj organizaciji, finansiranju i po uslovima za dobijanje. Minimalna penzija predstavlja deo penzijskog osiguranja koji se finansira iz doprinosa. Obično su korisnici ove penzije određeni minimalni broj godina morali da uplaćuju penzijske doprinose.

II) Obavezna komponenta koja obezbeđuje održanje prihoda u starosti

Ova komponenta penzijskog sistema, koja je vezana za ranija primanja, ima za cilj održanje prihoda u starosti tj. održanje relativnog životnog standarda. U širem kontekstu, smatra se socijalnim tj. penzijskim osiguranjem[24]. Ona se prilično razlikuje po zemljama i izaziva kontroverze i predmet je debata.

Prva razlika je u obimu/veličini ovog nivoa penzijskog sistema. Kolika je njegova veličina, pre svega nam pokazuje hipotetička stopa zamene i visina »plafona« do koga se uplaćuju doprinosi za penziju, a time se limitira i visina buduće penzije[25].

Dalje, razlike zavise od kombinacije različitih rešenja za nekoliko ključnih *elemenata* penzijskog sistema. Uglavnom su u pitanju sledeći elementi:

- **Način finansiranja:** kapitalno fundirani vs. tekuće;
- **Vrsta penzija:** unapred definisana visina penzije vs. unapred definisana visina doprinosa;
- **Upravljanje:** državno (javno) vs. privatno.

[23] Garantovana švedska penzija tipičan je primer.

[24] Tako ga naziva i Whitehouse (2005, 2007). Međutim, DC se ne može svrstati u osiguranje jer korisnik snosi rizik (metodološke rasprave).

[25] Visina rashoda za penziju u BDP-u kao uobičajeni indikator uzima u obzir i neke druge odnose – ukupan nivo zarada u odnosu na BDP, broj penzionera itd.

Način finansiranja - fundirani ili tekući (PAYG)

Tekuće, PAYG *(pay-as-you-go)* finansiranje penzija podrazumeva da se penzije finansiraju iz doprinosa koji uplaćuju sadašnje generacije zaposlenih, koje na taj način stiču pravo da njihove penzije budu finansirane iz doprinosa budućih generacija. Uprošćeno govoreći, tzv. penzijski fondovi koji su uspostavljeni u ovakvim sistemima nisu fondovi već predstavljaju samo neku vrstu prolaznog računa, koji se periodično puni prikupljanjem sredstava od doprinosa i prazni usled isplate penzija.

Stopa prinosa na doprinose koji se uplaćuju u PAYG sistemu jednaka je rastu prosečnih zarada i rastu stanovništva[26]. Preciznije, *interna stopa prinosa PAYG* sistema jednaka je stopi rasta mase doprinosa – rast prosečnih zarada i rast zaposlenosti[27].

Nasuprot PAYG sistemu, postoje fundirani sistemi u kojima se prikupljeni doprinosi investiraju na tržištu kapitala. Stopa prinosa fundiranih sistema jednaka je neto stopi prinosa na hartije od vrednosti u koje se doprinosi ulažu[28].

PAYG sistemima po pravilu upravlja država, dok se fundirani vezuju za privatno upravljanje, iako postoje i fundirane komponente u okviru javnih sistema[29].

I pored sve veće popularnosti fundiranih sistema, danas dominantno mesto u svetu i dalje imaju javni PAYG sistemi. Razlozi za svojevremenu popularnost PAYG sistema bili su brz populacioni rast, relativno mlado stanovništvo, brz ekonomski napredak i mlada faza penzijskih šema, pa su prinosi u PAYG sistemu bili vrlo visoki, posebno za prve generacije.

Neke zemlje su u tom periodu delimično fundirale svoje javne penzijske fondove stvaranjem značajnijih rezervi u kapitalu, kroz propisivanje viših stopa

[26] Samuelson, P., *An Exact Consumption-Loan Model of Interest With or Without the Social Contrivance of Money,* The Journal of Political Economy 6, 1958, 467–82.

[27] Neki novi radovi ukazuju na to da je ovako opšteprihvaćena definicija stope prinosa neprecizna tj. donekle potcenjena jer na nju utiče i produženje životnog veka (npr. Settergen, O. i Mikula, B. [2006] Chapter 7, *Pension reform*, World Bank).

[28] Neto u smislu isključenja troškova sistema.

[29] Za detalje o ovim sistemima vidi: Mijatović, B. i Hiber, D., *Kapitalizacija penzijskog osiguranja u Srbiji*, CLDS, 2008.

doprinosa u ranim fazama razvoja PAYG sistema, tj. onda kada su stope mogle da budu veoma niske. Pojedine zemlje su u tome uspele (SAD, na primer), pojedine nisu (neke zemlje u razvoju, a zbog lošeg upravljanja tim rezervama u vreme inflacije), dok se Srbija držala čistog PAYG sistema, pa je i u ranim fazama uspostavljanja sistema držala vrlo niske stope doprinosa, da bi kasnije bila prinuđena da ih podiže na sve viši nivo.

U međuvremenu, demografska tranzicija, zrelost PAYG sistema, pa i usporavanje ekonomskog rasta a time i rasta zarada, doveli su do značajnog pada interne stope prinosa PAYG-a. U isto vreme, prinosi na tržištu kapitala bili su vrlo visoki. Stoga dolazi do popularnosti fundiranih sistema, posebno polovinom 90-ih godina.

Međutim već krajem 90-ih dovode se u pitanje prednosti prelaska na fundirane sisteme[30]. Danas se vodi teorijska i empirijska diskusija na temu prednosti i nedostataka oba načina finansiranja, o čemu će više reči biti u delu *6. Prednosti i nedostaci modela sa obaveznom štednjom u privatnim penzijskim fondovima*.

Vrsta penzije – unapred definisani doprinos ili definisana penzija

Standardna su dva metoda određivanja individualnih penzija: *unapred definisana penzija* i *unapred definisani doprinos*.

U sistemima u kojima je penzija unapred definisana stopa doprinosa je endogena varijabla, dok je iznos naknada (penzija) egzogena varijabla, i definisana je unapred poznatom formulom. Taj slučaj teorijski podrazumeva da veličina stope doprinosa u budućnosti mora da se prilagođava kako bi se obezbedila fiskalna ravnoteža penzijskog sistema. Najvažnija karakteristika ovog tipa penzija je ta da rizik u ovim šemama snosi država odnosno sponzor penzijskog plana.

U ovom sistemu penzija je vezana za godine osiguranja i zaradu osiguranika. Time što vezuje penziju za prethodnu zaradu, sistem unapred definisane penzije tipičan je »instrument« ujednačavanja potrošnje.

[30] Među prvim radovima ističe se Orszag, P. R. and Stiglitz, J. (2001), *Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social SecuritySystems, in New Ideas About Old Age Security, Toward Sustainable Pension Systems in the 21st* Century, The World Bank.

U klasičnom (tradicionalnom) sistemu unapred definisanih penzija osnovni parametar je *obračunska stopa* koja pokazuje koji će procenat ukupne zarade tokom radnog veka budući penzioner dobijati kao godišnju penziju.

Pored klasičnog sistema postoji i varijanta ovog sistema – *bodovni sistem, koji je uveden* u Srbiji. Formula ovog sistema ima iste karakteristike kao i formula tradicionalnog DB sistema – definiše penziju na osnovu godina staža i visine zarade. Razlika je samo u osnovnim parametrima formule – ovde su to, kao što sam naziv kaže, *bodovi*. Moglo bi se reći da je bodovni sistem nešto jednostavniji/pregledniji od tradicionalnog.

U sistemima sa definisanim doprinosom, stopa doprinosa je egzogena varijabla, a visina penzija endogena. Kod ovog tipa penzijske šeme visina penzije nije unapred određena i poznata, već zavisi od propisane (obično zakonom) visine stope doprinosa i od visine investicionih prihoda ostvarenih na ova sredstva (sistem unapred definisanog doprinosa uglavnom je vezan za fundirano finansiranje)[31]. Jedna od najvažnijih osobina ovog sistema je ta da pojedinac snosi finansijski rizik.

U najnovije vreme pojavila se varijanta sistema sa definisanim doprinosom nazvana **obračunski definisani doprinos** ili **nefinansijski unapred definisani doprinos**. To je knjigovodstveni metod koji simulira metod definisanog doprinosa, ali bez fundiranja. Penzije se plaćaju i dalje iz tekućeg prihoda, ali se uspostavlja individualizovana veza između uplaćenog doprinosa i penzije.

Kod metoda virtuelnog propisanog doprinosa svaki osiguranik poseduje sopstveni štedni račun na kome se beleže za njega uplaćeni doprinosi. Ali, ovo je samo knjigovodstvena evidencija, tj. nije realan novac u vlasništvu osiguranika budući da se prihod odmah troši na finansiranje postojećih penzija, te odatle dolazi naziv *virtuelni*. Dakle, na ove doprinose ne ostvaruje se prinos na finansijskom tržištu, pa otuda i alternativni naziv *nefinansijski* sistem definisanih doprinosa. Iznosu na individualnom računu pripisuje se neka kamatna stopa, tj. prinos, koji se obično vezuje za neki veliki ekonomski agregat – na primer rast plata, masu penzijskih doprinosa ili rast BDP-a.

[31] S obzirom na to da je sistem definisanog doprinosa jedan od elemenata modela kojim se bavimo u ovoj Studiji, on će biti nešto detaljnije obrađen u delu 4. *Model sa obaveznom individualnom štednjom u privatnim penzijskim fondovima* .

Sistem obračunskih doprinosa je, dakle, varijanta između DC i DB – nema finansijskog rizika za korisnika kao kod DC, ali buduća penzija nije direktno vezana za zaradu kao kod DB, već za doprinose.

Sistem unapred definisane penzije uglavnom se vezuje za državne PAYG sisteme[32]. Kod privatnih fundiranih šema ranije su bili zastupljeni i DB i DC tipovi penzija, ali u poslednje vreme dolazi do prilično brze promene i penzijski planovi kod kojih je definisan doprinos potiskuju metod definisane penzije.

Za penzionera veću izvesnost (odnosno manji rizik) obezbeđuje metod unapred definisane penzije. Naime, osiguranik tačno zna kolika će mu biti penzija (a prema poznatoj formuli), tako da ne snosi nikakav rizik, za razliku od osiguranika čija će penzija biti određena po metodu definisanog doprinosa, kod koga je penzija jedna nepoznata veličina, pa samim tim neizvesna i podložna riziku.

Međutim, i izvesnost visine penzije po metodu definisane penzije često se pokazuje prividnom, pošto se teškoće penzijskog sistema često prevaljuju na penzionera, pa se njegova, po formuli utvrđena penzija, menja kroz nepotpunu indeksaciju, promenu penzijskog zakona i tako dalje, što poziciju penzionera čini praktično neizvesnijom nego što to na prvi pogled izgleda.

Druga važna razlika je veza sa prethodnom zaradom. Sistem unapred definisane penzije je u tom smislu adekvatniji instrument ujednačavanja potrošnje od sistema definisanog doprinosa.

Na kraju, vrlo često se može čuti da sisteme sa unapred definisanom penzijom karakteriše redistributivnost – prelivanje između onih koji su uplaćivali više doprinosa tokom radnog veka ka onima koji su uplaćivali manje. Redistribucija prema siromašnim penzionerima uglavnom se vrši socijalnim ili minimalnim penzijama (o čemu je bilo više reči u prethodnom odeljku). Razlog dovođenja u vezu DB sistema sa redistribucijom je verovatno taj što je DB karakterističan za državni penzijski sistem, a koji po pravilu ima organizovan redistributivni penzijski nivo. Takođe, uz unapred definisanu penziju lakše je ubaciti neke druge instrumente redistribucije, kao što je npr. dodatni staž za žene, deset najboljih

[32] Ali, kao što smo videli na primeru NDC, to ne mora neophodno da bude slučaj. Čak i u državnim sistemima penzije počinju da se vezuju za doprinos osiguranika tokom radnog veka, a ne za njegovu zaradu u godinama pre penzije (Italija, Švedska, Poljska itd., koje su uvele NDC).

godina staža (ovo je praktično redistribucija od bogatijih ka siromašnijim), prevremeno penzionisanje, beneficirani staž itd., pa je moguće da se zbog toga redistribucija vezuje za unapred definisanu penziju, ali sistem unapred definisane penzije suštinski ne karakteriše nikakva posebna redistribucija u odnosu na sistem unapred definisanih doprinosa.

Javno vs. privatno upravljanje

Osnovni argumenti za privatno upravljanje tj. privatizaciju penzijskog sistema su korumpiran i neefikasan javni sistem. Pored toga, smatra se da je država loš investitor. Dilema javno vs privatno upravljanje po pravilu se javlja u kombinaciji sa fundiranjem, dok sistemima koji se finansiraju po principu tekućeg finansiranja po pravilu upravlja država.

Međutim, fundiranje samo po sebi ne znači i privatizaciju sistema. Moguće je imati fundirani sistem kojim upravlja država. Tipičan primer su tzv. kapitalizovani fondovi[33]. Takođe, i sistemom individualnih računa može da upravlja država – ili u celini, ili u nekim fazama. Dakle, moguće je kombinovati različito upravljanje za različite funkcije/faze upravljanja. Tako npr. prikupljanje doprinosa i/ili administracija individualnih računa može da bude u nadležnosti države dok ostale funkcije upravljanja, pre svega investiranje, obavljaju privatne finansijske institucije.

Može se reći da je sa pitanjem upravljanja tesno vezano i pitanje organizacije sistema – *centralizovano* ili *decentralizovano*. Obično je javno upravljanje centralizovano, a privatno decentralizovano, ali i to ne mora da bude pravilo[34].

III) Dopunska komponenta na dobrovoljnoj osnovi[35]

Komponenta dopunskog penzijskog osiguranja ili štednje na dobrovoljnoj osnovi se po pravilu vezuje za fundiranje i privatno upravljanje. Postoje dva tipa dopunskog dobrovoljnog osiguranja/štednje: penzijski planovi i individualni penzijski aranžmani.

[33] Vidi Mijatović, B. i Hiber, D., *Kapitalizacija penzijskog osiguranja u Srbiji*, CLDS, 2008.

[34] O ovoj temi biće više reči u odeljku 4.2. *Organizacija sistema*.

[35] Ovaj deo je napisan na osnovu EC-THE SOCIAL PROTECTION COMMITTE (2008), *Privately managed funded pension provision and their contribution to adequate and sustainable pensions,* str. 9.

Penzijski planovi

Pristup penzijskim planovima nužno je vezan za zaposlenje ili profesiju. Postoji nekoliko načina kako se ovi planovi obično organizuju:

- Na osnovu kolektivnog ugovora, koji članstvo u penzijskom planu čini obaveznim za određeni sektor ili nekoliko sektora (poseban kolektivni ugovor). Ova grupa penzijskih planova uključuje i centralno kolektivno pregovaranje gde ovakvi planovi praktično postaju kvaziobavezni[36]:
- Na osnovu kolektivnog ugovora, ali koji ne obavezuje ni poslodavca ni zaposlenog;
- Na osnovu kolektivnog ugovora na nivou kompanije;
- Na osnovu inicijative poslodavca, bilo da su u pitanju penzijska obećanja evidentirana u bilansu stanja kompanije ili penzijsko osiguranje preko grupnog ugovora osiguranja između poslodavca i osiguravajućeg društva, ili štednja u penzijskom fondu gde poslodavac potpisuje ugovor sa fondom;
- Status zaposlenja daje zaposlenom pristup ka nekim penzijskim aranžmanima koji mu u suprotnom ne bi bili dostupni (grupne šeme za članove sindikata itd.).

Dakle, pored toga što uplaćuju obavezno penzijsko osiguranje, kada se zaposle u nekom određenom sektoru ili u kompaniji koja nudi penzijski plan, zaposleni postaju članovi dopunskog penzijskog osiguranja (štednje).

Individualni penzijski aranžmani

Ovo su aranžmani gde se članstvo u penzijskom fondu ili kupovina anuiteta kod osiguravajuće kompanije ne vezuju za zaposlenje ili poslodavca, što naravno ne znači da član ne može biti zaposlen (ali i ne mora). Dakle, korisnik se kao pojedinac učlanjuje u penzijski fond u kome štedi, ili kupuje individualni ugovor anuiteta.

[36] To je slučaj u nekoliko zemalja, o čemu će nešto više reči biti u delu 3.2. *Pregled penzijskih sistema u svetu.*

Osnovni problem u analizi ovih individualnih aranžmana je taj što je ponekad teško razdvojiti koja je štednja namenjena za starost (penziju), s obzirom na to da dugoročna štednja, koja nije označena kao penzijska, može da se koristi u tu svrhu, dok se štednja koja se naziva penzijskom, ali ima opciju jednokratne isplate, može koristiti i u druge svrhe.

3.2. Pregled penzijskih sistema u svetu

Danas u svetu postoji veliki broj različitih penzijskih sistema koji su se razvili tokom 20. veka. Vrlo često se zaboravlja da razlike koje danas postoje umnogome zavise od načina na koji su države u samom početku ustanovile svoje penzijske sisteme.

S obzirom na cilj koji je bio postavljen pred penzijski sistem prilikom njegovog uspostavljanja, penzijske sisteme širom sveta moguće je uopšteno i prilično grubo podeliti na dva osnovna tipa – na penzijske sisteme nazvane po Bizmarku i sisteme nazvane po Beveridžu.

Cilj penzijskog sistema **Bizmarkovog tipa** jeste da se u okviru državnog sistema obezbedi ne samo minimum egzistencije za stare već i održanje prihoda u starosti (održanje relativnog životnog standarda). Ovaj sistem je karakterističan za kontinentalnu Evropu.

Glavni cilj **Beveridžovog tipa** penzijskog sistema jeste smanjenje siromaštva u starosti (održanje apsolutnog životnog standarda). Beveridžov tip karakteriše redistributivan PAYG državni sistem. Neki tipični predstavnici Beveridžovog modela čak i nemaju komponentu vezanu za ranija primanja (recimo Danska, Irska, Novi Zeland), a kod onih koji ga imaju manji je po obimu nego što je slučaj u Bizmarkovom modelu (niži »plafon« na penzijske doprinose i/ili niža stopa zamene koja potiče iz obaveznog državnog osiguranja). U Beveridžovom modelu privatni penzijski aranžmani (pre svega penzijski planovi) imaju mnogo važniju ulogu u održanju prihoda u starosti nego Bizmarkovi. Ovaj model je karakterističan za anglo-saksonsko područje.

Tabela br. 3-1 **Obavezni penzijski sistemi**

	Prvi sloj - redistributivan			Drugi sloj, obavezno osiguranje	
		Javni		*Javni*	*Privatni*
	Targetirana	Osnovna	Minimalna		
Visokorazvijene OECD zemlje					
Australija	✓				DC
Austrija	✓			DB	
Belgija	✓		✓	DB	
Kanada	✓	✓		DB	
Danska	✓	✓			DC
Finska	✓			DB	
Francuska	✓		✓	DB + bodovi	
Nemačka	✓			Bodovi	
Grčka	✓		✓	DB	
Island	✓				DB
Irska	✓	✓			
Italija	✓			NDC	
Japan		✓		DB	
Rep. Koreja		✓		DB	
Luksemburg	✓	✓	✓	DB	
Holandija	✓	✓			DB
Novi Zeland		✓			
Norveška	✓	✓		Bodovi	
Portugalija	✓		✓	DB	
Španija			✓	DB	
Švedska	✓			NDC	DB + DC
Švajcarska	✓		✓	DB	DB
Velika Britanija	✓	✓	✓	DB	
SAD	✓			DB	
Istočna Evropa i Centralna Azija					
Bugarska	✓		✓	DB	DC
Hrvatska		✓		Bodovi	DC
Češka	✓	✓	✓	DB	
Estonija	✓	✓		Bodovi	DC
Mađarska			✓	DB	DC
Letonija			✓	NDC	DC
Litvanija		✓		DB	DC
Poljska			✓	NDC	DC
Slovačka			✓	Bodovi	DC
Srbija			✓	Bodovi	
Turska	✓		✓	DB	
Latinska Amerika i Karibi					
Argentina		✓			DC
Čile	✓				DC
Kolumbija	✓				DC
Kostarika	✓			DB	DC
Dominikanska Republika	✓				DC
El Salvador	✓				DC
Meksiko	✓				DC
Peru	✓				DC
Urugvaj	✓			DB	DC

Izvor: *OECD (2007),* Pensions at Glance *i Whitehouse (2007),* Pension Panorama, *World Bank.*

NAPOMENA: Zemlje koje nemaju posebne programe socijalne pomoći za stare (socijalne penzije), već u njima siromašni stari spadaju pod opšte programe socijalne pomoći, u ovoj tabeli svrstane su pod targetiranom penzijom. To su npr. Nemačka, Češka, Luksemburg, Italija.

Skandinavske zemlje svoje sisteme postavile su kao mešavinu Bizmarkovog i Beveridžovog modela, pa se njihovi sistemi ponekad kategorišu kao odvojena grupa modela – **Nordijski model.** Kod ovih zemalja državni sistem, pored redistribucije, u velikoj meri obezbeđuje i održanje prihoda u starosti, ali i privatni penzijski aranžmani (tj. penzijski planovi) igraju značajnu ulogu u dopuni prihoda, gde su skoro svi zaposleni obuhvaćeni.

Kao što se može videti iz tabele br. 3-1 sve zemlje imaju redistributivnu komponentu (prvi sloj po Whitehouse terminlogiji[37]) koja je po pravilu organizovana kao obavezan državni PAYG sistem. Kroz ovaj deo penzijskog sistema obezbeđuje se minimalna ili socijalna penzija, ili neka druga vrsta naknade za siromašna stara lica.

Sve zemlje OECD-a imaju neku vrstu targetirane socijalne penzije ili program opšte socijalne pomoći koji mogu da koriste i stari. Oko polovine OECD-a i zemalja Istočne Evrope i Centralne Azije oslanja se na jedan instrument prevencije siromaštva starih, dok druga polovina kombinuje dva ili tri instrumenta[38]. Minimum prihoda za one koji su radili iznosi oko 30% prosečne zarade u razvijenim zemljama OECD-a, a u zemaljama Istočne Evrope i Centralne Azije oko 20%.

Obavezna komponenta penzijskog sistema koja obezbeđuje održanje prihoda (obavezno penzijsko osiguranje)[39] postoji u svim zemljama, sem Irske, Novog Zelanda, Danske i Holandije. Tako na primer Danska, koja ima tipičan Beveridžov sistem sa univerzalnim sistemom jednakih socijalnih penzija za starije od 65 godina, nikad nije uvela državni sistem obaveznog penzijskog osiguranja. Međutim, Danska ima veoma razvijenu pokrivenost penzijskim planovima. Slično Danskoj, u Holandiji formalno ne postoji obavezan sistem penzijskog

[37] Za detalje o terminologiji i klasifikaciji vidi ANEKS br. 2 Terminologija »stubova« i »slojeva«

[38] Whitehouse, E., (2007), *Pension Panorama, World Bank.*

[39] Drugi sloj po Whitehouse terminologiji (tabela br. 3-1).

Tabela br. 3-2 **Minimalna penzijska naknada kao % prosečnih zarada**

Minimalna penzijska naknada kao % prosečnih primanja				
	Targetirana	Osnovna	Minimalna	Ukupno (za pun staž)
Visokorazvijene OECD zemlje				
Australija	23	..	..	23
Austrija	37	..	..	37
Belgija	23	..	38	38
Kanada	16	14	..	30
Danska	17	17	..	34
Finska	21	..	..	21
Francuska	31	..	29	31
Nemačka	24	..	..	24
Grčka	12	..	40	40
Island	25	..	..	25
Irska	28	31	..	31
Italija	22	..	..	22
Japan	19	..	..	19
Rep. Koreja	30	..	..	30
Luksemburg	36	12	46	46
Holandija	34	34	..	34
Novi Zeland	..	38	..	38
Norveška	33	18	..	33
Portugalija	20	..	44	44
Španija	..	..	33	33
Švedska	34	..	..	34
Švajcarska	26	..	19	26
Velika Britanija	26	20	13	33
SAD	20	..	..	20
prosek	*26,5*	*23,0*	*32,8*	*30,7*
Istočna Evropa i Centralna Azija				
Bugarska	14	..	16	16
Hrvatska	..	11	..	11
Češka	10	8	12	12
Estonija	14	7	..	14
Mađarska	..	..	22	22
Letonija	..	..	33	33
Litvanija	..	17	..	17
Poljska	24	..	..	24
Slovačka	..	..	22	22
Srbija		..	20	20
Turska	6	..	28	28
prosek	*13,6*	*8,6*	*21,9*	*19,9*

Izvor: OECD (2007), Pensions at Glance i Whitehouse (2007), Pension Panorama, World Bank.

osiguranja, ali suštinski postoji u obliku kvaziobavezne penzijske šeme po osnovu zaposlenja sa obuhvatom od preko 90% zaposlenih.

Sem ovih nekoliko gore navedenih zemalja, ova komponenta penzijskog sistema je uglavnom u svim zemljama OECD-a, kao i u Srbiji, organizovana kao državni (javni) sistem sa unapred definisanom penzijom i finansira se po PAYG principu[40]. Najčešći su klasični sistemi unapred definisane visine penzije, dok 7 zemalja, uključujući i Srbiju, ima tzv. bodovni sistem (Nemačka, Hrvatska, Norveška, Estonija, Slovačka, Francuska). Četiri zemlje (Švedska, Italija, Poljska i Letonija) u okviru svojih državnih sistema uvele su obračunski definisan doprinos (o kome je više reči bilo u odeljku *3.1. (II)*).

U zemljama Latinske Amerike i Istočne Evrope, gde su sprovedene reforme uz podršku Svetske banke, u novije vreme su se u okviru obaveznog penzijskog osiguranja (obavezni nivo koji obezbeđuje održanje prihoda) pojavile i fundirane komponente sa definisanim doprinosom, kojima upravljaju privatne kompanije. Tako se izdvojila i nova grupa od nešto manje od 20 zemalja koje su, pored postojećeg PAYG sistema, uvele i komponentu obavezne individualne štednje u privatnim penzijskim fondovima – tzv. model Svetske banke[41].
Dakle, u najrazvijenijim zemljama u obaveznom penzijskom sistemu dominiraju državne penzijske šeme, sa unapred definisanom visinom penzije, a u zemljama u tranziciji, mešovite[42].

Samo četiri razvijene OECD zemlje imaju neku vrstu obavezane (statutarne) fundirane privatne komponente, i to obično vrlo male. Od toga su tri sa unapred definisanim doprinosom (Australija, Danska i Švedska), dok Švajcarska ima specifičan sistem »definisanih kredita«, koji više liči na sistem sa unapred definisanom penzijom[43].
Na primer, u Danskoj je još 1964. godine uvedena obavezna privatna fundirana penzijska šema (ATP), dakle nešto slično II stubu po terminologiji Svetske banke. Međutim, ova komponenta je vrlo mala, kako po doprinosima, tako i po penzijama koje iz nje proizlaze (tabela br. 3-5). Doprinosi su definisani

[40] Od 53 zemlje u svetu 32 imaju javne penzijske šeme sa planom definisane naknade, što ovaj model čini najzastupljenijom formom penzijskog osiguranja (Whitehouse, 2007, str. 8).

[41] Nastavak Studije praktično će se baviti ovim modelom tj. jednim njegovim delom.

[42] Whitehouse, E. (2007), *Pension Panorama*, World Bank, str. 6.

[43] Isto, str. 9.

na apsolutnom nivou i iznose manje od 1% prosečne zarade[44]. Ovu šemu karakterišu vrlo niski operativni troškovi.

Švedska je 1998. uvela malu obaveznu fundiranu komponentu u visini od 2,5% doprinosa (*Premium Pension* – PP). Finansiranje tranzicionih troškova nije predstavljalo problem s obzirom na to da je Švedski javni sistem delimično fundiran (*buffer fund*)[45]. Upravljanje ovom fundiranom komponentom samo je delimično dodeljeno privatnim kompanijama – u fazi investiranja – dok svim ostalim fazama/funkcijama upravlja državna agencija (PPM)[46]. Zanimljivo je da se više od 70% ovako prikupljenih sredstava investira u inostranstvu.

Obavezna komponenta penzijskog osiguranja u proseku, za prosečnog radnika, obezbeđuje održanje prihoda na nivou od oko 80% neto prihoda (uključujući osnovne penzije tamo gde postoje) u zemljama EU-15, nešto manje u zemljama EU-8 (oko 70%) dok je u Kanadi, SAD, Novom Zelandu i Australiji taj procenat dosta niži (oko 50%)[47]. Tabela br. 3-3 pokazuje neto stope zamene za zaposlene koji su tek počeli da rade, koji će se penzionisati oko 2050. godine.

Ukoliko posmatramo privatne fundirane šeme u razvijenim zemljama OECD-a i EU, penzijski planovi vezani za zaposlenje (*occupational schemes*) daleko su zastupljeniji od obaveznih privatnih komponenti, koje praktično u ovim zemljama ne postoje ili su zanemarljive. Ovi planovi često su organizovani kao kolektivni (za čitav sektor ili nekoliko sektora), što omogućava korišćenje ekonomije obima te dovodi do manjih administrativnih troškova. Penzijski planovi po zaposlenju u početku su bili postavljenji kao DB, ali u poslednjih nekoliko godina postoji trend prelaska na DC.

[44] Vittas, D., *A short note on the ATP Fund of Denmark*, February 2008.

[45] Pojam tranzicionog troška objašnjen je u delu 4.5.1. *Pojam tranzicionog troška.*

[46] O upravljanju individualnim računima uopšte, i o specifičnoj organizaciji upravljanja u Švedskoj, biće reči u odeljku 4.2. *Organizacija sistema.*

[47] Kao i u UK i Danskoj, koje prema prirodi penzijskog sistema pripadaju ovoj grupi zemalja.

Tabela br. 3-3 **Neto stopa zamene (replacement rate) za različite nivoe zarada**

	Nivo zarade tokom radnog veka u odnosu na prosek			
	0,5	1	1,5	2,5
Razvijene OECD zemlje				
Australija	77	52,4	43,1	31,3
Kanada	89,4	57,1	39,5	25,1
Novi Zeland	77,1	39,5	27,9	18,2
SAD	61,4	51	44,9	35,5
Prosek	76,2	50,0	38,9	27,5
EU-15				
Austrija	91,2	93,2	93,5	63,2
Belgija	82,7	62,8	50,6	34,2
Danska	95,6	54,1	42,5	30,8
Finska	90,7	78,8	79,2	79,3
Francuska	98	65	58,7	53,4
Nemačka	61,7	71,8	79,2	54,2
Grčka	99,9	99,9	99,9	99,9
Irska	63	36,6	27,4	18,3
Italija	89,3	88,8	88,4	89
Luksemburg	125	109,8	105,6	100,1
Holandija	82,5	84,1	85,8	82,8
Portugalija	115,9	79,8	84,4	86,9
Španija	88,7	88,3	88,4	68,8
Švedska	90,2	68,2	70,1	75
Švajcarska	71,4	67,3	53	34,3
Velika Britanija	78,4	47,6	38,2	24,7
EU-15 prosek	**94,9**	**79,7**	**76,3**	**66,3**
Zemlje Istočne Evrope				
Češka Republika	67,1	75,2	74	52,9
Estonija	59,9	60,9	61,3	61,7
Mađarska	86,6	90,5	99,1	81,8
Latvija	89,2	81,8	76,7	72,5
Litvanija	81,7	71,3	67,2	63,5
Poljska	69,6	69,7	69,8	71
Slovačka Republika	58,2	60,2	63,1	67,8
Bugarska	67,1	75,2	74	52,9
Rumunija	66,7	61,6	59,7	58,9
Hrvatska	66,7	61,6	59,7	58,9
Istočna-EU prosek	**71,3**	**70,8**	**70,5**	**64,2**
Srbija 2008	72,3	72,3	72,3	72,3
Srbija (troškovi života od `09)	39,2	39,2	39,2	39,2

Izvor: APEX medotologija (Pension Panorama, World Bank); za Srbiju Stanić (2008)

NAPOMENA: Stope zamene se odnose na one koji počeli da rade u 2002. To praktično znači penzionisanje u periodu 2042-2047. Za Srbiju je data sadašnja stopa zamene (2008) i stopa zamene izračunata za one koji će se penzionisati u 2047.

Tabela br. 3-4 **Pokrivenost penzijskim planovima**

	Visoka pokrivenost - kvaziobavezan sistem	Osrednja pokrivenost	Niska pokrivenost
Australija			
Austrija		✔	
Belgija		✔	
Kanada		✔	
Danska	✔		
Finska			
Francuska			✔
Nemačka		✔	
Grčka			✔
Island			
Irska		✔	
Italija			✔
Japan		✔	
Koreja			
Luksemburg			✔
Holandija	✔		
Novi Zeland			✔
Norveška			
Portugal			✔
Španija			✔
Švedska	✔		
Švajcarska			
Turska			✔
Velika Britanija		✔	
SAD		✔	

Izvor: OECD Global Pension Statistics.

Obuhvat zaposlenih ovim šemama po zemljama veoma se razlikuje (tabela br. 3-4). Po pravilu, ni poslodavci ni zaposleni nisu zakonski obavezni da učestvuju u penzijskim planovima.

Tri zemlje (Holandija, Švedska i Danska) imaju kvaziobavezne penzijske planove, čija obaveznost ne proističe iz zakona, već iz centralnog kolektivnog

pregovaranja. Na primer, pokrivenost penzijskim planovima u Danskoj iznosi 80-90%, dok je u Švedskoj i Holandiji iznad 90%.

Švedska je privatne penzijske planove po zaposlenju uvela još 70-ih godina. Ove penzijske šeme razlikuju se prema sektoru u kome su radnici zaposleni tako da ih ima ukupno četiri – za fabričke radnike (*blue colour*), za kancelarijske radnike (*white colour*), za državne službenike i za službenike lokalne uprave. Doskora su se penzije u sve četiri šeme računale po metodu unapred definisane naknade, ali se od 2007. godine prešlo na sistem definisanog doprinosa.

Penzijski planovi u Švedskoj predstavljaju važan izvor održanja prihoda za bolje plaćene radnike. Za prosečnog radnika, preciznije, za one koji zarađuju do visine koja je pokrivena javnim sistemom (tzv. »plafon«)[48], penzijski planovi predstavljaju samo mali dodatak državnoj penziji u iznosi od oko 10% ukupne (bruto) stope zamene[49]. Prosečan doprinos iznosi oko 3-4% zarade. Međutim, za radnike koji zarađuju više od tog iznosa, penzijski planovi predstavljaju glavni izvor održanja prihoda za deo koji je iznad »plafona«. Za deo od »plafona« do 20 osnovnih jedinica penzijski plan obezbeđuje (bruto) stopu zamene od 65%, a stopa doprinosa za taj deo iznosi oko 30%. Dakle, može se zaključiti da su penzijski planovi pre svega važni za održanje životnog standarda bolje plaćenih kadrova, dok za većinu predstavlja malu dopunu. Takođe, penzijski planovi važan su izvor prihoda u starosti za grupe koje imaju pravo na beneficirani staž.

U gotovo svim zemaljama EU najveći deo penzijskih prihoda pojedinca, prosečnog nivoa prihoda, potiče iz obaveznih javnih PAYG šema. Prihodi iz fundiranih šema jedino su značajni u Holandiji i Irskoj, koje nikada nisu ni uspostavile državni sistem penzijskog osiguranja (tipični Beveridž modeli). U nešto manjoj meri nego u ove dve zemlje, značajni su u Velikoj Britaniji, Švedskoj, Danskoj, Nemačkoj i Belgiji (tabela br. 3-5). Kada sa ovim podatkom analiziramo i podatak o pokrivenosti penzija (tabela br. 3-4), dolazimo do

[48] »Plafon« u javnom sistemu iznosi 7,5 osnovnih jedinica *(base amounts)* što je u 2008. iznosilo 307.500 SEK na godišnjem nivou tj. oko 30.000 evra, a što je otprilike na nivou prosečne zarade. Ovaj podatak, koji smo našli u nekoliko izvora, razlikuje se od podatka datog u tabeli br. 3-5. Mogući razlog je taj da je prosečna zarada uzeta za računanje stope zamene u tabeli br. 3-5 viša od 7,5 osnovnih jedinica (u Švedskoj se inače prosečna zarada za celu privredu ne koristi kao indikator).

[49] Ukupna stopa zamene koja uključuje penziju iz javnog sistema plus penziju iz penzijskih planova.

zaključka da za prosečnog radnika državni PAYG sistem igra ključnu ulogu u skoro svim razvijenim zemljama.

Tabela br. 3-5 **Doprinos različitih penzijskih šema ukupnoj (hipotetičkoj) stopi zamene**

	Novi penzioneri *(penzionisanje u 2006)*			Budući penzioneri *(penzionsianje u 2046)*		
	PAYG	fundirana	po zaposlenju	PAYG	fundirana	po zaposlenju
EU-15						
Austrija	100%	..	..	100%	..	..
Belgija	91%	..	9%	80%	..	20%
Danska	84%	6%	10%	75%	..	25%
Finska	100%	..	..	100%	..	..
Francuska	100%	..	..	100%	..	..
Nemačka	90%	..	10%	75%	..	25%
Grčka	100%	..	..	100%	..	..
Irska	46%	..	54%	57%	..	43%
Italija	100%	..	..	80%	20%*	
Luksemburg	100%	..	..	100%	..	..
Holandija	40%	..	60%	40%	..	60%
Portugalija	100%	..	..	100%	..	..
Španija	100%	..	..	100%	..	..
Švedska	78%	..	22%	65%	12%	23%
Velika Britanija	78%	..	22%	68%	..	32%

Izvor: The Social Protection Committe, 2008.

* Specijalna šema (TFR) umesto otpremnina (severence pay scheme)

NAPOMENA: Prosečni radnik sa 40 godina staža.

Zanimljivo je da se predviđa da će se ovaj odnos zadržati i u budućnosti. »Dok je pokrivenost fundiranim šemama projektovana da raste, njihov udeo u stopi zamene očekuje se da ostane na istom nivou. Jedino se očekuje rast prihoda iz fundiranih šema u Nemačkoj (Riester penzijski plan) i u nešto manjoj meri u Belgiji«[50].

[50] EC-The Social ProtectionCommitte (2008), PRIVATELY MANAGED FUNDED PENSION PROVISION AND THEIR CONTRIBUTION TO ADEQUATE AND SUSTAINABLE PENSIONS, str. 20.

Sve razvijene zemlje imaju i individualne planove, bilo štedne ili ugovore anuiteta, ali je kod ovakvih aranžmana pokrivenost po pravilu mala.

Zastupljenost fundiranih šema širom OECD zemalja je, dakle, vrlo heterogena, o čemu svedoči i figura br. 3-3. Količina akumuliranih sredstava u privatnim penzijskim šemama među zemljama umnogome se razlikuje – u 2006. godini zemlje sa najviše akumuliranih sredstava (preko 100% BDP-a) bile su Danska, Holandija, Island, Švajcarska, SAD, Kanada, dok je sa druge strane veliki broj zemalja sa samo nekoliko procenata BDP-a akumuliranih sredstava.

Najnovija istraživanja pokazuju veliki pad penzijske imovine u svetlu nadolazeće svetske finansijske krize. U periodu od januara do oktobra 2008. godine, privatne penzije u OECD-u registrovale su gubitke u iznosu od 20% ukupnih sredstava (oko 5 triliona USD).[51]

3.3. Penzijski sistem Srbije[52]

Obavezno penzijsko-invalidsko osiguranje u Srbiji zasniva se na tekućem finansiranju penzija i podrazumeva osiguranje od tri osnovne vrste rizika: starosti, nastanka invalidnosti i smrti osiguranika[53].

U okviru obaveznog državnog sistema, kao i u većini OECD zemalja, organizovane su obe komponente penzijskog sistema – redistributivna komponenta i komponenta koja obezbeđuje održanje prihoda u starosti[54]. Obavezna komponenta koja obezbeđuje minimalni adekvatni prihod u starosti (apsolutni životni standard) zasniva se na *minimalnoj penziji*, a komponenta koja obezbeđuje održanje prihoda u starosti zasnovana je na *bodovnom sistemu*. Od kraja 2006. godine deo sistema predstavlja i dobrovoljna penzijska štednja u privatnim penzijskim fondovima.

[51] *Pension Markets in Focus*, Issue no 5, December 2008.

[52] Ovaj odeljak je napisan na osnovu rada dr Gordane Matković *Karakteristike penzijskog sistema u Srbiji, CLDS i USAID/SEGA.*

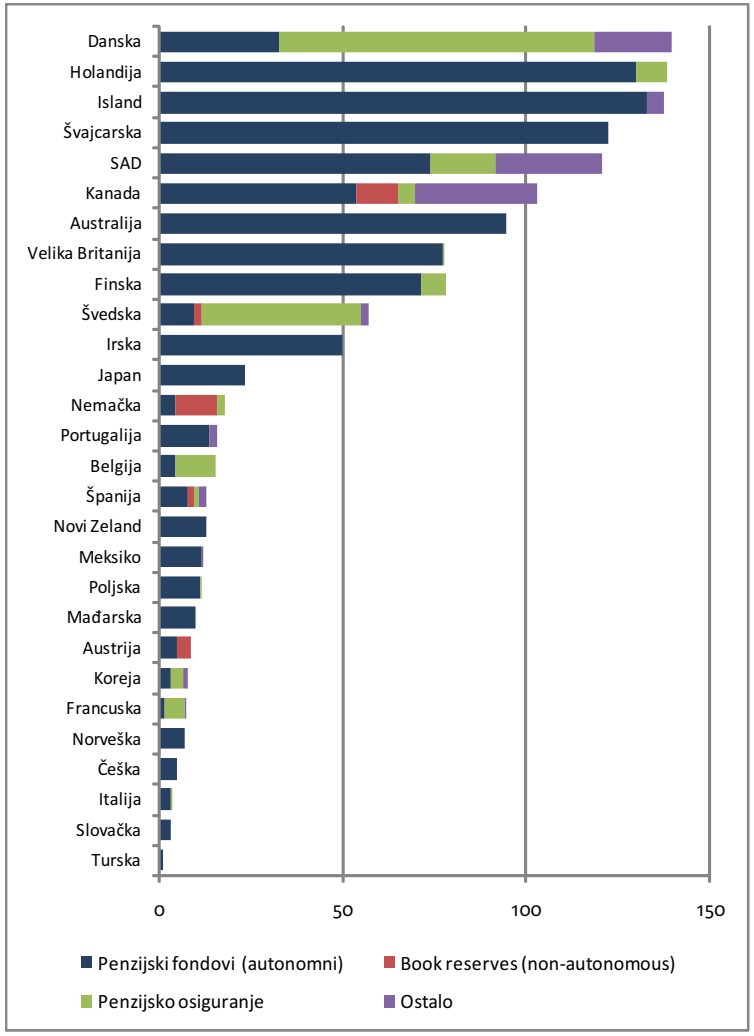
[53] U ovoj studiji akcenat je na starosnoj penziji tj. na osiguranju od starosti.

[54] Obaveznim osiguranjem su obuhvaćeni zaposleni, poslodavci, samozaposleni i poljoprivrednici. Donedavno, osiguranje je bilo organizovano u okviru tri odvojena državna fonda, koja su od 1. januara 2008. godine administrativno spojena, dok je puna finansijska konsolidacija prema zakonskim rešenjima predviđena za 2011. godinu.

Figura br. 3-3 **Akumulirana penzijska sredstva prema tipu finansijske institucije (% u BDP), 2006.**

Country	Penzijski fondovi (autonomni)	Book reserves (non-autonomous)	Penzijsko osiguranje	Ostalo	Total All Funds
Turska	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	1,0
Slovačka	2,8	n.a.	n.a.	n.a.	2,8
Italija	3,0	..	0,3	n.a.	3,3
Češka	4,6	n.a.	n.a.	n.a.	4,6
Norveška	6,8	n.a.	..	n.a.	6,8
Francuska	1,12	..	5,7	0,04	6,9
Koreja	2,9	n.a.	3,4	1,3	7,7
Austrija	4,8	3,8	..	n.a.	8,6
Mađarska	9,7	n.a.	n.a.	..	9,7
Poljska	11,1	n.a.	0,1	..	11,2
Meksiko	11,5	..	n.a.	0.1	11,6
Novi Zeland	12,4	n.a.	n.a.	..	12,4
Španija	7,6	1,6	1,2	2,3	12,7
Belgija	4,3	n.a.	10,8	..	15,1
Portugalija	13,6	n.a.	..	1,9	15,5
Nemačka	4.2	11,4	2,1	..	18
Japan	23	n.a.	n.a.	n.a.	23
Irska	49,9	n.a.	..	..	49,9
Švedska	9,5	2	43	2	57
Finska	71,3	..	6,5	n.a.	77,8
Velika Britanija	77	n.a.	0,01	n.a.	89
Australija	94,3	n.a.	..	..	94,3
Kanada	53,4	11,3	4,6	33,4	103
SAD	74	n.a.	17,9	28,9	120
Švajcarska	122	n.a.	..	..	122
Island	132,7	n.a.	..	5	137,6
Holandija	130,0	n.a.	8,0	n.a.	138,0
Danska	32,4	n.a.	86,0	20,9	139,3

Izvor: Pension Markets in Focus, Issue 4, OECD 2007.



Ovakav dizajn penzijskog sistema rezultat je sveobuhvatne reforme penzijskog sistema u periodu 2001-2003. Krajem 2005. godine, međutim, izvršene su određene izmene.

Komponenta penzijskog sistema koji obezbeđuje apsolutni životni standard u Srbiji realizuje se kroz minimalnu penziju. Kada ispuni uslove za penzionisanje, osiguranik čija je penzija ispod zakonom propisanog nivoa,

ostvaruje pravo na minimalnu penziju. Uslovi za penzionisanje su odgovarajuća starosna granica i minimalni radni staž[55].

Minimalna penzija u Srbiji trenutno iznosi nešto više od 11.000 dinara, tj. *oko 20% prosečne bruto zarade*. U sklopu zakonskih promena u periodu 2001-2003. zagarantovan je jedinstveni iznos minimalne penzije od 20% prosečne zarade, umesto do tada višestrukih minimalnih penzija, koje su bile diferencirane u zavisnosti od dužine radnog staža. Izmenama s kraja 2005. godine minimalna penzija je povećana formalno na 25% zarade, ali kao posledica indeksiranja dva puta godišnje, kreće se između 20% i 22%. Do 2011. godine, ukoliko se najniža penzija smanji ispod nivoa od 20% prosečne zarade, predviđeno je vanredno usklađivanje. Visina minimalne penzije je u okvirima u kojima se kreću minimalne ili socijalne penzije u zemljama u okruženju, a nešto je niža nego što su naknade tog tipa u visoko razvijenim zemljama (tabela br. 3-2).

Što se tiče apsolutnog životnog standarda penzionera »indeks siromaštva u 2007. godini za penzionere iznosio je 5,5%. Vrednost indeksa statistički je značajno niža u odnosu na indeks siromaštva opšte populacije (6,6%). U 2002. godini penzioneri su bili pod većim rizikom od siromaštva od proseka. Indeks siromaštva penzionera iznosio je 15,9%, statistički značajno više u odnosu na prosek za opštu populaciju (14,0%). Otuda se može zaključiti da je trend smanjenja siromaštva od 2002. do 2007. godine kod penzionera izraženiji nego u opštoj populaciji.«[56]

Kada je u pitanju ***dizajn komponente penzijskog sistema koja održava prihod u starosti***, tradicionalni sistem unapred definisane penzije reformisan je aprila 2003. godine kada je uveden tzv. *bodovni sistem* obračuna penzija. U obračun se uključuju celokupni radni staž i prihodi do pet prosečnih zarada. Bodovni sistem je vrlo transparentan, i odlično povezuje zarade tokom radnog veka sa penzijama.

[55] Isto važi i za invalidsku penziju.

[56] David-Baronijan, H. (2008), *Siromaštvo među penzionerima i starim licima sa 65 i više godina*, Istraživanje za Tim potpredsednika Vlade za implementaciju Strategije za smanjenje siromaštva, Zavod za statistiku i Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije, Beograd.

[55] Kao što su Nemačka, Francuska (delimično), Norveška, Hrvatska, Estonija i Slovačka.

Visina penzije određuje se tako što se lični bodovi pomnože s vrednošću opšteg boda na dan ostvarivanja prava. Lični bod se određuje na osnovu dužine staža i visine uplata doprinosa aproksimiranih na osnovu odnosa između zarade pojedinca i prosečne zarade u odgovarajućim godinama. Nominalna vrednost penzije dobija se množenjem ličnih bodova sa opštim bodom koji je izračunat tako da obezbedi u proseku jednak nivo penzija »starih« i »novih« penzionera. Zakon je predvideo da se opšti bod indeksira na isti način kao i penzije, kako bi se obezbedilo da ne postoje razlike između penzionera sa istom radnom istorijom, bez obzira na momenat kada se penzionišu.

Uključivanjem u obračun celokupnog radnog veka umesto »10 najboljih godina« omogućava se čvršće povezivanje visine penzije i uplaćivanih doprinosa, i eliminiše prelivanje ka onima koji ostvare izraziti napredak u karijeri ili izrazito veću platu u samo jednom delu svoje radne istorije. Takođe, ovaj metod povećava i preciznije utvrđuje razliku u visini penzije u zavisnosti od radnog staža. Novim zakonom iz 2003. godine takođe je predviđeno i da se za staž preko 40 godina povećava iznos penzije, što ranije nije bio slučaj, a sa idejom da se podstakne što duža aktivnost zaposlenih.

Zakonskim promenama proširen je i obuhvat obaveznim penzijskim osiguranjem. Uvedena je obaveza plaćanja doprinosa za angažovanje preko autorskih honorara i ugovora o delu, kao i za rad preko omladinskih i studentskih zadruga, osim za mlađe od 27 godina koji su na redovnom školovanju. Angažovanje preko ugovora i kroz zadruge je u prethodnom periodu takođe bio rasprostranjen način za izbegavanje plaćanja doprinosa. Po ovom osnovu povećani su prihodi penzijskog fonda, kao i pravednost sistema.

Zakonom je uvedena i mogućnost da penzijsko osiguranje mogu da uplaćuju svi koji to žele, nezavisno od radnog/vlasničkog statusa. Na ovaj način je i u I stub uvedena mogućnost dobrovoljnog penzijskog osiguranja. Reformisan je i način obračuna penzija za posebne beneficirane kategorije, koji je postao eksplicitniji i manje privilegovan.

Novi način obračuna penzija u celini dobro povezuje uplaćene doprinose i buduću penziju. U tom smislu on bi mogao biti podsticajan u borbi protiv sive ekonomije i/ili percepcije doprinosa kao vrste štednje, a ne poreza. Problem je, međutim, u tome što javnost nije u dovoljnoj meri upoznata sa

karakteristikama penzijskog sistema Srbije, a penzijski sistem je generalno predmet mnogobrojnih zabluda[57].

Način usklađivanja penzija u isplati i opšteg boda pretrpeo je više promena nakon 2000. godine. Od indeksacije sa zaradama koja je formalno bila na snazi do 2001. godine, prešlo se najpre na kvartalno indeksiranje kombinacijom porasta zarada i troškova života sa jednakim ponderom (50%:50%, tzv. »švajcarska fomula«), a zatim se izmenama 2005. godine prešlo na postepeno smanjenje pondera zarada, dok je *od 2009. godine predviđeno da penzije rastu samo po osnovu troškova života*[58]. Indeksiranje se od kraja 2005. godine vrši dva puta godišnje.

Neto stopa zamene – iznos prve penzije u odnosu na poslednju zaradu – za one koji su doprinosili pun radni staž, u Srbiji iznosi nešto više od 70% poslednje zarade (tabela br. 3-3). U međunarodnom kontekstu, stopa zamene je trenutno na nivou EU-10 zemalja, a nešto niža nego u EU-15. Međutim, na dugi rok stopa zamene u Srbiji koja je izračunata na osnovu postojećeg zakonskog rešenja značajno je niža u odnosu na sve ostale evropske zemlje, pa čak i u odnosu na zemlje sa tipičnim Beveridž sistemima. To je posledica indeksiranja opšteg boda isključivo troškovima života, što je rešenje koje se ne može sresti praktično ni u jednoj zemlji. U isto vreme, razdvajanje indeksiranja opšteg boda i penzija u isplati dovelo bi do velikih nejednakosti[59].

Stopa zamene u Srbiji ne razlikuje se za različite nivoe primanja (tj. razlikuje se tek za one koji zarađuju petostruko više od proseka), što ukazuje na prirodu sistema u kojem visina penzije pojedinca zavisi od njegovih zarada tokom radnog veka.

Prosečna penzija u 2008. godini, uz dva vanredna usklađivanja, iznosila je oko 19 hiljada dinara za penzionere iz osiguranja samostalnih delatnosti i zaposlenih, a nešto više od 7 hiljada dinara za penzionere poljoprivrednike. Međutim, značajan udeo penzionera iz osiguranja zaposlenih prima penzije ispod proseka – oko 60%.

[57] O zabludama vezanim za penzijski sistem Srbije bilo je reči u prezentaciji dr Gordane Matković na konferenciji *„Reforma penzijskog sistema u Srbiji"* CLDS, novembar 2008.

[58] Usled vanrednog usklađivanja od 10% krajem 2008. godine, i svetske ekonomske krize, odlučeno je da se 2009. godine penzije uopšte ne indeksiraju.

[59] Za detalje vidi: Stanić, K. (2008), *Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti - merenje i međunarodna poređenja,* Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 13, FREN.

Odnos prosečne penzije i prosečne zarade u 2008. godini iznosi 58%. Imajući u vidu hipotetičku stopu zamene od oko 70%, mogli bismo da očekujemo viši odnos.

Nekoliko je razloga što je odnos relativno nizak. Najpre treba istaći da se u prosečnu penziju uključuju primanja invalidskih i porodičnih penzionera, čiji je udeo visok, a primanja po logici osiguranja niža. U 2007. godini ukupan broj penzionera iznosio je preko 1,5 miliona[60]. Starosni penzioneri, iako najbrojniji, neznatno prelaze 50% ukupnog broja penzionera. Udeo invalidskih penzionera iznosi 24%, i dalje je veoma visok, i značajnim delom je to posledica izrazito liberalnih uslova za sticanje ovih prava u prošlosti[61].

Zatim, broj i udeo lica koja su stvarno »zaradila« penziju, radeći pun radni staž, u Srbiji nije visok. Svega 223 hiljade penzionera u osiguranju zaposlenih ostvarilo je radni staž od preko 40, odnosno 35 godina za žene. Njihov udeo među starosnim penzionerima iznosi 37,8%, a u ukupnom broju penzionera iz ovog osiguranja tek 17,6%. Među ovim penzionerima su i oni koji su penziju ostvarili po posebnim propisima.

Ako se izdvoje podaci za starosne penzionere i posebno za one koji su radili pun radni staž[62] dobija se drugačija slika. Penzioneri iz osiguranja zaposlenih koji su radili najmanje pun radni vek, ostvarili su u proseku penziju koja je npr. 2006. godine iznosila preko 90% prosečne plate.

Prema aktuelnim zakonskim rešenjima (iz 2005. godine) starosna granica za penzionisanje postepeno se produžava i *2011. godine će dostići 60 godina za žene i 65 godina za muškarce*, za najmanje 15 godina radnog staža. Ova starosna granica utvrđena je višestrukim zakonskim promenama nakon 2000. godine. Starosna granica prema ranijim propisima bila je niža za 5 godina, ustanovljena je zakonom iz 1965. godine i nije se menjala punih 35 godina uprkos produženju srednjeg trajanja života, poboljšanju zdravstvenih uslova i opštih uslova rada i privređivanja. Jedan od važnijih reformskih poteza 2001.

[60] Najveći deo i osiguranika i penzionera je iz osiguranja zaposlenih – preko 80%.

[61] Ovi podaci, međutim, nisu pogodni za međunarodnu komparaciju s obzirom na to da se u većini zemalja invalidski penzioneri kategorišu kao starosni čim ispune uslove za starosnu penziju, tj. pređu zakonski propisanu starosnu granicu za penzionisanje.

[62] Muškarci 40, žene 35.

godine bilo je povećanje starosne granice sa 55 na 58 godina za žene i sa 60 na 63 godine za muškarce (istovremeno je minimalna starosna granica pomerena sa 50 na 53 godine).

Stopa doprinosa za penzijsko-invalidsko osiguranje iznosi 22%. U osiguranju zaposlenih osnovica je zarada, a u osiguranju samostalnih delatnosti i poljoprivrednika oporeziva dobit odnosno prihod na koji se plaća porez. Međunarodna poređenja stope doprinosa komplikovanija su nego što se obično misli i prevazilaze okvire ove Studije[63]. Ipak, preliminarna okvirna poređenja ukazuju nam na to da navedena stopa nije visoka u međunarodnim razmerama, da je niža nego u drugim zemljama u tranziciji, pogotovo kada se ima u vidu da se iz nje pokrivaju sva tri rizika (ne samo starost), pojedine naknade (tuđa nega i pomoć), kao i zdravstveno osiguranje penzionera[64]. Takođe, treba imati u vidu da je stopa doprinosa varijabla uslovljena ne samo karakteristikama penzijskog sistema već i tržišta rada – visine zaposlenosti i zarada, koji su u Srbiji nepovoljni.

Jedna od zabluda vezanih za penzijski sistem Srbije vezana je za njegovo finansiranje – *pitanje deficita PIO fonda*. Pored nerazlikovanja pojmova deficita PIO fonda i deficita penzijskog sistema, što je posebna tema[65], sam pojam deficita u sistemu unapred definisane penzije zapravo je indikator koji nema mnogo smisla. Bodovni sistem, kao što smo već u nekoliko navrata pomenuli, vrsta je sistema sa unapred definisanom penzijom. Kod ovog sistema stopa doprinosa je endogena varijabla, dok je iznos naknada (penzija) egzogena varijabla, i definisana je unapred poznatom formulom. Dakle, visina doprinosa određuje se tako da iz nje mogu da se finansiraju obaveze po osnovu penzijskog osiguranja. U tom smislu, deficit penzijskog sistema suštinski nema nikakvo iznačenje, već je adekvatnije analizirati visinu doprinosa – posebno imajući u vidu da je stopa doprinosa u startu prilično arbitrarno određena,

[63] Poređenje sa drugim zemljama trebalo bi dodatno vršiti prema OECD metodologiji, a ne na bruto zaradu, zatim treba imati u vidu da i u mnogim drugim zemljama postoje transferi iz budžeta za finansiranje deficita, kao i da mnoge zemlje imaju socijalne penzije koje se po pravilu ne finansiraju iz doprinosa.

[64] U značajnom broju zemalja iz doprinosa za penzijsko osiguranje ne plaća se zdravstveno osiguranje penzionera. Među zemljama u tranziciji, na primer u Mađarskoj, Slovačkoj, Češkoj, Rumuniji, Bugarskoj, Hrvatskoj, Litvaniji i Estoniji.

[65] Za detalje o ovoj temi videti: Bajec, J. i Stanić, K. (2005), *Koliki je stvarno deficit penzionog sistema u Srbiji?,* Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 13, FREN, str. 2.

sa ciljem da opterećenje zarada bude što niže, i da ni u 2001. godini, kada je određena, nije bila dovoljna za pokrivanje obaveze već je odmah nastala potreba za transferima iz budžeta.

Što se tiče ***dopunske komponente penzijskog sistema na dobrovoljnoj osnovi***, u Srbiji je dobrovoljna štednja počela da se razvija u okviru osiguravajućih društava i na osnovu Zakona o osiguranju još 2001. godine. Formalno je ova komponenta penzijskog sistema regulisana je tek krajem 2005. Preuzet je koncept specijalizovanih penzijskih kompanija koje upravljaju penzijskim fondovima i ne bave se nijednom drugom delatnošću. Ovaj sistem reguliše i nadgleda Narodna banka Srbije. Fondovi tj. društva za upravljanje penzijskim fondovima su počela da dobijaju licence 2006. godine. Zakon propisuje maksimalnu visinu naknade (3% naknada pri uplati doprinosa i 2% naknada za upravljanje fondom).

Ovaj nivo penzijskog sistema u Srbiji tek je u povoju, sa ukupnim brojem članova od oko 155 hiljada (stanje na kraju 2008. godine), od čega je samo 65 hiljada aktivno[66].

Investicije fondova su zakonski određene/limitirane, a struktura portfolija je vrlo nepovoljna – najveći deo se investira u državne HOV i drži na računu kastodi banke. Ova struktura, kao posledica finansijske krize, dodatno se još pogoršala, tako da trenutno penzijski fondovi preko 50% svoje aktive drže na računima kastodi banke.

Na kraju, potrebno je još pomenuti i da su u periodu penzijske reforme 2001-2003. godine, po ugledu na druge zemlje u tranziciji, razmatrane mogućnosti da se reforma sistema koncipira tako da se on ne oslanja samo na tekuće finansiranje penzija kao na jedini oslonac (stub) sistema, već da se uvedu i drugi i treći stub (po terminologiji Svetske banke).

Ideja o brzom uvođenju drugog stuba je odbačena iz više razloga. U uslovima velikih nasleđenih dugova prema penzionerima i već visokog deficita u prvom stubu, najpre je procenjeno da bi tranzicioni troškovi uvođenja

[66] Pod aktivnim članom podrazumeva se onaj koji je u poslednjem mesecu posmatranog perioda imao uplatu na svoj individualni račun (NBS, Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, Izveštaj Q3 2008).

drugog stuba bili previsoki. Nije bilo prostora za finansiranje tranzicionog troška ni kroz smanjenje penzija, ni kroz povećanje doprinosa koji su već previše opterećivali zarade. Procenjeno je takođe da bi oportunitetni troškovi finansiranja tranzicionog troška iz sredstava privatizacije bili visoki, imajući u vidu brojne moguće namene.

Drugi važan razlog je svakako bila nerazvijenost finansijskih tržišta u Srbiji, i činjenica da privatni fondovi ne bi ni imali gotovo nikakav izbor za investiranje. Takođe, u tom periodu država ne samo da nije imala administrativni kapacitet za nadzor i kontrolu, već se kao važno ograničenje postavilo i pitanje nepoverenja građana da štede, čak i u bankama. Bilo je politički neprihvatljivo primoravati građane da obavezno štede u privatnim fondovima imajući u vidu iskustva sa hiperinflacijom, oduzimanjem stare devizne štednje, pljačkom kroz piramidalne šeme, što je snažno i zvanično podržala i država.

Najzad, u to vreme su se već pojavile i prve sumnje u efekte drugog stuba i prve analize nedovoljno ubedljivih prednosti njegovog uvođenja u drugim zemljama u tranziciji.

4. Model sa obaveznom individualnom štednjom u privatnim penzijskim fondovima

Ono što se u Srbiji obično smatra »receptom« za penzionu reformu je tzv. model Svetske banke sa tri stuba. Specifičnost ovog modela su obavezni privatni penzijski fondovi, koji postoje uz PAYG sistem i dobrovoljnu privatnu štednju. Komponenta obavezne individualne štednje u privatnim penzijskim fondovima često se naziva *sistemom individualnih računa*.

Iako je i sama Svetska banka revidirala ovaj model, kod nas je i dalje uvreženo mišljenje da reforma penzijskog sistema nije sprovedena s obzirom na to da ne postoje »sva tri stuba«. Stoga ćemo u ovom delu studije opisati istoriju modela i malo detaljnije neke njegove osnovne karakteristike.

Po ugledu na Čile koji je 1981. godine izvršio privatizaciju, odnosno likvidaciju javnog penzijskog fonda i zamenio ga sistemom obaveznih privatnih fundiranih fondova, Svetska banka je formulisala svoj model penzijske reforme – sistem sa *tri osnovna stuba* čije prednosti su istaknute u publikaciji »Averting the Old Age Crises« (1994)[67]. Ukratko, model se sastoji od sledećih stubova:

I stub – Javni obavezni

Obavezan, finansira se po principu tekućih prihoda i rashoda (*pay-as-you-go)*, penzija je unapred definisana (*defined-benefit*), a prihodi se obezbeđuju namenskim oporezivanjem (doprinosima) od strane države. Ovim stubom upravlja država, dakle upravljanje je *centralizovano*. Ovaj stub obezbeđuje redistributivnu funkciju – međugeneracijsku solidarnost.

[67] Videti *Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth,* The World Bank and Oxford University Press, 1994.

II stub – Obavezni privatni

Drugi stub predstavlja obaveznu štednju kojom upravljaju privatni penzioni fondovi. Upravljanje ovim stubom penzionog sistema obično je *decentralizovano* na privatne kompanije. Penzija iz drugog stuba zavisi od uplaćenih doprinosa i sposobnosti izabranog fonda da ih dodatno uvećava (*defined contribution*), a rizik snosi korisnik[68].

III stub – Dobrovoljni privatni

Treći stub predstavlja dobrovoljnu štednju kojom upravljaju privatni penzioni fondovi, i on predstavlja dopunu penzija iz prvog i drugog stuba. I kod ovog modela finansijski rizik snosi korisnik.

Na osnovu čileanskog iskustva započele su reforme i u ostalim zemljama Latinske Amerike. Publikacija »Averting the Old Age Crises« pojavila se u isto vreme kada su zemlje u Centralnoj i Istočnoj Evropi i bivšem Sovjetskom Savezu sprovodile masivne strukturne promene kako bi prilagodile svoje ekonomije i društva modelu slobodnog tržišta. Svetska banka je imala veoma aktivnu ulogu u iniciranju i finansijskoj i profesionalnoj podršci penzionih reformi u zemljama Latinske Amerike i Centralnoistočne Evrope.

Dakle, kao što se može videti u odeljku 3.2., penzione sisteme definisane baš na ovaj način ima samo mali broj zemalja u svetu, u kojima su Svetska banka i ostale međunarodne finansijske institucije imale veliku ulogu – to su zemlje Latinske Amerike i Centralnoistočne Evrope (konkretno Mađarska, Slovačka, Poljska, Estonija, Latvija, Kazahstan[69], Ukrajina, Hrvatska, Bugarska, Rumunija, Kosovo, Makedonija).

Po ugledu na druge zemlje u tranziciji, i u Srbiji su razmatrane mogućnosti i da se reforma sistema koncipira tako da se ne oslanja samo na tekuće finansiranje penzija kao na jedini oslonac (stub) sistema, već da se uvedu i drugi i treći

[68] Originalno, s obzirom na to da je PAYG apsolutno napušten, u Čileu je uveden institut garantovanog prinosa. Svetska banka originalno u sistemu tri stuba nije predvidela ovakvu zaštitu, ali su kasnije u praksi neke zemlje uvele određene garancije (u vidu garantovanog prinosa).

[69] Kazahstan je jedina zemlja pored Čilea koja je kompletno zamenila prvi PAYG stub drugim.

stub. Ideja o brzom uvođenju drugog stuba je odbačena iz više razloga, koji su pomenuti u prethodnom odeljku.

Izgleda da je ovakva opreznost bila na mestu jer je i sama Svetska banka, posle više od jedne decenije iskustva primena modela sa tri stuba u pojedinim zemljama, u svojim novijim izveštajima (2005. i 2006) postala mnogo fleksibilnija u predlaganju konkretnih rešenja[70].

Sada je glavna poruka Svetske banke da se prilikom prevazilaženja krize obaveznog državnog osiguranja mora imati u vidu specifična situacija svake zemlje. Svetska banka svoj model više ne smatra nacrtom reforme koju zemlje klijenti treba da sprovedu, već okvirom koji mora imati u vidu specifičnosti situacije u datoj zemlji, od obima i karakteristika postojećeg državnog modela, preko vladinih administrativnih kapaciteta do fiskalnih i drugih ekonomskih i socijalnih okolnosti. Još važnije i zanimljivije, Svetska banka je pokazala osetljivost na kritike iz teorijskog i empirijskog pravca, pa je relativizovala i donekle izmenila koncepcijske sugestije. Tako za zemlje u kojima postoji veliki nefundirani PAYG sistem sa visokom pokrivenošću populacije i visokim implicitnim penzijskim dugom,[71] kakva je Srbija, više nije sigurno da je dobro preći na drugi, fundirani stub. Za te zemlje, kaže se u izveštaju, »neto korist velikog pomaka prema fundiranju ne mora da bude pozitivna«[72].

Umesto modela sa tri stuba, Svetska banka predlaže model tj. okvir od *pet stubova*:

(0) ***Nulti stub***, na osnovu koga se svim građanima u starosti (na primer posle 65. godine) isplaćuje osnovna ili socijalna penzija (u visini od, na primer, 20-25% prosečne zarade);

(I) ***Prvi stub,*** kao obavezni državni penzioni fond koji se finansira na uobičajen način putem doprinosa i tekućeg finansiranja;

[70] Bajec, J., *Model Svetske banke – Tri ili pet stubova,* Biznis i finansije.

[71] Implicitni penzijski dug predstavlja zbir obaveza države (i njenog penzijskog fonda) prema aktivnim osiguranicima za penzijska prava koja su oni već stekli (godine radnog staža i uplate doprinosa) i prema penzionerima za penzije koje treba da prime do kraja života.

[72] Old Age Income Support in the 21st Century, The World Bank, 2005, str. 50.

(II) ***Drugi stub,*** kao obaveznu štednju u privatnim penziskim fondovima;

(III) ***Treći stub,*** koji obuhvata dobrovoljne privatne penzijske fondove i koji uključuje individualnu štednju i penzijske planove;

(IV) ***Četvrti,*** odnosno, peti stub, kojima se u različitim oblicima obezbeđuje dodatna socijalna pomoć starima i drugi oblici pomoći starima koji su posebno ugroženi.

Dakle, Svetska banka je revidirala svoj osnovni/polazni model sa tri stuba na *sistem sa pet stubova*. Međutim, ona ne smatra da umesto tri stuba sada svi treba da primene pet stubova, već da svaka zemlja, u skladu sa svojim specifičnostima, treba da bira za sebe najpovoljnije rešenje bez obzira na broj stubova.

U nastavku teksta objasnićemo neke od osnovnih elemenata tzv. II stuba i specifičnosti vezane za njegovo uvođenje.

4.1. Unapred definisani doprinos

U svakoj privatnoj penzijskoj šemi postoje dve potpuno odvojene faze – faza akumulacija (*accummulation phase*) i faza isplate (*payout phase*). Ishod penzijske šeme, tj. visina penzije, zavisi od ishoda u obe ove faze.

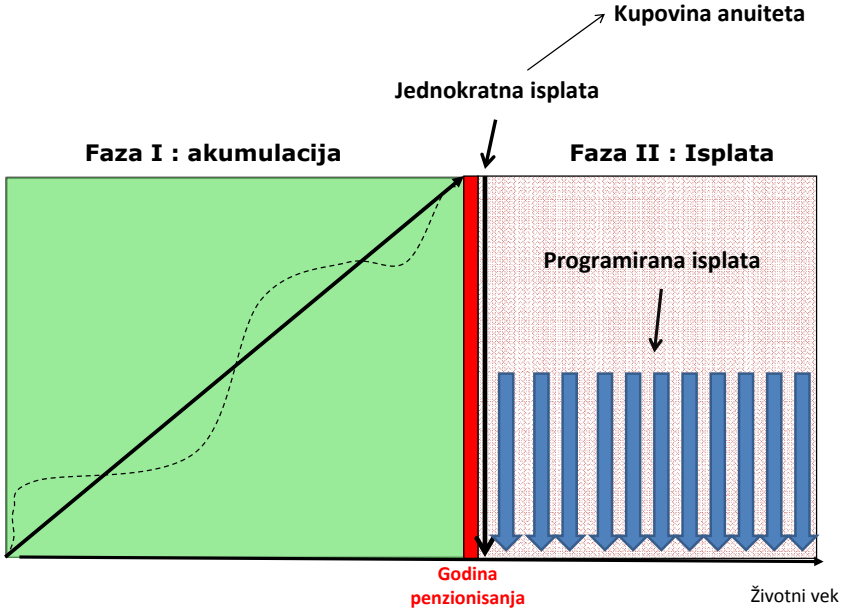
U sistemu sa definisanim doprinosom ove dve faze su potpuno razdvojene. Tokom faze akumulacije član fonda uplaćuje unapred određeni/definisani doprinos. Ta sredstva se investiraju i zajedno sa prinosom akumuliraju na individualnom računu člana. Visina penzijske naknade zavisiće od **visine uplaćenih doprinosa, prinosa na uplaćena sredstva/doprinose i visine troškova fonda**. Dakle, finansijski rizik tj. rizik investiranja snosi član fonda.

Ovo je praktično i najznačajnija razlika između sistema unapred definisanog doprinosa u odnosu na sistem unapred definisane naknade, gde rizik snosi sponzor penzijskog plana (država ili poslodavac kod penzijskih planova po zaposlenju). Dakle, masovnim prelaskom sa DB na DC šeme rizik se praktično

ne eliminiše, već se jednostavno prebacuje sa sponzora penzijskog plana na individualnog korisnika.

Posledice potpunog »prebacivanja« finansijskog rizika na pojedinca mogu da budu vrlo dramatične, što je posebno evidentno imajući u vidu trenutnu finansijsku krizu. Stoga nije neuobičajeno da država preuzme i deo rizika na sebe u vidu garantovane minimalne penzije ili garantovanog minimalnog prinosa (tabela br. 4-1).

Figura 4-1 **Ciklus penzijske šeme sa unapred definisanim doprinosom**



Nakon faze akumulacije – kada član fonda stekne uslove za povlačenje penzije - nastupa faza isplate akumuliranih sredstava. Većina zemalja koje su uvele privatne penzijske fondove fokusirala se na fazu akumulacije zato što je faza isplate kompleksnija, a u vreme uvođenja privatnih fondova praktično i nema korisnika. Stoga se sva pažnja usmerava na to da faza akumulacija bude administrativno efikasna i dobro regulisana. »Međutim, za uspešan dizajn

penzijskog sistema faza isplate takođe mora da bude dobro organizovana i efikasna«[73]. Kako su individualni računi u većini zemalja relativno nova pojava, i veoma mali broj zapravo isplaćuje penzije, kreatori politike, preciznije kreatori penzijskih šema, tek će se suočiti sa vrlo ozbiljnim izazovima vezanim za fazu isplate koja može da bude izuzetno kompleksna.[74]

Postoje tri osnovne opcije za povlačenje akumuliranih sredstava u fazi isplate: jednokratna isplata, programirana isplata i kupovina anuiteta. Moguća je i kombinacija ovih opcija.

Izbor između ovih opcija praktično se svodi na izbor između fleksibilnosti i osiguranja od dugovečnosti. Jedino anuiteti osiguravaju od dugovečnosti, a i miopije (što su glavni argumenti za obavezno penzijsko osiguranje), dok su jednokratna i programirana isplata vrlo fleksibilni, ali ne pružaju nikakvo osiguranje.

Faza isplate kod sistema definisanih doprinosa koja se zasniva na kupovini anuiteta ima dodirnih tačaka sa sistemom unapred definisanih naknada. Pri kupovini anuiteta, rizik se sa individualnog korisnika prebacuje na osiguravajuću kompaniju. Postoje različiti načini kupovine anuiteta – jedan način je uplata akumuliranih sredstava odjednom (*single premium lump-sum*); druga je postepena kupovina anuiteta tokom radnog veka ili jednokratna kupovina, ali se isplata odlaže za kasnije (*deffered annuities*). »Sistem unapred definisane naknade na neki način može da se posmatra i kao primer postepene akumulacije anuiteta«[75]. Kod sistema sa unapred definisanim doprinosom anuitet se kupuje uplatom odjednom.

Tržište anuiteta ima mnogo problema i na strani ponude i na strani tražnje. Ono je vrlo skupo čak i u razvijenim privredama. U nerazvijenim zemljama tržišta anuiteta su posebno problematična tj. nerazvijena.

[73] James, E., Vittas, D., T*he Decumulation (Payout) Phase of Defined Contribution (DC) Pillars: Policy Issues in the Provision of Annuities and Other Benefits*, World Bank Policy Research Working Paper No. 2464, World Bank, 1999.

[74] Murthi, M., Orszag, J. M. and Orsayag, P. R. (1999), *Administrative costs under a decentralized approach to indidividual accounts: lessons from the United Kingdom*, Discussion Paper, Birkbeck College, London.

[75] Brown, J., Mitchell, O., Poterba, J. and Warshawsky, M. (2001), *The Role of Annuity Markets in Financing Retirement*, MIT Press.

Tabela br. 4 1 **Zakonske obaveze za privatne obavezne Privatne DC penzijske šeme**

	Minimalan garantovan prinos
Evropa	
Bugarska	✓
Hrvatska	✓
Estonija	×
Mađarska	✓
Letonija	..
Litvanija	..
Poljska	✓
Rumunija	✓
Slovačka	...
Švajcarska	✓
Latinska Amerika i Karibi	
Argentina	✓
Bermuda	×
Bolivija	×
Čile	✓
Kolumbija	✓
Kostarika	×
Dominikanska Republika	✓
El Salvador	✓
Meksiko	✓
Peru	✓
Urugvaj	✓
Azija i Pacifik	
Australija	×
Hong Kong, Kina	×
Kazahstan	✓

Izvor: Complementary and Private Pensions throughout the World, OECD/ISSA/IOPS, 2008

NAPOMENA: Oznaka × znači da nema zakonskih obaveza, dok oznaka »... « znači da nema podatka.

Kada je u pitanju dizajn ove faze, postoji dakle veliki broj dilema: Da li anuiteti treba da budu obavezni? Ko sve može da nudi anuitete (da li pravno odvojeni entitet ili kompanije životnog osiguranja)? Da li i kako anuiteti treba da budu indeksirani (nominalni vs realni anuiteti)? Da li treba koristiti jedinstvene životne tablice itd.

Ovo su pitanja na koja se još uvek čekaju dobra ili najbolja rešenja iz prakse[76].

4.2. Organizacija sistema

Pri organizaciji sistema individualnih računa, prvo pitanje koje se može postaviti glasi ko će da upravlja sistemom. Suštinski se izbor svodi na – državna institucija/agencija vs. privatne kompanije. Ovo pitanje je u direktnoj vezi sa dilemom centralizovano vs. decentralizovano upravljanje, gde se obično centralizacija vezuje za državnu instituciju, a decentralizacija za privatne kompanije, iako postoji mogućnost i centralizovanog upravljanja u kombinaciji sa privatnom agencijom.

Sledeće važno pitanje vezano je za privatne kompanije – da li to treba da budu finansijske institucije specijalizovane isključivo za upravljanje penzijskim individualnim računima, ili to mogu biti i neke druge, postojeće, finansijske institucije.

Većina Latinoameričkih i Centralnoistočnoevropskih zemalja koje su reformisale sistem pod vođstvom Svetske banke uvela je model sa otvorenim specijalizovanim fondovima, uz centralizovano ili decentralizovano prikupljanje doprinosa i evidenciju. Ovakav model se pokazao relativno skupim.[77]

[76] Holzman, R. and Hinz, R. (2005), *Old-Age Income Support in the 21st Century,* The World Bank, str. 114.

[77] Rutkowski, *M., Key issues in debates on modern pension systems*, World Bank.

Centralizovano vs. decentralizovano upravljanje

U procesu upravljanja individualnim računima razlikujemo sledeće funkcije:

- Prikupljanje doprinosa;
- Evidencija;
- Informisanje i marketing;
- Investiranje;
- Isplata penzija.

Dilema centralizovano vs. decentralizovano može se odnositi na svaku pojedinačnu funkciju odvojeno, dakle upravljanje sistemom individualnih računa može biti potpuno ili delimično privatizovano. Uglavnom se pitanje centralizacije/decentralizacije postavlja kada su u pitanju funkcije prikupljanja doprinosa i evidencije individualnih računa, dok su investiranje i isplata penzija po pravilu poverene privatnim kompanijama, barem kad su u pitanju zemlje koje su individualne račune uvele pod vođstvom Svetske banke.

Glavni argument za centralizaciju prikupljanja doprinosa i evidencije je smanjenje troškova i bolja kontrola prikupljanja doprinosa.

Glavni argument za decentralizaciju je veći izbor za korisnika. Decentralizovano prikupljanje doprinosa i evidencije mnogo je brži model za implementaciju, što je verovatno i bio glavni razlog zašto su neke zemlje odabrale takav model (npr. Mađarska). Međutim, ovakav model je vrlo komplikovan za poslodavca. Umesto da poreze i doprinose uplaćuje jednoj ili eventualno dvema institucijama (poreska uprava i agencija za socijalno osiguranje), poslodavci moraju da uplaćuju doprinose na veći broj adresa – penzijskih fondova[78]. Decentralizacija dovodi i do većih troškova jer se gube efekti ekonomije obima.

Zanimljiv je specifičan primer upravljanja Premijum penzijom u Švedskoj. U Švedskoj su sve funkcije sem investiranja, uključujući i isplatu anuiteta, centralizovane i poverene državnoj agenciji PPM.

Centralizovano upravljanje omogućava korišćenje ekonomije obima što smanjuje troškove, a marketinški troškovi privatnih finansijskih institucija

[78] Holzman, R. and Hinz, R. (2005), *Old-Age Income Support in the 21st Century,* The World Bank, str. 118.

Tabela br. 4-2 **Centralizovano vs. decentralizovano upravljanje prikupljanjem doprinosa i evidencijom individualnih računa**

	Prikupljanje doprinosa		Evidencija	
Zemlja	Centralizovano vs. Decentralizovano	Ko prikuplja	Centralizovano vs. Decentralizovano	Ko evidentira
Zemlje Latinske Amerike				
Argentina	Centralizovano	Federal Administration of Public Income (AFIP)	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Bolivija	Decentralizovano	Penzijske kompanije	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Kolumbija	Centralizovano	Banke i informacioni operateri	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Čile	Decentralizovano	Penzijske kompanije	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Kostarika	Centralizovano	Social Security Institution (CCSS)	Centralizovano	Social Security Institution (CCSS)
Salvador	Decentralizovano	Penzijske kompanije	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Meksiko	Centralizovano	Mexican Social Security Institute	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Peru	Decentralizovano	Penzijske kompanije	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Urugvaj	Centralizovano	Social Security Bank (BPS)	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Zemlje Centralnoistočne Evrope				
Bugarska	Centralizovano	National Revenue Agency (NRA	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Estonija	Centralizovano	Central Registrar for Securities (CRS)	Centralizovano	Central Registrar for Securities (CRS)
Mađarska	Decentralizovano	Penzijske kompanije	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Kazahstan	Centralizovano	State Pension Payment Center (SPPC)	Centralizovano	State Pension Payment Center (SPPC)
Letonija	Centralizovano	State Social Insurance Agency (SSIA).	Centralizovano	State Social Insurance Agency (SSIA).
Poljska	Centralizovano	Social Security Institution	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Slovačka	Centralizovano	Social Administration Agency (Socialna Poistovna)	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Zemlje OECD-a				
Australija	Decentralizovano	Penzijske kompanije	Decentralizovano	Penzijske kompanije
Švedska	Centralizovano	Premium Pension Authority (PPM)	Centralizovano	Premium Pension Authority (PPM)

Izvor: Tapia, W. and Yermo, J. (2008).

su potpuno izbegnuti tzv. »slepim računima«. PPM je posrednik između zaposlenih koji uplaćuju doprinose i finansijskih institucija, tako da finansijske institucije znaju samo ukupnu sumu doprinosa koju PPM investira kod njih, a ne znaju tačno ko su konkretni »investitori«. PPM takođe obračunava i isplaćuje anuitete.

Ovaj centralizovani sistem upravljanja, a posebno princip »slepih računa«, omogućava uštede i ekonomiju obima i u fazi investiranja. PPM se pojavljuje kod finansijskih institucija kao veliki investitor, što joj daje mogućnost da dobije popust u vidu diskonta na uobičajenu naknadu za investiranje, tako da troškovi investiranja iznose u proseku oko 0,4% ukupnih sredstava. U Švedskoj se i ovo smatra prilično visokim troškovima, i radi se na njihovom daljnjem smanjenju.

Što se tiče naknade za administriranje, zanimljivo je da PPM, iako značajno jeftiniji nego što bi to bio slučaj da privatne kompanije upravljanju sistemom, nije napravio uštedu kakva se mogla očekivati. PPM naplaćuje proviziju od 0,3% sredstava (u 2008. 0,2%), što je zapravo visoko ukoliko se uporedi sa nekim relativno sličnim šemama. Tako na primer troškovi administriranja američkog penzijskog plana za državnu upravu (*Thrift Savings Plan*) iznose samo 0,1% ukupnih sredstava[79]. Međutim, verovatno se previđa činjenica da PPM u okviru ove naknade vrši i isplatu anuiteta, tako da je ušteda mnogo veća nego što se to na prvi pogled čini.

Tip privatnih finansijskih institucija

Sve zemlje koje su sprovele reformu pod okriljem Svetske banke opredelile su se za koncept specijalizovanih penzijskih fondova i penzijskih kompanija koje njima upravljaju i ne bave se nijednom drugom delatnošću.

Osnovna prednost ovih specijalizovanih institucija je u tome da ih je moguće efektivno nagledati od strane nezavisne nadzorne institucije[80].
Međutim, troškovi poslovanja specijalizovanih fondova su viši nego što bi

[79] Sunden, A. (2004), *HOW DO INDIVIDUAL ACCOUNTS WORK IN THE SWEDISH PENSION SYSTEM?*, An issue in brief no. 22, Center for Retirement Research at Boston College.

[80] Holzman, R. and Hinz, R. (2005), *Old-Age Income Support in the 21st Century*, The World Bank.

to bio slučaj sa finansijskim institucijama kao što su banke i osiguravajuće kompanije koje se bave i drugim finansijskim uslugama, i na taj način bi mogli da koriste sinergetske efekte. Takođe, u slučaju kada individualni računi nisu obavezni već postoje samo na dobrovoljnoj osnovi, kao što je npr. slučaj u Srbiji, ovakve institucije imaju mnogo manje potencijala za privlačenje korisnika nego što bi to imale banke i osiguravajuće kompanije, sa svojom već postojećom prodajnom mrežom i kontaktom sa klijentima. U tom slučaju, troškovi specijalizovanih fondova postaju još viši.

U Švedskoj, koju uzimamo kao primer specifičnog i drugačijeg upravljanja sistemom individualnih računa, svim finansijskim institucijama bilo je dozvoljeno da se uključe (naravno uz licencu), ali se nije išlo na specijalne institucije koje će se baviti investiranjem penzijskih doprinosa koji potiču iz obavezne fundirane komponente (*Premium Pension*). Na taj način je omogućen izuzetno, čak i preterano veliki izbor finansiskih institucija (preko 700), koje korisnici mogu da biraju, a pored toga je osnovan i državni tzv. *Default fund* za one koji ne žele da povere sredstva privatnim kompanijama ili ne žele da biraju. Međutim, ovako veliki broj mogućnosti veoma je zakomplikovao izbor prosečnom korisniku. Samo prve 2-3 godine korisnici su aktivno birali fondove, da bi od 2003. godine više od 90% novih korisnika biralo državni »default« fond.

4.3. Administrativni troškovi i naknade

Kao što je objašnjeno u odeljku 4.1., u sistemu tzv. individualnih računa, visina penzije zavisi ne samo od visine uplaćenih doprinosa i investicionih prinosa, već i od troškova koje privatne kompanije naplaćuju za svoje usluge upravljanja fondom.

Ove troškove je prilično komplikovano meriti kao i sagledati njihov efekat na penziju. U isto vreme, oni mogu vrlo značajno da smanje potencijalnu penziju. Zato smatramo da je važno pojasniti koji sve troškovi i naknade postoje i kakav je njihov uticaj na buduću penziju.

Ovo je posebno važno ako se ima u vidu specifičnost tržišta privatnih penzijskih institucija. »Iako bi bilo normalno za očekivanje da konkurencija

smanjuje troškove, tržište penzijskih individualnih računa se ponaša na kontraintuitivan način. Konkurencija zapravo povećava marketinške troškove i troškove prodaje jer je to način za pridobijanje klijenata. Kako članovi vrlo slabo reaguju na visinu naknada, tržišta koja na prvi pogled deluju kao vrlo konkurentna, sa mnogo igrača, praktično imaju vrlo loše performanse po pitanju naknada«[81].

Administrativni troškovi odnose se na osnovne funkcije vezane za organizaciju i upravljanje obaveznim privatnim penzijskim fondovima: prikupljanje doprinosa i administracija individualnih računa, investiranje imovine fonda i isplate naknada. Za sve tri funkcije mogu biti vezani i marketinški troškovi[82].

Troškovi upravljanja individualnim računima umnogome zavise od organizacije sistema – centralizovani vs. decentralizovani model, o čemu je više bilo reči u prethodnom odeljku.

Pored troškova privatnih fondova ne treba zaboraviti i troškove države u vezi sa supervizijom i regulacijom. Kod decentralizacije postoji i trošak poslodavca koji se ne vidi.

I ovde je važno razlikovati fazu akumulacije i fazu povlačenja sredstava tj. fazu isplate. Pri tom, troškovi u fazi isplate razlikuju se od načina isplate – da li je u pitanju jednokratna isplata, programirana isplata ili anuitet. Posebni troškovi se naplaćuju u fazi isplate ukoliko se radi o kupovini anuiteta. Kao što smo već pomenuli u odeljku 3, faza isplate obično nije u fokusu zemalja koje su uvele privatne penzijske fondove. »Penzijska reforma se obično fokusira na fazu akumulacije, dok faza isplate deluje kao daleka budućnost«.[83] U ovoj Studiji analiziramo naknade u fazi akumulacije.

[81] Tapia, W. and Yermo, J. (2008), *Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison,* OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 27, OECD.

[82] Bateman, H., Kingston, G. and Piggott, J. (2001), *Forced Saving: Mandatory Private Retirement Provision,* Cambridge University Press.

[83] James, E. and Vittas, D. (1999), *Annuitiy markets in comparative perspective: do consumers get their money's worth?,* World Bank Policy Research Working Paper No. WPS 2493.

Naknade u fazi akumulacije

Naknade kompanija koje upravljaju fondovima mogu da reflektuju troškove upravljanja u skladu sa funkcijom. U tom smislu postoji nekoliko tipova naknada.

Naknade na ulazu (*up-front fee*) reflektuju troškove prve funkcije upravljanja – prikupljanje doprinosa i administracije individualnih računa. Ove naknade mogu da budu u formi jednokratne uplate za otvaranje računa i/ili tekuće naknade prilikom uplate doprinosa, koja je obično iskazana kao procenat uplaćenih doprinosa, a koja reflektuje tekuće troškove prikupljanja doprinosa i administriranja individualnog računa.

Naknada za upravljanje fondom (*asset under management fee*) reflektuje funkciju upravljanja tj. investiranja imovine fonda i iskazuje se kao procenat ukupne imovine fonda.

U nekim zemljama postoje i naknade na prinos (*fees on returns*).

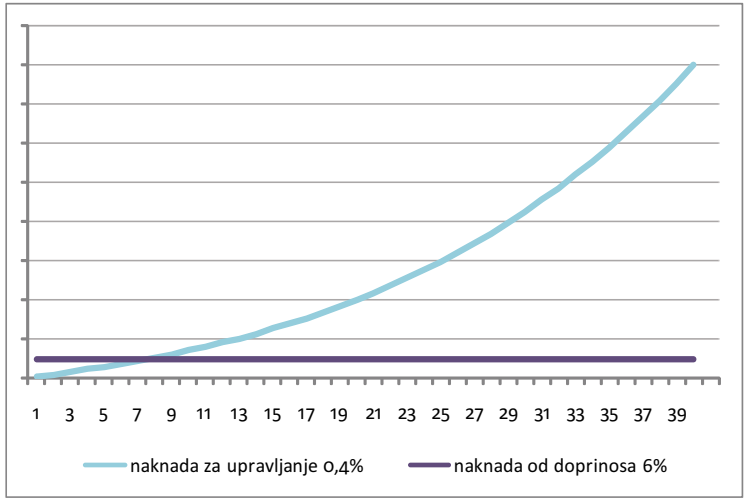
Izlazna naknada (*exit fee*) reflektuje povlačenje sredstava iz fonda i obično se iskazuje kao procenat ukupnih akumuliranih sredstava. Ovo je završni deo faze akumulacije.

Dakle, postoje jednokratne naknade (*one-off fees*) u koje spadaju ulazne (*upfront fee*) i izlazne (*exit fee*) naknade, i sa druge strane tekuće naknade (*ongoing fees*) u koje spadaju naknade prilikom uplate doprinosa (*contribution fee*) i naknade za upravljanje fondom (*asset under managment fee*)[84].

U praksi ovako iskazane naknade ne moraju tačno da reflektuju troškove po funkcijama upravljanja fondom. Međutim, postojanje različitih tipova naknada iskazanih u odnosu na različite osnovice značajno komplikuje analizu i razumevanje visine troškova, pre svega zbog toga što je visina naknade iskazane kao procenat visine doprinosa i ukupnih sredstava potpuno različita. Osim toga, sama naknada za upravljanje iskazana kao procenat od ukupnih sredstava fonda unosi priličnu zabunu jer deluje mnogo niže nego što zapravo jeste.

[84] Whitehouse, E. (2001), *Administrative charges for funded pensions: comparison and assessment of 13 countries,* Insurance and private pensions compendium for emerging economies, OECD.

Figura br. 4-2 **Visina naknade za upravljanje i naknade od uplate doprinosa tokom godina akumulacije**



NAPOMENA: Naknada za upravljanje iskazana je kao procenat ukupne imovine fonda. Ulazna naknada je iskazana kao procenat ulaznih doprinosa. Rast zarada iznosi 3% godišnje, bruto prinos fonda iznosi 5%[85]. Pretpostavke o rastu zarada i prinosa preuzete su od Whitehousea (2001).

Da bismo ovo ilustrovali, koristimo primer u kome visina naknade od uplate doprinosa iznosi 6% doprinosa, a naknada za upravljanje 0,4% imovine. Na prvi pogled visina naknade od uplate doprinosa je visoka, ali naknada za upravljanje fondom deluje sasvim prihvatljivo. Međutim, svaka naknada koja se obračunava na ukupna sredstva, čak i kada je samo deo procenta, zapravo je izuzetno visoka.

Ovaj primer (figura br. 4-2) odabran je da bi se jasnije ilustrovala priroda naknada – naknade od uplate doprinosa su više u početnim godinama rada fonda (*front-loaded*), dok su naknade za upravljanje – iskazane kao procenat

[85] Ne bi bilo mnogo razlike ni ukoliko bismo pretpostavili da nema rasta zarada – tada bi naknada od uplaćenih doprinosa u apsolutnom iznosu bila konstantna veličina, a naknada za upravljanje bila bi nešto niža u apsolutnom iznosu, ali viša u relativnom (od ukupno uplaćenih doprinosa).

imovine fonda – protekom vremena sve više i više (*back-loaded*)[86]. U našem primeru, u prvih 13 godina naknade po osnovu uplaćenih doprinosa su više od naknade za upravljanje, ali se nakon toga ovaj odnos značajno menja. U slučaju nešto veće stope za upravljanje, samo nekoliko početnih godina je naknada po osnovu uplaćenih doprinosa glavni izvor prihoda kompanija za upravljanje fondom.

Dakle priroda naknada je takva da je transparentnost naknada i njihov uticaj na buduću penziju, koji je vrlo značajan, na izuzetno niskom nivou. Komparacija naknada zahteva standardizovanu meru. Ukoliko sve naknade nisu iskazane kao procenat doprinosa, imovine fonda ili neke druge osnove, vrlo je teško steći osećaj njihove visine[87].

U literaturi se obično koriste tri mere – stopa smanjenja prinosa, udeo naknada i stopa smanjenja doprinosa[88]:

Stopa smanjenja prinosa (*reduction in yield*) – sve naknade iskazane su u odnosu na sredstva fonda tj. kao naknade za upravljanje (*assets-based*). Ova mera pokazuje razliku između bruto i neto prinosa tj. koliki bi bio prinos na sredstva člana fonda da nema naknada.

Stopa smanjenja doprinosa (*reduction in premium*) – sve naknade su iskazane kao naknade od uplate doprinosa. Ona pokazuje koliko ukupno iznose sve naknade, uključujući i naknade koje su iskazane u procentu od imovine fonda, ukoliko bi bile iskazane kao procenat doprinosa.

Racio naknada (*charge ratio*) – mera uticaja svih tipova naknada na konačno stanje na individualnom računu u poređenju sa hipotetičkim stanjem koje bi bilo ostvareno kada se uopšte ne bi plaćale naknade kompanijama za upravljanje fondovima[89]. Ovaj pokazatelj se vrlo često koristi u literaturi.

[86] Whitehouse, E., *Administrative charges for funded pensions: comparison and assessment of 13 countries,* Insurance and private pensions compendium for emerging economies, OECD, 2001.

[87] Bateman, H., Kingston, G. and Pitggot, J. (2001), *Administrative costs and charges,* Chapter 7 in Bateman, H., Kingston, G. and Piggott, J. *Forced Saving: Mandatory Private Retirement Provision,* Cambridge University Press, 2001.

[88] Whitehouse (2001) navodi i četvrtu meru - MP1, koju nismo smatrali važnom za svoju analizu.

[89] Tapia, W. and Yermo, J. (2008), *Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison,* OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 27, OECD

Tabela br. 4-3 **Uticaj naknada na visinu penzije i stopu prinosa**

Visina naknade	Racio naknada	Stopa smanjenja prinosa
Naknada pri uplati doprinosa		
1%	1%	0,02%
2%	2%	0,09%
3%	3%	0,14%
4,5%	4,5%	0,20%
5%	5%	0,23%
7%	7%	0,32%
Naknada za upravljanje fondom		
0,1%	2,3%	0,1%
0,2%	4,5%	0,2%
0,5%	10,8%	0,5%
1%	20,1%	1,0%
2%	35,5%	2,0%
3%	47,3%	3,0%

NAPOMENA: Pretpostavljen je rast zarada od 3% i 5% stopa prinosa. U slučaju nižeg rasta zarada i/ili više stope prinosa, bio bi veći racio naknade. Period uplate je 40 godina.

Racio naknada je senzitivan na pretpostavke. Što je viša stopa prinosa u odnosu na stopu rasta zarada, to je i racio naknada viši. Visina racija naknade raste sa višim prinosom. Što je veći prinos, ili još preciznije – što je veća razlika između rasta zarada i prinosa, to je viši racio naknada. Ovo je nedostatak racija naknade kao mere, s obzirom na to da pokazuje da je član fonda u lošijoj poziciji, kad je on suštinski u boljoj, jer ima više sredstava na računu[90]. Međutim, iako je u slučaju više stope prinosa član fonda u boljoj situaciji, racio naknada je koristan jer pokazuje koliko je potencijalno mogao da bude u još boljoj situaciji kada ne bi bilo naknada.

Tabela br. 4-4 **Racio naknada i stopa smanjenja prinosa za kombinaciju 3% naknada na doprinose i 2%naknada za upravljanje**

naknada na doprinose	naknada od sredstava	racio naknada	smanjenje prinosa
3%	2%	39,3%	2,15%

NAPOMENA: Pretpostavke - rast zarada 3%, prinos 5%, 40 godina uplat
*maksimalne visine naknada dozvoljene Zakonom o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima u Srbiji.

[90] Whitehouse, E., *Administrative charges for funded pensions: comparison and assessment of 13 countries,* Insurance and private pensions compendium for emerging economies, OECD, 2001.

Naknade za upravljanje koje se naplaćuju kao procenat od imovine fonda su dakle one koje najviše mogu zbuniti korisnike. Takođe, one se naplaćuju iz imovine fonda (tj. sa indvidualnog računa člana fonda) i u periodima nezaposlenosti i u periodima negativnih prinosa, što dovodi do čistog gubitka sredstava za člana fonda.

Dosadašnja iskustva

Fundirani individualni računi pokazali su se kao vrlo skupi. Jednostavno rečeno, provizije i troškovi penziskih društava (troškovi prodaje i marketinga, administrativni troškovi) i godišnji troškovi upravljanja novčanim sredstvima »pojedu« veliki deo ukupno uplaćenih i kroz prinos uvećanih sredstava.

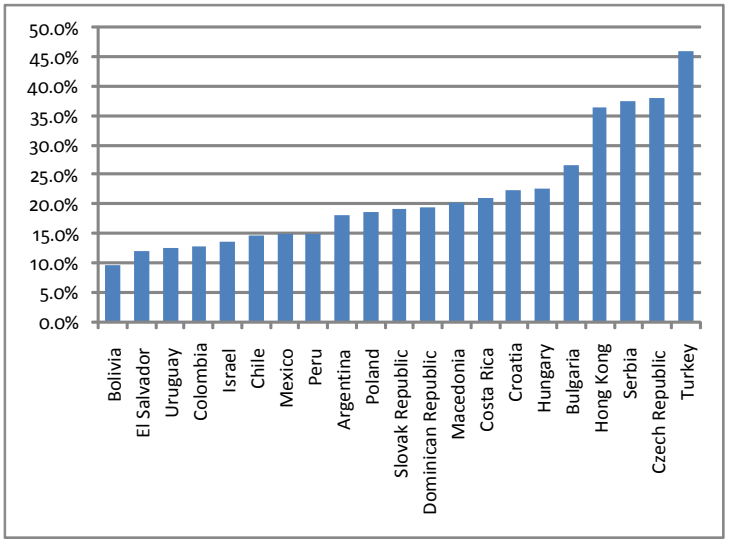
Ovde, dakle, imamo dva problema. Prvi je sama visina troškova. Ovakav sistem je skup, posebno ako je decentralizovan, jer se gubi efekat ekonomije obima. Specijalizovane institucije, koje se preporučuju pre svega zbog lakšeg nadzora, takođe poskupljuju sistem. Zatim, ovo tržište se vrlo specifično ponaša – konkurencija troškove povećava umesto da ih smanjuje.

Drugi problem je pitanje da li naknade stvarno odražavaju troškove. Tržište penzijskih fondova obično karakteriše oligopolska struktura.
U praksi se i pokazuje da su administrativni troškovi izuzetno visoki i da značajno smanjuju potencijalne penzije, čak i u razvijenim zemljama. Tako su npr. Murthi, Orszag i Orszag našli da »između 40 i 45 procenata vrednosti sa individualnih računa je potrošeno na različite troškove i naknade« [91].

Visina administrativnih troškova veoma varira, kako u zavisnosti od zemlje, tako i prema odlikama institucionalnih aranžmana. U isto vreme, komparacija je otežana zbog prirode naknada. U jednom novijem radu autori su izračunali racio nakade uzimajući u obzir naknade svakog konkretnog fonda. Iako su u analizi uzeti i dobrovoljni fondovi, koji po pravilu imaju više naknade, ipak možemo da zaključimo da se naknade veoma razlikuju po zemljama, i da su generalno prilično visoke.

[91] Murthi, M., Orszag, J.M and Orsayag, P.R. (1999), *Administrative costs under a decentralized approach to indidividual accounts: lessons from the United Kingdom,* Discussion Paper, Birkbeck College, London.

Figura br. 4-3 **Racio naknada (*charge ratio*)**



Izvor: Hernandez i Stewart (2008).

Sniženje troškova može da se reši drugačijom organizacijom sistema. Ovo može da se reguliše državnom klirinškom kućom i uvođenjem »slepih računa«.

Takođe, visina naknada može da se kontroliše putem zakonski propisanih limita, ili kao u Švedskoj – »slepim računima«, koji daju državnoj klirinškoj kući pregovaračku moć za sniženje naknada fondova.

Međutim, to uslovno rečeno dovodi u pitanje privatno upravljanje individualnim računima. Ako je jedan od argumenata privatnog upravljanja izbegavanje korumpirane države u upravljanju penzijskim sistemom, onda se postavlja pitanje da li toj istoj državi možemo verovati da će propisati adekvatne limite na naknade, naročito pod pritiskom krupnog kapitala, kakav su penzioni fondovi.

4.4. Investiciona strategija i rizici

Glavni argument za uvođenje fundiranih šema u odnosu na PAYG je taj da je prinos na hartije od vrednosti viši od rasta zarada. Ovo se praktično svodi na manjak potrebnog kapitala u odnosu na radnu snagu. Pod pretpostavkom da će se dosadašnji trendovi nastaviti i u budućnosti, o čemu će takođe biti reči u *odeljku 6.*, ovo je praktično jedna od glavnih prednosti fundiranih šema.

Međutim, investiranje u hartije od vrednosti podrazumeva finansijski rizik, koji u sistemu individualnih računa snosi korisnik. Zato je jedno od bitnih načela investiranja penzijskih fondova sigurnost.

Dakle, investiranje se vrši sa ciljem povećanja ukupnog prinosa, ali u skladu sa osnovnim principima investicione aktivnosti[92]:

- *Sigurnost portfolija* – najveći deo portfolija trebalo bi da se sastoji od sigurnijih oblika aktive, što podrazumeva ulaganje u nisko rizične HOV i HOV sa visokom kreditnim rejtingom;
- *Diverzifikacija portfolija* – poželjno je ulaganje u što veći broj različitih HOV.
- *Likvidnost portfolija* – portfolio se mora sastojati iz HOV koje se mogu brzo i efikasno kupiti i prodati po relativno stabilnoj ceni.

Da bi se osiguralo što sigurnije investiranje, uvode se posebna *zakonska ograničenja za investiranje* – limiti, ili se primenjuje tzv. *pravilo opreznosti*.

Svetska banka snažno sugeriše investicione limite[93]. U većini zemalja, posebno u zemljama u razvoju, postoji propisani maksimalni deo imovine fonda koji se može investirati u HOV jednog emitenta. Sa druge strane, ova ograničenja izazivaju probleme na manje razvijenim tržištima, gde usled malog broja investicionih alternativa koje zadovoljavaju regulatorne uslove,

[92] Ovo su generalni principi poslovanja penzijskih fondova koji su naglašeni u Zakonu o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, Službeni glasnik RS, br. 85/2005.

[93] Holzman, R. and Hinz, R. (2005), *Old-Age Income Support in the 21st Century,* The World Bank, str. 129.

penzioni fondovi brzo dostižu zadate limite. Visoka koncentracija njihove tražnje nosi rizik od stvaranja cenovnih balona.[94]

Što se tiče *pravila opreznosti*, ovo je glavna zakonska zaštita članova penzijskih fondova u oko 1/3 OECD zemalja.[95]

Penzijski fondovi moraju da nađu balans između investiranja u sigurne tj. što manje rizične hartije od vrednosti, a da u isto vreme ostvaruju što više neto prinose (neto, bez naknada), najmanje u visini realnog rasta zarada, da bi uvođenje fundiranog sistema uopšte imalo smisla. »Regulacija mora da štiti od prevelikog tržišnog rizika, ali u isto vreme mora da omogući učesnicima da ostvare potencijalni viši prinos, dakle da suviše ne ograniči portfolio menadžere«[96].

Ovo generalno nije jednostavan zadatak. Osnovni razlog za brigu je taj što akcije istorijski pokazuju značajno više stope prinosa nego obveznice, ali su one u isto vreme i volatilnije. Tačno je da su penzije dugoročna investicija te da veći deo te volatilnosti na dugi rok bude »ispeglan«, ali na kratak rok finansijska kriza može imati razarajući efekat na penzijske fondove, posebno na članove koji treba da se penzionišu u periodu krize. Poseban je problem stavljanje u potpuno nejednake pozicije nekog ko se, na primer, penzioniše u godini pre kraha berze i ostvari adekvatnu penziju, dok osoba koja je doprinosila isto ili možda i više, može praktično da ostane bez penzije ako treba da se penzioniše u godini finansijskog kraha. Sve to utiče na neizvesnost u vezi sa iznosima penzija. Jedan od načina da se ovaj problem donekle ublaži jeste primena investicione strategije u skladu sa životnim ciklusom (*life-cycle investment strategy*). Međutim, ova investiciona strategija još uvek nije zaživela.

Pored ovog problema, postoji problem investicionih mogućnosti uopšte. To ilustruju naredne dve tabele. U zemljama u kojima je finansijski sistem zasnovan na bankama, značajno je učešće kredita. Učešće realne imovine relativno je malo.

[94] Detaljnije u: Roldos, J. E., *Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets,* Working Paper, International Monetary Fund, 2004, str. 9.

[95] World Bank Pension Reform Primer: *Portfolio Limits.*

[96] Nickel, C. and Almenberg, J. (2006), *Ageing, pension reforms and capital market development in transition countries,* EBRD

Tabela br. 4-5 **Struktura portfolija penzionih fondova u razvijenim zemljama, 1998. (u % aktive)**

	Gotovina	Krediti	Obveznice	Akcije	Realna imovina	Inostrana
Velika Britanija	4	0	14	52	3	18
SAD	4	1	21	53	0	11
Nemačka	0	33	43	10	7	7
Japan	5	14	34	23	0	18
Kanada	5	3	38	27	3	15
Francuska	0	18	65	10	2	5
Italija	0	1	35	16	48	0

Izvor: Davis, E. P., *Institutional investors, financial market efficiency, and financial stability*, European Investment Bank Papers, 1/2003, str. 84.

U zemljama u razvoju, gde ne postoje razvijena finansijska tržišta, mogućnost diverzifikacije portfolija posebno je ograničena. U ovim zemljama tržište akcija opterećeno je visokim rizicima. Otuda visoka izloženost fondova ulaganjima u državne obveznice.

Tabela br. 4-6 **Struktura portfolija penzionih fondova u zemljama Latinske Amerike 2002. (u % aktive)**

Zemlja	Državne obveznice	Finansijske institucije	Obveznice preduzeća	Akcije	Investicioni fondovi	Strane hartije	Drugo
Argentina	76, 7	2, 6	1, 1	6, 5	1, 8	8, 9	2, 4
Bolivija	69, 1	14, 7	13, 4	0, 0	0, 0	1, 3	1, 5
Čile	30, 0	34, 2	7, 2	9, 9	2, 5	16, 2	0, 1
Kolumbija	49, 4	26, 6	16, 6	2, 9	0, 0	4, 5	0, 0
Meksiko	83, 1	2, 1	14, 8	0, 0	0, 0	0, 0	0, 0
Peru	13, 0	33, 2	13, 1	31, 2	0, 8	7, 2	1, 5
Urugvaj	55, 5	39, 6	4, 3	0, 0	0, 0	0, 0	0, 5

Izvor: World Bank: *Pension Reform and the Development of Pension Systems*, Washington, 2006, str. 32.

U kojoj meri je diverzifikacija efikasna vidi se iz tabele br. 4-6. U zemljama **Centralnoistočne Evrope** učešće državnih obveznica u portfoliju još je izraženije. Zbog ovakve strukture portfolija nema bitne razlike između privatnih penzionih fondova i penzionih fondova u PAYG sistemu.

O specifičnostima investiranja u Srbiji vidi u delu *7.2. Tržište kapitala u Srbiji – investicione mogućnosti.*

Na kraju, u literaturi se može naići i na pitanje da li su prinosi na fundirane šeme zaista viši nego u PAYG sistemu kada se rizik uzme u obzir (*risk-adjusted return*).

4.5. Tranzicioni trošak i efekti u dalekoj budućnosti

Uvođenje fundiranog sistema kada već postoji penzijski sistem u zemlji dovodi do problema dvostrukog finansiranja oba sistema i tzv. tranzicionog troška – finansijskog jaza za koji je potrebno obezbediti sredstva za finansiranje. »Zemlje koje razmišljaju o prelasku ili delimičnom prelasku na fundirani sistem, treba dobro da procene veličinu tranzicionog troška. Dosadašnja iskustva pokazuju tendenciju potcenjivanja tranzicionog troška i precenjivanja sposobnosti da se on finansira«[97].

Druga karakteristika i problem vezan za uvođenje fundirane komponente je da eventualni pozivni efekti nastupaju tek u dalekoj budućnosti »Fundiranje, posebno u vidu individualnih računa, nije adekvatan odgovor na postojeće nedostatke penzijskog sistema u zemlji, s obzirom na vreme koje je potrebno za njegovo sazrevanje«. Tri do četiri dekade će proteći od njegovog uvođenja i do efekata koje će eventualno dati[98].

4.5.1. Pojam tranzicionog troška

Tranzicioni trošak nastaje pri uvođenju obavezne fundirane komponente tako što se u jednom dugom periodu pojavljuje potreba da se finansiraju dva

[97] Thompson, L. H. (2001), *Social Protection in Asia and the Pacific,* edited by Isabel Ortiz, Asian Development Bank, str. 240.

[98] Isto.

penzijska sistema: postojeći PAYG, jer država mora da obezbedi finansiranje penzija postojećih penzionera, i novi sistem, koji se zasniva na akumulaciji doprinosa za buduće penzije. Zbog toga su potrebna dodatna sredstva da bi se finansirale postojeće obaveze prema sadašnjim i budućim penzionerima. To dvostruko finansiranje obično se ispoljava kroz »skretanje« dela doprinosa, koji se do tada uplaćivao u državni fond i u obavezne privatne fondove i/ili kroz povećanje stope doprinosa.

Visina tranzicionog troška zavisi od načina na koji je on definisan. Ovde odmah ukazujemo na moguće razlike u definiciji i načinu računanja tranzicionog troška. Da bismo izbegli zabunu koja može nastati usled različitih definicija, uvodimo termine *eksplicitni* i *implicitni* tranzicioni trošak.

Implicitni tranzicioni trošak je onaj trošak koji nastaje kao posledica uvođenja fundiranog sistema pri postojećem nivou stope doprinosa, a pod pretpostavkom zadržavanja postojećeg standarda penzionera.

Eksplicitni tranzicioni trošak je finansijski jaz koji se javlja pri uvođenju fundirane komponente, za koji je potrebno obezbediti dodatna finansijska sredstva. Ovde su eventualne uštede u PAYG sistemu po osnovu smanjenja životnog standarda postojećih penzionera već uzete u obzir.

Ove definicije su u skladu sa terminima koji su definisani u najnovijem izveštaju Evropske komisije[99] – bruto i neto tranzicioni trošak. *Bruto tranzicioni trošak* je definisan kao iznos doprinosa koji se transferišu u fundirani sistem pri postojećem nivou doprinosa. *Neto tranzicioni trošak* je definisan kao razlika između doprinosa i obaveza u PAYG sistemu nakon uvođenja fundirane komponente (pod pretpostavkom da je sistem bio u balansu).

U literaturi se može naići na različite načine računanja tranzicionog troška. Pri razmatranjima eventualnog uvođenja fundirane komponente u razvijenim zemljama, skoro po pravilu se koristi definicija implicitnog (bruto) tranzicionog troška. Sa druge strane, u zemljama u tranziciji koje

[99] EC-The Social Protection Committe (2008), *PRIVATELY MANAGED FUNDED PENSION PROVISION AND THEIR CONTRIBUTION TO ADEQUATE AND SUSTAINABLE PENSIONS.*

su uvele fundiranu komponentu (tzv. drugi stub) korišćen je metod eksplicitnog (neto) tranzicionog troška.

Tako na primer, kada računaju hipotetički tranzicioni trošak za SAD, Feldstein i Samwick (1996) polaze od pretpostavke da penzije iz njihovog državnog sistema ostaju na istom nivou na kom bi bile bez privatizacije, tj. da će se u budućnosti primenjivati važeći zakon. Prema ovom scenariju, tranzicioni trošak počinje da se smanjuje sa prvim isplatama iz privatnog kapitalizovanog sistema, dakle kada nastanu prve uštede u državnom sistemu po osnovu privatizacije/kapitalizacije.

Pored ovog scenarija, Feldstein i Samwick računaju i na scenario po kome se pretpostavlja da će se posle 2030. godine, za koju je većina aktuarskih računica pokazala da se uz postojeću stopu doprinosa od 12.4% *US Social Security Trust Fund* iscrpljuje, penzije smanjiti tako da se mogu finansirati iz postojeće stope doprinosa[100]. U ovom slučaju se dakle polazi od pretpostavke da će penzije u prvom stubu posle 2030. biti niže nego što postojeći zakon predviđa, tako da su i ove uštede uzete u obzir. Feldstein i Samwick ovaj scenario koriste kao osnovni scenario. Prema ovom scenariju, tranzicioni trošak je niži, jer se pored ušteda vezanih za privatizaciju/kapitalizaciju sistema, uzimaju u obzir i uštede po osnovu smanjenja penzija nakon 2030.

Miles i Iben (1998) pri računanju tranzicionog troška za Veliku Britaniju i Nemačku polaze od postojeće stope zamene za prosečnog radnika i pretpostavljaju da će isti odnos da važi i u budućnosti. Dakle, oni fiksiraju stopu zamene. Pri tome napominju da je takva pretpostavka u suprotnosti sa postojećim zakonom u Velikoj Britaniji, po kome se penzije indeksiraju prema troškovima života, što neumitno drastično smanjuje odnos penzije prema zaradi, posebno na tako dugi rok za koji se računa tranzicioni trošak. Međutim, oni takvo smanjenje penzija smatraju neodrživom pretpostavkom, i dodaju »ako se penzije budu isplaćivale 2100. godine, onda je vrlo verovatno da će one imati istu realnu vrednost koju imaju i danas. Stoga fiksirani odnos penzije u zaradi smatramo prirodnom pretpostavkom«.

[100] Državni SAD penzijski program OASDI je u suficitu (Trust Fund). Za 2016. se prognozira da će OASDI program prestati da ostvaruje suficit i da će ući u deficit koji će do 2030. da se popunjava iz Trust Funda. U 2030. godini Trust Fund se iscrpljuje. Feldstein polazi od pretpostavke da se stopa doprinosa neće povećavati, niti da će se penzije finansirati iz nekih dodatnih prihoda (transferi, drugi poreski prihodi itd.), već da će se smanjiti penzije tako da OASDI program stalno bude u balansu.

Sa druge strane, definicija koja se koristila u računicama za zemlje u okruženju, koje su uvele II stub, obično je uzimala u obzir ono što zapravo predstavlja jedan od načina finansiranja tranzicionog troška – a to su uštede u PAYG sistemu koje nisu direktno vezane za smanjenje obaveza po osnovu uvođenja II stuba. Tako na primer u Hrvatskoj »tranzicioni trošak se definiše kao razlika između ukupnih doprinosa koji odlaze u drugi stub i ukupnih ušteda u PAYG sistemu«. Ukupna ušteda u prvom stubu nastaje kroz direktno smanjenje budućih penzija usled uvođenja drugog stuba (tzv. osnovna penzija za one koji participiraju u oba stuba, koja je oko 50% niža nego za ostale penzionere) i indirektno smanjenje penzija koje rezultira raznim promenama u drugim PAYG parametrima[101].

Eksplicitni trošak, kako je npr. računat za Hrvatsku, ukazuje samo na »teret« koji je preostao sadašnjoj generaciji radnika, dok teret koji snosi generacija sadašnjih penzionera, i onih koji će se uskoro penzionisati, ostaje prikriven. U Hrvatskoj generacija sadašnjih penzionera u velikoj meri učestvuje u finansiranju tranzicionog troška, što i jeste bila ideja: »Osnovni finansijski princip koga je promovisala Vlada bio je da se ostvari visok nivo međugeneracijske jednakosti time što bi se tranzicioni trošak približno ravnomerno generacijski raspodelio – što je sugerisalo mešovitu strategiju za finansiranje nastalog finansijskog jaza u prvom stubu«.[102]

Smatramo da je važno imati uvid u ukupan »teret« uvođenja fundirane komponente i ko ga snosi tj. finansira. »Dobro je poznato da, generalno, tranzicijom od nefundiranog ka fundiranom sistemu neke generacije prolaze lošije od drugih«[103]. U literaturi se može naići na mišljenje da termin tranzicioni trošak nije adekvatan jer to zapravo ne predstavlja trošak već štednju, što je posebna tema o kojoj će nešto više reči biti u *delu 6*. Ono što je svakako činjenica jeste da fundiranje zahteva da bar neka generacija smanji svoju potrošnju.

[101] Anušić, Z. et al. (2003), *Pension Reform in Croatia*, Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, 2003.

[102] Isto.

[103] Miles, D. and Iben, A. (2000), *The Reform of Pension Systems: Winners and Losers Across Generations in the United Kingdon and Germany,* Economica, Volume 67, Page 203-228.

Važno je kako je taj teret umanjene potrošnje alociran[104].Stoga implicitni tranzicioni trošak smatramo analitički poželjnom merom jer ukazuje na ukupni teret tranzicije, bez obzira na koji način je ona finansirana. Eksplicitni trošak, sa druge strane, važan je sa stanovišta informacije o potrebnim finansijskim sredstvima koja država mora da obezbedi ako se opredeli za uvođenje drugog stuba, ali on zamagljuje sliku kako je teret smanjenja potrošnje alociran među različitim generacijama. Takođe, korišćenje definicije eksplicitnog tranzicionog troška vrlo često dovodi do potcenjivanja visine troška, što stvara probleme u finansiranju tranzicije, pa čak dovodi i do poništavanja reformi. Zato se opredeljujemo za definiciju *implicitnog (bruto) tranzicionog troška,* te nju isključivo koristimo u nastavku Studije.

Tranzicioni trošak nastaje uplaćivanjem dela postojećih doprinosa u fundirani deo penzijskog sistema (II stub), zbog čega dolazi do manjka u postojećem PAYG sistemu. **Tranzicioni trošak se smanjuje tek sa prvim uštedama u PAYG sistemu po osnovu uvođenja II stuba**. Ove uštede nastaju *kada prve generacije koje su uplaćivale doprinose u oba stuba počnu da se penzionišu*. Ideja uvođenja višestubnog sistema i jeste ta da bi se uloga PAYG sistema smanjila, pa bi budući penzioneri – oni koji su doprinosili i u drugi stub – penziju dobijali sa »nekoliko adresa«. Jedna bi bio državni PAYG sistem sa znatno nižom penzijom nego što one danas iznose, i drugi deo penzije bio bi iz drugog stuba. **Tranzicioni trošak potpuno nestaje kada uštede u PAYG-u po osnovu uvođenja II stuba premaše gubitak u vidu »skrenutih doprinosa« (*cross-over date*)**. U slučaju posmatranja tranzicionog troška kao više stope doprinosa, tranzicioni trošak nestaje kada se ukupna stopa doprinosa, potrebna da se finansiraju oba sistema, izjednači sa stopom koja bi bila potrebna samo za finansiranje PAYG sistema. Dakle tranzicioni trošak je vezan za vrlo dug vremenski period.

4.5.2. Metodi računanja implicitnog tranzicionog troška

Implicitni tranzicioni trošak može se računati na različite načine, u zavisnosti od pretpostavke kako bi PAYG zakon bio uređen po uvođenju II stuba. Izdvajamo dva načina koji daju vrlo slične rezultate.

[104] Miles, D. and Timmermann, A. (1999), *Risk sharing and transition costs in the reform of pension systems in Europe,* Economic Policy, Volume 14, Issue 29, Page 251-286.

Metod 1. Fiksirana očekivana stopa zamene

Ovaj metod polazi od unapred fiksirane ukupne stope zamene. Pretpostavka je da je PAYG sistem tako dizajniran da su uštede jednake visini penzija koje se isplaćuju iz II stuba. To praktično znači da je stopa zamene garantovana, pa ukoliko je niži iznos koji se ostvari u II stubu, penzija iz PAYG-a će biti viša i obratno. Na ovaj način garancije koje država obično daje za performanse II stuba implicitno su ugrađene. S tim u vezi, visina tranzicionog troška je senzitivna na visinu prinosa i naknada u II stubu.

Po ovom metodu tranzicioni trošak definiše se kao doprinosi koji se transferišu u drugi stub minus penzije koje se isplaćuju iz drugog stuba, pošto se pretpostavlja da je ušteda u PAYG-u ekvivalentna iznosu penzija iz II stuba.

Figura br. 4-4 prikazuje dinamiku koja bi pratila postepeno uvođenje fundirane komponente, pod pretpostavkom da privatni penzijski fondovi ostvaruju neto prinose više od rasta (mase) zarada tokom čitavog višedecenijskog perioda nakon uvođenja II stuba.[105] Godišnji iznos doprinosa raste kako se povećava broj osiguranika II stuba. Isplate iz II stuba počinju tek sa penzionisanjem prvih generacija osiguranika II stuba[106]. Zatim se, tokom godina, nivo isplata konstantno povećava da bi u jednom trenutku dostigao godišnji nivo uplata u II stub – što predstavlja kraj tranzicionog troška, tzv. *cross-over date,* i nakon ovog perioda II stub je u stanju da pruži delimično fiskalno rasterećenje PAYG sistemu.

Vidimo da blizina završetka tranzicionog troška zavisi od visine stope prinosa (figura br. 4-4). Tako, pod pretpostavkom visine neto realnog prinosa od 5% (pri rastu zarada od 4% a potom 3%), prestanak tranzicionog troška nastupa 2056. godine, a pri stopi neto prinosa od 7%, 2048. godine[107].

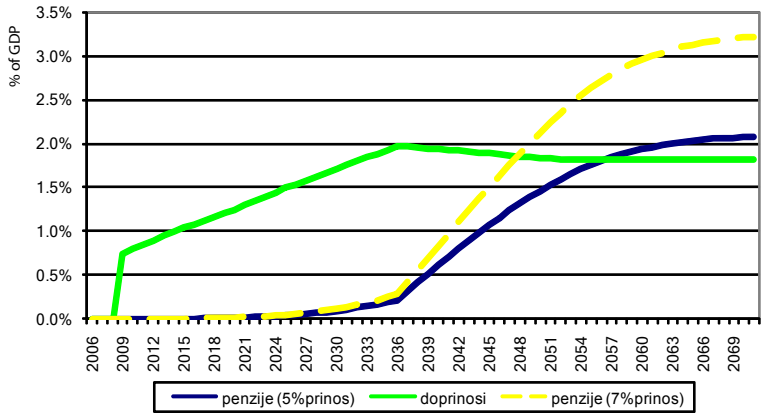
Figura br. 4-5 pokazuje senzitivnost na različite stope rasta zarada u kombinaciji

[105] Primer je urađen za Srbiju. Pad uplata oko 2036. godine posledica je projektovanog smanjenja radno aktivnog stanovništva.

[106] U periodu do 2036. godine, isplate iz II stuba sasvim su neznatne – isključivo po osnovu prevremene smrti osiguranika. Ovde se pošlo od takvog dizajna II stuba gde se porodici umrlog osiguranika isplaćuju akumulirani doprinosi, što ne mora uvek biti slučaj. Npr. u švedskom *Premium Pension* sistemu doprinosi umrlog preraspodeljuju se svim osiguranicima u vidu bonusa.

[107] Pod neto prinosom mislimo na neto prinos do svih naknada koje se računaju na ukupna sredstva, dok smo naknadu računali kao 3% od uplaćenih doprinosa.

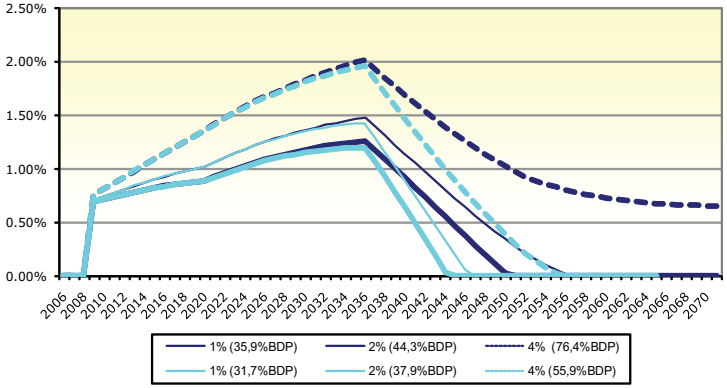
Figura br. 4-4 **Drugi stub – tokovi doprinosa i penzija**



NAPOMENA: varijanta 7% doprinosa i 35 godina starosna granica.
Izvor: PMP (2006)

sa različitim stopama prinosa. Što je viša stopa prinosa, a niža stopa rasta zarada, tranzicioni trošak je manji i kraći; suprotno, što je niža stopa prinosa, a viši rast zarada, tranzicioni trošak je duži i viši, uz teoretsku mogućnost da se uvođenje II stuba pokaže kao potpuni promašaj ukoliko bi neto prinosi II stuba bili niži nego što je rast mase zarada.

Figura br. 4-5 **Tranzicioni trošak do 2071.– senzitivnost na različite stope rasta zarada i prinosa**



Izvor: PMP (2006)

Još jednom napominjemo da su pretpostavke o visini stope prinosa arbitrarne jer prvenstveno služe ilustraciji mogućih scenarija u zavisnosti od različitih stopa. Tako smo npr. za *osnovni scenario* pretpostavili neto prinos od 5%, koji deluje konzervativno u odnosu na stopu koju je Feldstein koristio u svojim simulacijama (9% neto od svih naknada), ali sa druge strane vrlo optimistično imajući u vidu iskustva zemalja u okruženju. Ovde, dakle, ne ulazimo u raspravu šta je realno očekivati, već jednostavno ilustrujemo moguće scenarije za moguće stope prinosa.

Metod fiksirane očekivane stope prinosa je analitički vrlo koristan s obzirom na to da precizno ukazuje na troškove i uštede koje uvođenje II stuba donosi, i u vezi sa tim jasno ilustruje efekat prinosa, naknada, tj. uzima u obzir potencijalni neuspeh II stuba koji bi se prevalio na teret države. Zato smo se opredelili za ovaj način računanja tranzicionog troška kada su u pitanju računice za Srbiju (vidi 7.1. Visina tranzicionog troška u Srbiji), jer smatramo da je važno da se tačno vidi »teret« koji se snosi pod različitim uslovima.

Metod 2. Fiksna ušteda u prvom stubu

Ovaj metod polazi od prakse zemalja koje su već uvele II stub, tj. od načina na koji su s tim u vezi redizajnirale svoj PAYG system.

U slučaju uvođenja II stuba PAYG zakon bio bi formulisan tako da svako ko participira u oba stuba ima nižu penziju iz PAYG stuba. Penzija iz prvog stuba se računa po unapred definisanoj formuli, i nezavisna je od visine prinosa u drugom stubu. Takođe, obično je nezavisna i od dužine uplaćivanja u II stub, što praktično znači različite (ukupne) stope zamene po kohortama.

Na ovaj način su obično regulisani zakoni u zemljama koje su uvele II stub, npr. Hrvatska, Mađarska itd. Tako je, recimo, prema Hrvatskom zakonu npr. »nekom ko prosečno zarađuje a doprinosi u oba stuba, ukupna akrualna stopa iz prvog stuba u novom sistemu iznosiće 0.5 procenata, tj. oko 50% niže nego što je akrualna stopa za one koji doprinose samo u prvi stub«[108]. U Mađarskoj, akrualna stopa za one koji doprinose samo u I stub iznosi 1.65, a

[108] Anušić, Z. *et al.* (2003), *Pension Reform in Croatia,* Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, 2003.

1.22 za one koji doprinose u oba, i to i za godine u kojima su doprinosili samo u PAYG. To predstavlja smanjenje penzije iz PAYG-a za 25%, što je ekvivalentno učešću doprinosa koji se uplaćuje u II stub.

Ovako definisan, tranzicioni trošak nezavisan je od visine stope prinosa u II stubu. Ovo, međutim, u isto vreme znači i da je rizik niskog prinosa u II stubu prebačen na korisnike penzija. Znači fiksirana je ušteda u I stubu, ali visina očekivane ukupne penzije nije izvesna tj. zavisi od stope prinosa.

U praksi, međutim, rizik obično nije u potpunosti prebačen na pojedinca već država snosi određene garancije. Na ovaj način definisan, tranzicioni trošak ne uzima u obzir eventualne troškove države u tom slučaju. Ovim metodom se pošlo od pretpostavke da država u budućnosti neće imati nikakvu finansijsku obavezu prema privatnim penzijskim fondovima, odnosno njihovim penzionerima, na primer u vidu garantovane penzije, socijalnih davanja itd.

Dakle, pri korišćenju ovog metoda treba biti vrlo obazriv jer se i sa konzervativnim pretpostavkama o prinosu potcenjuje tranzicioni trošak. Stoga je potrebno uzeti u obzir zakonske odredbe koje se odnose na garancije i izračunati koliki bi trošak države bio ukoliko bi garancije bile aktivirane, što komplikuje analizu. Ovo je još jedan razlog zašto smo se opredelili za računanje tranzicionog troška metodom 1.

4.5.3. Finansiranje tranzicionog troška

Ključno pitanje je kako se tranzicioni trošak finansira, jer je sa tim vezano i pitanje ko ga finansira. Takođe, način finansiranja tranzicionog troška utiče na potencijalni efekat uvođenja drugog stuba na nacionalnu štednju. Schmidt-Hebbel je definisao »dva fundamentala načina kako se može finansirati tranzicioni deficit«: *Prvi,* implicitni PAYG dug može se zameniti za neki drugi oblik javne imovine (prodajom imovine države, kao što su na primer javna preduzeća) ili obaveze (eksplicitno zaduživanje). *Drugi način* finansiranja deficita je smanjenje javne potrošnje ili povećanje poreza (doprinosa) periodu u kom traje tranzicija[109].

[109] Schmidt-Hebbel, K., (1998), *Does Pension Reform Really Spur Productivity, Saving, and Growth?,* World Bank manuscript.

I) Zaduživanje i privatizacioni prihodi

Tranzicioni trošak se može finansirati zaduživanjem, a u zemljama u tranziciji prihodima iz privatizacije. U slučaju finansiranja tranzicionog troška zaduživanjem *implicitni penzioni dug* (buduće obaveze koje PAYG ima prema trenutnim penzionerima) zapravo se *pretvara u eksplicitni*.

U ovom slučaju, tranziciju finansiraju sadašnje i buduće generacije zaposlenih. Efekat na nacionalnu štednju je približno neutralan, jer je povećanje eksplicitnog duga neutralisano smanjenjem implicitnog duga. Štaviše, ovaj način finansiranja tranzicije može da ima i negativan uticaj na štednju države, u slučaju da je kamatna stopa na otplatu eksplicitnog duga viša nego na implicitni (tzv. interna stopa prinosa PAYG sistema), što uglavnom i jeste slučaj. Takođe, naglo povećanje eksplicitnog duga i potražnja sredstava od strane države može da ima i negativan uticaj na povećanje kamatnih stopa. Povrh toga, ono što se uglavnom desilo u zemljama koje su uvele drugi stub, jeste to da su upravo privatni penzioni fondovi ti koji kupuju državne HOV. Tako se praktično doprinosima koji su skrenuti u drugi stub finansira taj eksplicitni dug, ali se sada u lancu pojavljuju još i privatni fondovi sa prilično visokim naknadama.

Korišćenje privatizacionih prihoda je takođe vrlo čest način finansiranja tranzicije, doduše samo u prvim godinama uvođenja obaveznih privatnih fondova – vremenom se ovaj izvor finansiranja iscrpljuje. Pri tome je vrlo važno ukalkulisati kamatu u vidu oportunitetnog troška korišćenja ovih finansijskih sredstava u neku drugu svrhu.

Takođe, kada je u pitanju ovaj metod finansiranja za Srbiju, treba imati u vidu da je on je u velikoj meri iscrpljen – imajući u vidu da je privatizacija komercijalnog sektora gotovo završena i da je budući prihod od prodaje javnih preduzeća već (delimično) opterećen besplatnom podelom stanovništvu.

II) Finansiranje uštedama u PAYG-u/Povećanje doprinosa

Uštede u PAYG sistemu predstavljaju čest način finansiranja tranzicionog troška. Zemlje koje uvode drugi stub po pravilu odmah kreću u prilično rigoroznu

reformu PAYG sistema, tako da eksplicitni tranzicioni trošak postoji u prvim godinama uvođenja II stuba, da bi se nakon određenog vremena – kada se počne stvarati suficit u PAYG-u, tranzicioni trošak delimično ili u potpunosti finansirao uštedama iz državnog fonda (ili ređe nekim drugim budžetskim uštedama), pa eksplicitni tranzicioni trošak nestaje. Na taj način se tzv. problem duplog finansiranja (*double-payment problem*) sadašnje generacije radnika postepeno, a potom i u potpunosti prebacuje na sadašnju generaciju penzionera.
Već smo spomenuli da je Hrvatska na ovaj način dobrim delom finansirala tranzicioni trošak. Hrvatska je projektovala da će uštede u PAYG sistemu prerasti tranzicioni trošak već u 2016. godini, uz dramatično smanjenje stope zamene. Ukupan tranzicioni trošak u Hrvatskoj je tako sračunat na oko 9% BDP-a (u trajanju od 14 godina)[110]. Međutim, iskustvo od skoro jedne decenije ukazuje na ozbiljan socijalni problem koji može čak i da poništi neke od ključnih mera reforme PAYG sistema.

Postoji i drugi način finansiranja tranzicionog troška. Umesto »skretanja« postojećih doprinosa, uvođenje drugog stuba može da se finansira podizanjem stope doprinosa, i tada se problem tranzicionog troška tj. gubitka prihoda u PAYG sistemu i ne javlja u smislu troška tj. ne javlja se finansijski jaz.

Ovaj način, međutim, svakako opterećuje sadašnju generaciju radnika – u vidu smanjenja potrošnje i mogućih distorzija na tržištu rada. Takođe, ovaj metod je i politički vrlo nepopularan jer povećava namete privredi, ali se koristi u kombinaciji sa *carve-out* metodom. Tako je npr. Estonija uvela drugi stub veličine 6% zarade, od čega je 4% skrenuto iz postojećeg državnog PAYG sistema, a doprinosi su povećani još za 2% zarade. U Srbiji se ovaj način finansiranja međutim teško i može zamisliti, jer bi svako povećanje stope doprinosa bilo, sasvim logično, upotrebljeno za finansiranje postojećeg deficita u PAYG sistemu.

Finansiranja tranzicionog troška uštedama u PAYG-u ili povećanjem doprinosa zapravo predstavlja restriktivnu fiskalnu politiku, te bi moglo da dovede do povećanja nacionalne štednje kroz povećanje štednje države. Kritičan momenat je da li je zaista u pitanju restriktivna politika, ili se smanjenje potrošnje

[110] Anušić, Z. et al. (2003), *Pension Reform in Croatia, Social Protection Discussion Paper Series,* No. 0304, The World Bank.

u PAYG-u kompenzuje povećanjem državne potrošnje na nekoj drugoj strani. Dosadašnje iskustvo je pokazalo da u nedostatku drugih mogućnosti za investiranje u kombinaciji sa konzervativnim pravilima o ulaganju penzionih fondova, na kraju jedino ili u najvećoj meri preostaju državne obveznice u koje privatni fondovi mogu da ulažu.

5. Iskustva izabranih zemalja

5.1. Dosadašnja iskustva Mađarske sa štednjom u obaveznim privatnim penzijskim fondovima

5.1.1. Uvod

Mađarska je, za razliku od nekih drugih zemalja u tranziciji (Poljska, na primer), započela penzionu reformu početkom 90-ih na postepen način. Prvo je izvršila promene u okviru obaveznog državnog PAYG sistema – produženjem radnog staža, uvođenjem »švajcarske formule« i smanjenjem stope doprinosa; zatim je 1993. godine uvela dobrovoljnu privatnu penzijsku štednju (III stub), da bi tek 1997. prihvatila i obavezno privatno penzijsko osiguranje (II stub).

Odluka o uvođenju II stuba u Mađarskoj nije doneta lako. Jedno vreme su paralelno bila u opticaju dva predloga. Prvi se odnosio na celovitu reformu PAYG sistema sa ciljem da se jasno razdvoji deo koji predstavlja socijalnu pomoć i deo koji se bazira na klasičnim principima socijalnog osiguranja. Praktično, to znači da bi se penzija sastojala iz dva dela: osnovna penzija sa isključivo redistributivnom ulogom na koju bi imali pravo svi stari građani i koja bi se finansirala iz poreskih prihoda. Drugi, veći deo, zasnivao bi se na klasičnoj šemi osiguranja sa direktnom vezom između visine doprinosa i veličine penzije. Procenjivalo se da bi ovako definisan način formiranja penzija iz dva dela obezbedio stopu zamene od približno 60%, uz punu motivaciju osiguranika da redovno uplaćuju doprinose.

Međutim, pobedila je druga škola mišljenja, koju je predvodilo Ministarstvo finansija. Definisan je novi »mešoviti« penzioni sistem koji obuhvata I i II stub, (pored postojećeg i po obimu prikupljenih sredstava manje značajnog III stuba). Kao prednosti novog sistema navedeni su poznati argumenti za koje se zalagala Svetska banka još početkom 90-ih godina, kada je promovisala penzioni sistem sa tri stuba.

5.1.2. Penzioni sistem i zakonska rešenja II stuba

Reforma PAYG sistema i tranzicioni trošak

Mađarska je uvela II stub 1997-1998. kada je finansijska situacija u PAYG sistemu bila relativno povoljna. Iako je odnos broja zaposlenih na broj penzionera bio prilično nizak u vreme uvođenja II stuba Fond za penziono osiguranje (preko koga se isplaćuje najveći deo penzija – preko 80%)[111] prihodima od doprinosa pokrivao je sve rashode, pre svega zahvaljujući vrlo visokoj stopi doprinosa za penzije koja je u to vreme iznosila čak 30% bruto zarade.

Tabela br. 5-1 **Osnovni pokazatelji penzionog sistema u Mađarskoj**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rashodi za penzije (% BDP)	8,6	9,0	9,1	8,4	8,6	9,2	9,1	9,3	9,8	10,0
Zaposlenost (ukupna, 000, LFS)	3.598	3.671	3.792	3.829	3.868	3.871	3.922	3.900	3.902	3.930
Stopa zaposlenosti (15-64, LFS, %)	52,5	53,7	55,6	56,3	56,2	56,2	57,0	56,8	56,9	57,3
Stopa nezaposlenosti (%) - ILO def.	8,8	7,8	7,0	6,4	5,7	5,8	5,9	6,1	7,2	7,5
Broj penzionera (u 000)	2.843	2.847	2.816	2.786	2.772	2.764	2.754	2.741	2.744	2.746
Odnos neto prosečne penzije i neto prosečne zarade (%)	56,3	59,0	60,9	61,1	61,1	59,3	59,0	62,4	63,6	65,0
Saldo opšte konsolidovane države* (% BDP)	-6,25	-8,2	-5,5	-2,9	-4,0	-8,9	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2
Deficit penzionog fonda (% BDP)	..	0,40	0,59	0,60	0,87	1,68	1,51	1,74	1,81	2,37
od čega tranzicioni trošak (% BDP)	..	*0,29*	*0,50*	*0,57*	*0,62*	*0,65*	*0,84*	*1,02*	*1,10*	*1,16*

NAPOMENA: A) Podaci o rashodima za penzije odnose se na penzije koje se finansiraju iz fondova za socijalno osiguranje (vidi belešku 100). Troškovi van fondova ovde nisu uključeni. Oni su npr. u 2006. iznosili dodatnih 0.6% BDP-a i obuhvataju oko 300.000 korisnika; B) Podaci o deficitu odnose se samo na Penzioni fond (bez penzija koje se isplaćuju preko Fonda za zdravstvo); C) U sve podatke koji se odnose na penzije uključena je 13. penzija.

* Saldo korigovan za deficit koji je nastao usled penzione reforme, tj. za tranzicioni trošak koji nije uračunat u deficit.

Izvori: *CANPIH* (*Central Administration of National Pension Insurance in Hungary*) statistički godišnjaci; Mađarska centralna banka (Magyar Nemzeti Bank); za tranzicioni trošak – procena autora uz proveru sa raspoloživim zvaničnim podacima za 2005/2006.

Reforma PAYG sistema je pre svega definisala nov način određivanja penzije. Svakoj godini radnog staža pripisuje se obračunska stopa od 1.65% uz pretpostavku da se ostvari puni staž od 40 godina. To daje koeficijent od 66 (1.65x40) i time u startu obezbeđuje bruto stopu zamene od 66% za svakog pojedinca koji je radio 40 godina i imao prosečna primanja tokom čitavog radnog staža. U slučaju da pređe starosnu granicu (62 godine za muškarce) dobija bonus od 6% za svaku godinu (do 65. godine života). Dakle, ukupan bonus za one koji se penzionišu u 65. godini starosti je 18%. Za žene su ovi bonusi još veći.

Usklađivanje rasta penzija od 2001. vrši se prema »švajcarskoj formuli«. Očekivalo se da će ova mera u desetogodišnjem periodu doneti uštedu u PAYG sistemu od 1,5% GDP-a.

Međutim, na kratak i srednji rok ovaj efekat je odložen uvođenjem *13-e penzije*, koja je uvedena 2002. godine, a počela da se isplaćuje od 2003, sa ciljem da se ublaži (ili čak i eliminiše) teret tranzicije ka višestubnom sistemu. Vrednost ove penzije se povećavala (u 2004. je iznosila 50% novembarske penzije, u 2005. 75%), da bi od 2006. pa nadalje iznosila 100% novembarske penzije iz te godine. To praktično znači da su neki od efekata reforme iz 1998. odloženi za kasniji period, verovatno za vreme kada budući penzioneri počnu da primaju i penzije iz II stuba.

[111] Isplatu penzija u Mađarskoj u najvećoj meri – 83%, vrši Fond penzijskog osiguranja, ali se deo penzija isplaćuje i iz Fonda za zdravstvo (invalidske i porodične), dok se penzije za neke specifične grupe (umetnici, rudari, poljoprivredne zadruge itd.) ne finansiraju iz fondova socijalnog osiguranja (Central Administration of National Pension Insurance, Statistical Yearbook).

Tabela br. 5-2 **Doprinosi poslodavaca i zaposlenih u I i II stub**

	Poslodavac	Zaposleni		Ukupno
	I stub	I stub	II stub	
1997	24	6	..	30
1998	24	1	6	31
1999	23	2	6	31
2000	22	2	6	30
2001	20	2	6	28
2002	18	2	7	27
2003	18	1,5	8	27,5
2004	18	0,5	8	26,5
2005	18	0,5	8	26,5
2006	18	0,5	8	26,5
2007	17	0,5	8	25,5
2008	17	0,5	8	25,5
2009	16	0,5	8	24,5

Izvor: Gabor i Palotai, 2005.

Takođe, stopa doprinosa koja ide u I stub drastično je smanjenja, samo delimično zbog uvođenja II stuba, a drugim delom da bi se smanjilo opterećenje na zarade. Tako je 1997, pre uvođenja II stuba, 30% bruto zarade išlo u I stub, a 2007-08. samo 17%.

Stoga praktično i nema ušteda u I stubu, pa je kompletan tranzicioni trošak pretvoren u eksplicitni dug koji se finansira iz budžeta. On trenutno iznosi preko 1% BDP-a godišnje (tabela br. 5-1).

U isto vreme Mađarska ima dramatičan fiskalni deficit od preko 9% BDP-a (podatak za 2006. godinu, tabela br. 5-1), koji čak u sebi i ne sadrži iznos tranzicionog troška. Sa tranzicionim troškom ukupan deficit u 2006. godini iznosi preko 10% BDP-a! Tranzicioni trošak se ne uključuje u obračun deficita nakon što je *Stabilty and Growth Pact EU* prihvatio da se iz salda konsolidovane opšte države, definisanog prema ESA 95, izbaci tranzicioni trošak, da ne bi»kažnjavao zemlje koje su reformisale svoje penzione sisteme«[112].

[112] Orban, G., Plotai D. (2005), *The sustainbability of the Hungarian pension system: a reassessment,* MNB (Hungarian Central Bank), Occasional Papers 40.

Dakle, Mađarska se, za razliku od npr. Hrvatske (o kojoj će više reči biti u sledećem odeljku), nije opredelila za strategiju kojom će penzioneri snositi troškove penzijske reforme. U Mađarskoj je »skoro čitava populacija starija od zvanične starosne granice za penzionisanje pokrivena nekim penzijskim prihodom«[113]. Minimalna penzija iznosi oko 20% prosečne zarade, ili oko 40% prosečne penzije (mada je njeno ukidanje predviđeno 2009), dok 13. penzija svakako umanjuje uštede koje pravi »švajcarska formula«, tako da i pored zvanične indeksacije sa 50% rasta zarada, penzije praktično potpuno prate rast zarada.

Tabela br. 5-3 **Stopa rizika od siromaštva za osobe 65+** (u %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mađarska	8	12	8	10	:	6
EU-15	17	18	:	19	19	20
EU-25	17	16	:	17	18	19

NAPOMENA: Učešće lica starijih od 65 godina, čiji je dohodak po potrošačkoj jedinici manji od 60% medijane nacionalnog dohotka po potrošačkoj jedinici, pre socijalnih transfera. Penzije su uzete u obzir kao prihod starih lica, a ne kao socijalni transfer.

Dakle, prosečno ekonomsko stanje penzionera se ne pogoršava (odnos prosečne neto penzije u odnosu na prosečnu neto platu iznosi preko 60%, tabela br. 5-1), čak se poslednjih godina i poboljšava. Stoga su i pokazatelji siromaštva starijih od 65 godina u Mađarskoj prilično povoljni čak i u odnosu na razvijene zemlje EU (tabela br. 5-3).

Zakonska rešenja i način funkcionisanja II stuba

Originalna zakonska rešenja o funkcionisanju II stuba doneta su 1997. Prema tim rešenjima:

- ulazak u II stub je obavezan za mlađe od 42 godine, zaposlene posle 1988. i opcioni za lica koja su već bila u I stubu pre 1988;

[113] CANPIH (Central Administration of National Pension Insurance in Hungary) 2007, *Information on the major benefit regulations and organisational structure of the pension insurance system in Hungary.*

- stopa doprinosa za poslodavce smanjuje se na 22%, a za zaposlene povećava na 9% od čega 8% ide u II stub;
- visina početnog kapitala nije bila propisana;
- zakon nije regulisao visinu troškova i naknada za rad II stuba;
- penzije se oporezuju uz poreski kredit od 50% (penzije na osnovu PAYG-a će se oporezivati od 2013. uz zadržavanje 50% poreskog kredita za penzije koje dolaze iz oba stuba).

Neka od ovih rešenja privremeno je ukinula naredna Vlada (1998-2002). Na primer, stopa doprinosa za drugi stub je u tome periodu, umesto predviđenih 8%, smanjena na 6% (a za poslodavce se smanjivala), članstvo u II stubu je praktično postalo dobrovoljno (obavezno samo za novozaposlene tj. one koji su 1998. ušli na tržište rada, znači svako ko je već imao uplaćene doprinose u I stubu mogao je da bira), a zaposleni su mogli da se vrate u I stub. To je doprinelo određenoj konfuziji i privremenom zastoju u broju članova fondova II stuba. Međutim, nova socijalistička Vlada je posle 2002. vratila nazad sva prvobitna rešenja iz 1997, koja i sada važe.

Što se tiče penzija iz I stuba, za one koji su pokriveni mešovitim sistemom, tj. doprinose i u I i u II stubu, one će se računati po obračunskoj stopi od 1,22 % za svaku godinu. To praktično znači da bruto stopa zamene koja dolazi iz PAYG-a za svakog pojedinca, koji je radio 40 godina i imao prosečna primanja tokom čitavog radnog staža, iznosi 48,8 %, ukoliko ne uzmemo u obzir bonuse za one koji se penzionišu posle starosne granice.

Zakonodavstvo i regulacioni mehanizmi za funkcionisanje II stuba u Mađarskoj preuzeti su uglavnom iz rešenja koja su donesena 1993. prilikom uvođenja dobrovoljnog privatnog penzijskog osiguranja i zasnovani su na principima po kojima, manje-više, funkcionišu svi privatni penzioni fondovi. U Mađarskoj, međutim, postoje i određene specifičnosti.

Kada je reč o *garantovanju minimalnog prinosa* na ličnom računu člana fonda, on je vezan za visinu prinosa na »korpu« državnih dugoročnih hartija od vrednosti, pri čemu je definisan prilično velik interval između gornje i donje granice stope

prinosa. Ako je stopa prinosa penzijskog fonda viša od gornjeg limita koji je propisan, onda se višak stavlja u rezerve likvidnosti. I obrnuto, ako je stopa prinosa fonda niža od donjeg limita, onda se prinos na ličnom računu povećava do garantovanog minimuma (tj. do donjeg limita koji služi kao benčmark), a na račun smanjenja rezervi likvidnosti[114]. U praksi, ova obaveza nije mnogo uticala na portfolio strategiju fondova jer je interval između gornjeg i donjeg limita definisan prilično široko.

Ovakvo rešenje na neki način udružuje rizik. Tako bi, na primer, pojedinac u konačnom obračunu prošao lošije ako je uplaćivao sredstva u periodu visokih prinosa (jer bi jedan deo tog prinosa otišao u rezerve), ali i obrnuto.

Što se tiče perioda isplate penzija, anuitete pored osiguravajućih društava mogu da isplaćuju i sami penzijski fondovi ukoliko imaju licencu Mađarske agencije za finansijski nadzor (HFSA), što podrazumeva: da imaju najmanje 25.000 članova, rezervni fond, zaposlenog aktuara itd. Penzioni fond može svojim članovima da ponudi anuitete putem kolektivnog ugovora sa osiguravajućim društvom. Svaki pojedinac, naravno, može i sam da izabere društvo za osiguranje života. U prvih 15 godina, do 2013, penzioner može da bira između povlačenja ukupne akumulirane sume ili kupovine anuiteta, a posle tog perioda isplata putem anuiteta postaje obavezna. Svi anuiteti su fiksni (ne variraju u zavisnosti od tržišnih prinosa), a njihov rast se usklađuje sa »švajcarskom formulom«. To može biti problem prilikom isplate anuiteta jer se mogu očekivati velike premije kojima će se fondovi štititi od rizika nepredvidljivog kretanja plata i cena u budućnosti, što opet direktno utiče na sniženje startnih anuiteta/penzija.[115]

5.1.3. Struktura II stuba

U početku je bilo 38 obaveznih privatnih penzijskih fondova. Međutim, ovaj broj se ubrzo smanjio tako da je 2004. ostalo 18 fondova. Pri tom, II stub je veoma koncentrisan. Šest najvećih privatnih obaveznih fondova od početka je kontrolisalo preko 80% sredstava II stuba. Zato smanjenje broja fondova II stuba

[114] Rezerve likvidnosti ne mogu biti veće od 4% vrednosti ukupnih sredstava fonda.

[115] Palmer, E., *Pension Reform and the Development of Pension Sytems: An Evaluaton of World Bank Assistance,* Hungary Country Study, The World Bank, 2007.

zapravo i nije dovelo do daljnjeg porasta koncentracije sredstava jer su fondovi koji su napustili tržište (uglavnom putem mergera i akvizicije) bili veoma mali.

Tabela br. 5-4 **Podaci o strukturi II stuba**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Broj	38	39	-	21	19	18	18	18	19	20
Imovina (% of GDP)	0.29	0,79	1,33	1,86	2,35	2,97	3,87	5,11	6,28	7,99
Broj članova (in 000)	na	1.339	2.020	2.279	2.239	2.270	2.376	2.477	2.617	2.754
Učešće 6 najvećih fondova (%)	83	84	84	86	87	..	83	..	..	..

Izvor: HFSA; WB i IMF (2005)

Osnivači fondova II stuba bile su banke, osiguravajuća društva, veliki poslodavci i sindikati koji su obezbedili sredstva za početak rada II stuba, pri čemu unapred definisani osnivački kapital nije bio obavezan. Generalno, tržište je vrlo segmentirano i osnivači se mogu grupisati u 3 grupe: finansijske institucije, veliki poslodavci (obično javna preduzeća) i nezavisni osnivači. U 85% slučajeva sponzor je bila neka finansijska grupa, dok treću grupu čine samo 3 fonda sa manje od 10% učešća[116].

Zanimljivo je da su osiguranici pokazali najveće interesovanje upravo za fondove čiji su osnivači finansijske institucije, bez obzira na to što su njihovi troškovi poslovanja i naknade bili najveći. Razloge verovatno treba tražiti u poverenju u prepoznatljiva imena (brendove) finansijskih kompanija, kao i u činjenici da članovi slabo reaguju na visinu naknada s obzirom na to da je njihov efekat na visinu penzije obično nejasan.

Broj članova II stuba brzo je rastao i jedino je stagnirao u periodu 2001-2002. kada je tadašnja Vlada ukinula neka od prvobitnih rešenja. Posle 2002. broj

[116] World Bank and IMF, Decembar 2005. Financial Sector Assessment Program Update, HUNGARY, *Technical Note: Pension – Competition and Performance in the Hungarian Second Pillar.*

osiguranika je počeo ponovo da raste tako da se od prvobitna dva miliona povećao na 2,7 miliona zaposlenih (u 2007. godini).

Razlozi za ulazak u novi sistem ili ostajanje samo u I stubu, pre svega, zavisili su od dužine ostvarenog radnog staža. Što duži staž, manji razlozi za ulazak u II stub. Sa druge strane, očekivana kretanja budućih viših zarada bila su važan faktor odluke zaposlenih sa višim obrazovanjem da uđu u novi sistem. Prilikom opredeljivanja za novi mešoviti sistem sa II stubom, mnogi su pogrešno procenili.

Imovina (sredstva) fondova brzo je rasla – krajem 2000. dva najveća fonda već su akumulirala 150 miliona evra. Razlog je to što je broj osiguranika brzo rastao kao i njihove zarade, a potom je u 2003. i 2004. i stopa doprinosa povećana sa 6% na 7% pa na 8%. Drugi stub je od 1998. do kraja 2007. uvećao sredstva u svojim fondovima na oko 8% GDP-a (tabela br. 5-4). Spori rast imovine u prvim godinama je posledica manjeg broja članova, ali i vrlo skromnih prinosa. Istovremeno, operativni troškovi i naknade su se naplaćivali, što je još više smanjivalo prinos.

Troškovi i naknade

Operativni troškovi (tj. naknade na ulazu) sa početnih 5,6% porasli su na oko 6,5% doprinosa u 2004. Nezavisni fondovi i fondovi sponzorisani od velikih poslodavaca naplaćivali su nešto više naknade za operativne troškove u odnosu na fondove koje su sponzorisale finansijske institucije (verovatno zbog ušteda usled ekonomije obima, jer su ovi troškovi uključeni u ukupno poslovanje tih kompanija).

Tabela br. 5-5 **Operativni troškovi (% od doprinosa), ponderisani prosek, 1998 – 2004.**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ukupno	5,6	5,7	5,5	6,4	6,8	6,8	6,5
Sponzori							
Poslodavci	6,1	5,9	5,8	6,4	6,6	6,6	6,6
Fin. institucije	5,5	5,6	5,5	6,4	6,7	6,7	6,5
Nezavisni	6,3	6	6	7,2	7,5	7,3	6,9

Izvor: IMF and WB, 2005.

Doduše, ova razlika je kompenzovana nižim naknadama za upravljanje sredstvima fondova (tabela br. 5-7).

Administriranje i vođenje računa predstavlja najveći deo **operativnih troškova,** preko 60% (tabela br. 5-6). Za njima slede zarade zaposlenih u II stubu i naknada za superviziju koja se plaća državnoj Agenciji kao i naknada za garancije. Moguće je da troškovi vezani za prikupljanje doprinosa nisu u potpunosti iskazani u administrativnim troškovima jer su delimično prebačeni na poslodavce. Zanimljivo je da su, za razliku od latinaoameričkih zemalja, troškovi marketinga vrlo niski, mada je moguće da je deo tih troškova »sakriven« u delu naknada za upravljanje sredstvima fondova.

Tabela br. 5-6 **Struktura operativnih troškova, 2001 – 2004.**

	2001	2002	2003	2004
Materijalni troškovi	0,9	0,6	0,6	0,4
Zarade zaposlenih	6,8	8,2	7,9	8,0
Kompenzacija za službenike penzijskog fonda	1,7	1,4	1,4	1,4
Troškovi vezani za regrutovanje članova	5,0	3,7	3,5	2,0
Administriranje i evidencija računa	54,5	61,0	60,3	65,5
Troškovi revizije	0,8	0,7	0,6	0,3
Troškovi aktuarskih usluga	0,3	0,4	0,3	0,4
Troškovi konsultantskih usluga	0,3	0,9	0,5	0,4
Marketing	0,5	1,4	2,0	2,1
Naknada za superviziju	5.1	8,0	8,6	4,7
Naknada za garancije	5.9	5,7	6,1	6,4
Ostalo	18,1	7,9	8,2	8,3
% od doprionsa (ponderisani prosek)	N.A.	6,8	6,8	6,5

Izvor: HFSA.

Naknade za upravljanje sredstvima fonda po pravilu se iskazuju kao procenat ukupnih sredstava kojima fond upravlja. Vidi se da su prosečne naknade za upravljanje sredstvima blago pale od početka funkcionisanja II stuba i da se sada kreću blizu 1% u odnosu na ukupna sredstva (tabela br. 5-7). Najveće naknade naplaćuju fondovi čiji su sponzori finansijske institucije, dok su najniže naknade kod fondova čiji su sponzori poslodavci.

Tabela br. 5-7 **Naknade za upravljanje (% od sredstava),ponderisani prosek 1998 –2004.**

Sponzor	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ukupno tržište	1,13	1,42	1,06	1,03	0,95	0,92	0,97
Poslodavci	0,05	0,62	0,44	0,37	0,32	0,23	0,28
Fin. institucije	1,29	1,51	1,14	1,09	1,00	1,00	1,05
Nezavisni	0,21	0,94	0,60	0,81	0,84	0,57	0,53

Izvor: WB and IMF, 2005.

Nedostatak transparentnosti naknada u mađarskom II stubu nije samo posledica nedovoljnog iskazivanja prinosa i naknada (troškova) već i nemogućnost realnog poređenja jer se operativni troškovi naplaćuju iz doprinosa članova fonda, dok se naknade za upravljanje iskazuju kao procenat sredstava fonda (o čemu je više reči bilo u delu *4.3. Administrativni troškovi i naknade*). U 2004. fondovi su prvi put bili u obavezi da objavljuju bruto i neto stope prinosa. Međutim, i dalje ostaje problem što se operativni troškovi i naknade za upravljanje iskazuju i obračunavaju po različitim osnovama, čime je otežano poređenje efikasnosti različitih fondova[117].

Treba biti vrlo oprezan prilikom ocene stvarnih troškova i naknada funkcionisanja II stuba. Sa jedne strane, operativni troškovi (administriranje i vođenje računa korisnika) naplaćuju se iz doprinosa i oni su u proseku porasli sa 5,5% u 2000. na 6,5% u 2004. Sa druge strane, troškovi upravljanja sredstvima fondova odbijaju se od bruto prinosa i računaju se u odnosu na ukupna sredstva fonda. Taj procenat se u posmatranom periodu kretao od 1% do 1,5%. Moglo bi se reći da su u posmatranom periodu ukupni troškovi poslovanja fondova porasli sa 6% na oko 10% u odnosu na ukupne doprinose ili na oko 2,5-3% ako se računaju kao odnos prema ukupnim sredstvima. Reč je o velikim troškovima jer se oni u krajnoj liniji odbijaju od ukupnog akumuliranog iznosa člana fonda (budućeg penzionera). Za period od 30 i više godina ti troškovi mogu da umanje akumulirani iznos za jednu trećinu pa i više (vidi odeljak *4.3. Administrativni troškovi i naknade*).

Tome treba dodati da u Mađarskoj način prikupljanja doprinosa nije efikasan jer poslodavci treba da uplaćuju doprinose na račune 20 različitih fondova

[117] World Bank and IMF, Decembar 2005, Financial Sector Assessment Program Update, Hungary, *Technical Note: Pension – Competition and Performance in the Hungarian Second Pillar.*

i da u tu svrhu potroše dosta sredstava (za razliku od npr. Hrvatske gde tu funkciju obavlja REGOS koga finansira država iz budžeta).

5.1.4. Dosadašnje iskustvo performanse II stuba

U početku, portfolio fondova bio je takav da je oko 70-80% sredstava plasirano u državne hartije od vrednosti tj. forsirao se konzervativni pristup sa što nižim rizikom. U poslednjih nekoliko godina učešće državnih HOV je smanjeno na oko 60% u korist povećanog učešća akcija i jedinica investicionih fondova.

Tabela br. 5-8 **Struktura portfolio penzijskih fondova (%), 1998 – 2007.**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Novac na računu i keš	14,3	3,1	1,4	1,2	4,0	1,0	1,0	1,0	2,4	0,9
Državne HOV	76,7	83,4	77,6	80,0	67,9	69,9	73,0	73,5	67,3	58,5
Korporativne obveznice	1,7	1,7	2,3	3,0	4,3	3,1	2,0	2,3	1,7	2,9
Akcije	6,6	9,8	14,8	11,6	8,9	9,3	7,8	7,7	9,6	15,5
Investicioni fondovi	0,3	1,7	2,6	2,3	7,1	7,2	8,6	9,8	14,1	17,3
Ostalo	0,4	0,3	1,3	1,9	7,8	9,5	7,8	5,7	5,0	4,9
Ukupno	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Izvor: HFSA; MMF i SB (2005).

Sa stanovišta korisnika, budućih penzionera, glavno pitanje je da li su izborom u novi mešoviti sistem, koji uključuje II stub, prošli bolje nego da su izabrali neki drugi oblik štednje za starost. Konkretno, da li bi ostvarili bolji prinos da su za to vreme svoje bruto doprinose uložili, na primer, samo u I stub.

U prve tri godine funkcionisanja II stub je ostvario negativnu realnu stopu prinosa na uplaćene doprinose. To potvrđuju i sledeće računice rađene za period 1998-2000[118]:

- U prve tri godine članovi su uplatili u fondove II stuba oko 10% više sredstava nego što se našlo na njihovim ličnim računima krajem tog perioda;
- U istom periodu je došlo do apsolutnog gubitka od 5,4% na računima članova fonda, do čega ne bi došlo ako bi se njihovi doprinosi revalorizovali indeksom porasta potrošačkih cena;
- Relativni gubitak bio bi još veći – 8,2%, da su uplate indeksirane kao u I stubu tj. stopom povećanja zarada.

[118] FULTZ, E. ed., Pension Reform in Central and Eastern Europe, Vol 1, Restructuring with Privatization: Case studies of Hungary and Poland, ILO,2002.str. 85.

U 2000. oko 50% fondova imalo je lošije performanse (bruto prinose) od planiranih. Nominalni prinos je bio manji od inflacije, što je smanjilo realnu vrednost sredstava fondova, odnosno sredstava na ličnim računima članova. Poslovanje fondova II stuba posle 2002. polako se poboljšavalo. Povećao se broj članova, a 2004. je i stopa prinosa bila nešto veća u odnosu na prethodni period. Politika investiranja II stuba bila je i nadalje konzervativna tako da je 2004. još uvek 73% ulagano u državne hartije od vrednosti što je, zbog fiskalnog neprilagođavanja, uticalo na povećanje javnog duga. Razlog je u tome što je tržište kapitala i dalje nerazvijeno, a nedostaje i tzv. »kultura ulaganja« u privatne hartije od vrednosti bez obzira na dobar rejting zemlje u pogledu rizika ulaganja.

Tabela br. 5-9 **Neto stope prinosa, rast zarada i inflacija, 1998 – 2005.**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005[e]
Neto nominalna stopa prinosa	15,7	17,1	7,9	8,0	7,4	3,4	16,3	13,0
Nominalni rast zarada	16,8	12,1	12,7	13,2	15,0	12,7	6,3	6,2
Inflacija (prosek perioda)	14,2	10,0	9,8	9,2	5,3	4,6	6,8	3,9
Inflacija (dec.-dec.)	10,3	11,2	10,1	6,8	4,8	5,7	5,5	3,0

NAPOMENA: neto se odnosi na naknade za upravljanje, dok operativni troškovi u vidu naknada na doprinose nisu isključeni.

[e)] procena.

Izvor: MMF i SB, 2005.

Tabela br. 5-9 pokazuje da je tek od 2004. godine neto realna stopa prinosa viša nego rast zarada. Iako najnovije podatke nemamo, jasno je da je u 2008. godini taj trend sigurno ponovo preokrenut.

Tabela br. 5-10 **Prosečna realna bruto/neto stopa prinosa i realna stopa rasta zarada, 1998 – 2005.**

Prosečna (ponderisana) realna neto stopa prinosa	Prosečna ponderisana realna bruto stopa prinosa	Prosečni realni rast zarada
3,85%	4,85%	5,27%

Izvor: MMF i SB, 2005.

U celini gledano, u periodu 1998-2005. prosečan prinos na uložena sredstva u II stubu bio je prilično razočaravajući. Realna godišnja stopa neto prinosa (bez troškova upravljanja, ali koja ne isključuje operativne troškove) bila je u proseku samo 3,9%, pri čemu je u pojedinim godinama bila i negativna. Ukoliko bi se uključili i operativni troškovi, prinos bi bio još nešto niži (kao što je gore pomentuo, fondovi još uvek nisu podnosili izveštaje o prinosima bez svih troškova). Ako ovaj prinos uporedimo sa realnim rastom plata u istom periodu od 5,3%, što predstavlja prinos u uravnoteženom PAYG sistemu, onda to poređenje ne ide u korist II stuba. Doduše, treba istaći da je u tom periodu rast plata bio brz pre svega zbog velikog skoka plata u javnom sektoru. Ali u isto vreme i prinos u II stubu nije tržišno određen već je preko 60% uloženo u državne HOV.

Zanimljivo je da je kod ulagača (članova fonda) postojala prilična neinformisanost i neznanje u vezi sa mogućnostima promene fonda, pa su članovi ostajali u fondovima koji su uz iste prinose imali veće troškove i time umanjivali visinu njihove imovine.

Moglo bi se reći da su dosadašnje performanse II stuba u Mađarskoj dosta skromnije u odnosu na zemlje Latinske Amerike. Smatra se da je jedan od razloga opredeljenje da se u Mađarskoj, i pored dobrog rejtinga zemlje, ulaže uglavnom u državne hartije od vrednosti dok su privatni penzioni fondovi u latinoameričkim zemljama imali mnogo diverzifikovaniji portfolio što je (uz povećani rizik) omogućilo i veće stope prinosa. Takođe, zemlje Latinske Amerike uglavnom prikazuju bruto prinose (ne isključujući ni troškove upravljanja), tako da stope i nisu sasvim uporedive.

5.1.5. Zaključak

Na osnovu svega što je rečeno, teško je dati prognoze o budućnosti II stuba. U Mađarskoj ne postoje dovoljno pouzdane dugoročne projekcije, a najnovija kretanja na svetskom finansijskom tržištu ne daju mnogo optimizma kada je u pitanju II stub. Nije sporno da je početak bio težak, da rezultati nisu bili zadovoljavajući i da su se pojedina zakonska rešenja menjala iz godine u godinu. Izvesna poboljšanja u performansama nastupila su od 2004. i to je verovatno dalo povod za ocenu stručnjaka Svetske banke da se stvari u

pogledu II stuba u Mađarskoj odvijaju u pozitivnom pravcu, da ovakvo rešenje ima široku političku podršku i da je II stub postao integralni deo ukupnog sistema štednje zaposlenih za starost[119].

Imajući u vidu prethodno navedene, ne baš povoljne početne performanse II stuba – pre svega velike troškove poslovanja i skromne prinose na uložena sredstva – čini se da ovakva ocena ipak ponajviše važi za činjenicu da su institucionalna rešenja funkcionisanja II stuba u celini izgrađena, da dobro funkcionišu i da je, najzad, tom procesu značajan doprinos dala i sama Svetska banka.

Kada je reč o dosadašnjem iskustvu Mađarske sa II stubom, pouka za Srbiju može se naglasiti u sledećem:

- Uvođenje II stuba u uslovima kada postoje još brojni nerešeni problemi u I stubu nije dobra strategija;
- Uvođenje II stuba kada postoji već veliki deficit I stuba dovodi do dodatnog povećanja fiskalnog deficita zbog tranzicionog troška;
- Tržište privatnih penzionih fondova veoma brzo se monopoliše;
- Troškovi poslovanja ovih fondova su vrlo visoki, što direktno umanjuje akumulirane doprinose (lične račune) njihovih članova, budućih penzionera;
- Realna stopa prinosa ovih fondova je vrlo skromna;
- Portfolio strategija je vrlo konzervativna i koncentrisana je na državne hartije od vrednosti sa negativnim implikacijama na povećanje javnog duga;
- Uticaj na privredni rast preko širenja tržišta privatnog kapitala je veoma mali.

Najzad, ono što je najvažnije, nema jasnog dokaza da uvođenjem II stuba sadašnji zaposleni stvaraju uslove za sigurniju i dovoljno visoku penziju ili da bi se taj cilj mogao pre ostvariti daljnjim reformama I stuba (na primer, razdvajanjem dela penzije koji ima socijalnu funkciju i dela koji je element klasičnog osiguranja) i ohrabrivanjem dodatnih oblika štednje i raznih oblika socijalne brige za posebno ugrožena stara lica.

[119] PALMER, E. (2007), Pension Reform and the Development of Pension Systems: An Evaluation of World Bank Assistance, Hungary Country Study, The World Bank.

5.2. Uvođenje obaveznih privatnih penzionih fondova u Hrvatskoj

5.2.1. Uvod

Za razliku od Mađarske, gde je do uvođenja II stuba došlo tek posle velike debate, u Hrvatskoj takvih dilema nije bilo. Sa druge strane, period priprema, donošenje zakonskih rešenja i zakonskih prilagođavanja novim rešenjima trajao je punih sedam godina (1995-2002). Novi sistem sa tri stuba – reformisani PAYG (I stub), obavezni privatni penzioni fondovi (II stub) i dobrovoljni privatni penzioni fondovi (III stub) – najavljen je na konferenciji o penzionoj reformi još 1995. (uz aktivno učešće Svetske banke). Osnovni zakoni koji su regulisali funkcionisanje novog sistema doneti su 1998, kompletan regulacioni mehanizam zaokružen je 2000, dok je primena novog sistema, nakon odlaganja u Parlamentu 2000, započela početkom 2002.

Argumenti za uvođenje II stuba odnosili su se na neodrživost I stuba u uslovima starenja stanovništva i rastućeg deficita državnog penzionog fonda. Pokazatelji o starenju stanovništva u Hrvatskoj pokazuju da je stopa zavisnosti (stariji od 65/15-65) u 2005. iznosila visokih 26% sa perspektivom daljnjeg pogoršanja na 59% u 2050. U istom periodu učešće radnog stanovništva će se sa 67% smanjiti na 59%, odnosno, radno sposobno stanovništvo će se u posmatranom periodu smanjiti za skoro 30%.

Istovremeno, stopa doprinosa od 19,5% (od 2001. povećana na 20%) iz bruto zarada bila je dovoljna da pokrije samo 60% rashoda državnog penzionog fonda dok je ostatak finansiran iz budžeta, što je činilo oko 6% BDP-a.

5.2.2. Penzioni sistem i zakonska rešenja II stuba

Reforme PAYG sistema u funkciji uvođenja II stuba

Pre uvođenja II stuba bilo je neophodno da se reformiše I stub i prilagodi zahtevima novog kombinovanog obaveznog (državnog i privatnog) sistema. U tom cilju, zakonskim promenama iz 1998. predviđeno je:

- da od 2010. važi pravilo da se visina penzije određuje na osnovu zarade ostvarene u čitavom radnom veku (u međuvremenu se broj godina koje ulaze u prosek sa početnih 10 postepeno povećava);
- da do 2008. starosna granica za starosnu penziju dostigne 65 godina za muškarce i 60 godina za žene, uz najmanje 15 godina penzijskog staža;[120]
- da za prevremeno penzionisanje predviđena starosna granica bude od 60 godina za muškarce, odnosno 55 godina za žene i 35 godina penzijskog staža za muškarce, odnosno 30 za žene;
- da se visina penzija za prevremeno penzionisanje trajno smanjuje zavisno od broja meseci ranijeg odlaska u penziju;
- da se rast penzija usklađuje prema »švajcarskoj formuli« (posle jula 2004. u skladu sa rastom plata);
- da se pooštre uslovi za dobijanje invalidskih penzija;
- da umesto posebnih zakona za pojedine grupe, sva prava budu regulisana jednim opštim zakonom, a umesto dotadašnja tri fonda za radnike, poljoprivrednike i obrtnike, bude osnovan jedan fond tj. Zavod za sve osiguranike.

Osnovna pravila novog sistema sa dva stuba

Navedene promene u I stubu važe za one koji su se, zajedno sa starijima od 50 godina, koji su po sili zakona osigurani samo u I stubu, opredelili da ostanu samo u obaveznom državnom penzijskom osiguranju (I stubu). Taj izbor je bio moguć samo za osiguranike u starosti od 40 do 50 godina, dok je za mlađe od 40 godina kombinovani sistem sa I i II stubom bio obavezan.

[120] Penzijski staž obuhvata radni staž i staž koji se prema zakonu računa kao penzijski staž (staž osiguranja sa povećanim trajanjem – »beneficirani« staž, posebni staž itd.)

Za one koji su ušli u novi sistem sa dva stuba primenjuje se formula za obračun penzije iz dva dela. Za godine staža ostvarene u starom sistemu koristi se (nemački) sistem bodova na isti način kao za osiguranike koji su ostali samo u prvom stubu. Penzija koja dolazi iz prvog stuba u novom dvostubnom sistemu, tzv. *nova penzija*, sastoji se iz dva dela: *prvi deo* vezan je za visinu zarade i dužinu radnog staža; *drugi deo* u većoj meri zavisi od dužine staža ostvarenog nakon uvođenja II stuba, a manje od visine zarade, što znači da je relativno povoljniji za osiguranike sa nižim zaradama (redistributivna komponenta).

Sve ove promene prikazane su u narednoj tabeli:

Tabela br. 5-11 **Sumarni prikaz doprinosa za penzije, pravila određivanja i indeksacija penzija u sistemu sa I i II stubom (od 2002)**

	Stariji od 50 i korisnici od 40 do 50 koji ostaju samo u I stubu	Mlađi od 40 i korisnici od 40 do 50 koji su ušli u II stub
Doprinosi	19,5% (20%) u I stub	14,5% (15%) u I stub i 5% u II stub
Određivanje-valorizacija	Aktuelna vrednost penzije x lični bodovi x penzioni faktor	Isto za deo penzije iz I stuba + osnovna penzija (na osnovu godina staža i ostvarenih zarada u novom sistemu) + anuitet iz II stuba.
Minimalna-Maksimalna penzija	Minimalna penzija: 0,825% prosečne bruto zarade u 1998. za svaku godinu staža Maksimalna penzija: 3,8 lična boda za svaku godinu staža	Ne postoje minimalne i maksimalne penzije
Indeksacija	Aktuelna vrednost i rast penzije se usklađuju na osnovu »švajcarske formule«	Aktuelna vrednost penzije i deo penzije iz I stuba usklađuju se sa »švajcarskom formulom«. Anuiteti iz II stuba se usklađuju sa rastom cena (CPI)

Izvor: Pension Reform in Croatia, *str. 29.*

NAPOMENE:

- Aktuelna vrednost penzije je novčani iznos za jednu godinu staža penzionera koji je ostvarivao platu u visini prosečne plate u RH;
- Penzioni faktor je 1 za starosnu penziju, prevremeno starosno penzionisanje i nesposobnost za rad. Za ostale slučajeve ovaj faktor se smanjuje: za nesposobnost usled gubitka profesionalne sposobnosti za vreme nezaposlenosti 0,6667 (od 2003. povećan na 0,8 itd.).
- Lični bod – u 2002. prosečni lični bod je određen za period od 19 uzastopnih najboljih godina (od 2010. u obzir se uzima ukupni staž) i onda se množi sa ukupnim brojem godina penzijskog staža.
- Penzije se oporezuju, ali sa skoro dvostruko većim poreskim kreditom nego za zaposlene (od 2004. mesečni odbitak je 3000 HRK).
- Od 2004. rast penzija se usklađuje sa rastom zarada, ali je od 1.1.2006. ponovo uvedena »švajcarska formula«.

Za prosečnog osiguranika koji učestvuje u oba stuba, godišnja ukupna obračunska (akrualna) stopa je oko 0,6% za deo koji mu pripada iz I stuba. Akrualna stopa je veća za osiguranike sa manjim zaradama, a manja za osiguranike sa većim zaradama – za osobe koje su ostvarivale tri puta veću zaradu od prosečne, stopa se spušta na oko 0,4%.[121] To je skoro upola manje od obračunske (akrualne) stope od 1,1% koliko je predviđeno za korisnike koji ostaju samo u I stubu. Pri tom, od 2007. putem isplate dodatka na penziju (iznosi od 4% za penzije ostvarene u 1999. do 27% za penzije ostvarene od 2010) povećana je akrualna stopa za osiguranike koji ostvaruju penziju samo u I stubu. Svrha dodatka je povećanje penzija ostvarenih nakon reformisanja I stuba, s obzirom na to da su vrlo niske, i ublažavanje razlika između penzija ostvarenih u različitim periodima. Pravo na dodatak nemaju penzioneri koji

[121] Prema međunarodnim propisima o minimalnim socijalnim standardima (Evropski zakonik o socijalnoj sigurnosti - *European Code of Social Security* i Konvencija 102 Međunarodne organizacije rada) za dokazivanje zadovoljava li pojedina država pripisane standarde, uzimaju se u obzir samo davanja iz obaveznog osiguranja koje se temelji na principu »unapred definisane penzije«. To znači da se penzija iz II stuba, koja se temelji na principu »unapred definisanih doprinosa« ne uzima u obzir, pa se u vezi s tim javlja problem preniskog nivoa osnovne penzije u odnosu na te standarde.

ostvare penziju iz oba stuba, što je pogoršalo položaj sadašnjih i budućih penzionera iz oba stuba u odnosu na penzionere koji ostvaruju penziju samo u I stubu.

Očekivalo se da će navedena reforma penzionog sistema doprineti smanjenju učešća I stuba u BDP sa 11,29% u 1998. na 10% u 2020. i na 6% u 2040, stvarajući time prostor za razvoj II stuba. Glavni kratkoročni i srednjoročni način uštede u I stubu nastao bi zbog sporijeg priliva penzionera i promena načina indeksiranja penzija uvođenjem »švajcarske formule«. Na dugi rok, ovoj uštedi doprinelo bi i smanjenje penzije iz I stuba (PAYG) vezane za osnovne penzije[122]. Podaci pokazuju da je ovo učešće zaista počelo da se smanjuje, uprkos povećanju broja penzionera (tabela br. 5-12). Ovo smanjenje je posledica načina obračuna i indeksiranja penzija, usled čega je rast prosečne penzije u posmatranom periodu značajno sporiji od rasta BDP-a.

Interesantno je da se očekivalo da će novi sistem popraviti materijalni položaj penzionera sa najnižim primanjima zbog pozitivnog kombinovanog efekta primene »švajcarske formule« i određivanja minimalne penzije za svaku godinu penzijskog staža (0,825 od prosečne bruto zarade iz 1998. za svaku godinu staža, koja se redovno usklađuje kao i druge penzije). Projekcije su pokazale da bi se na taj način samo 1% onih koji se penzionišu u periodu 2009–2018. našlo ispod linije siromaštva[123].

Ovu računicu je teško prihvatiti jer je analiza siromaštva u Hrvatskoj na osnovu ankete o potrošnji domaćinstva iz 2004. pokazala da je rizik siromaštva starijih od 65 godina dva puta veći u odnosu na prosek. Štaviše, kada imamo u vidu da je blizu 100.000 onih starijih od 65 godina, koji ne primaju penziju niti socijalnu pomoć i koji pretežno žive u ruralnim oblastima, rizik siromaštva je za preko pet puta veći od proseka[124].

[122] Anušić, Z. et al. (2003), Pension Reform in Croatia, Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, str. 31.

[123] Anušić, Z. et al. (2003), Pension Reform in Croatia, Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, str. 3.

[124] World Bank (2006), Croatia. Living Standard Assessment, Volume 2: Background Papers, Report no. 37992, str. 70.

Tabela br. 5-12 **Osnovni pokazatelji penzionog sistema u Hrvatskoj**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rashodi za penzije (% BDP)	12,92	12,77	13,45	12,74	12,15	11,94	11,66	11,28
Osiguranici[a)]	1.406,091	1.380,510	1.402,102	1.421,981	1.443,995	1.460,105	1.498,877	1.538,170
Broj penzionera[b)]	1.017,801	1.018,504	1.032,120	1.042,192	1.054,549	1.065,655	1.080,571	1.100,086
Broj osiguranika/ Broj penzionera	1,38	1,36	1,36	1,36	1,37	1,37	1,39	1,40
Prosečna neto zarada (kune)	3.055	3.326	3.541	3.720	3.940	4.173	4.375	4.602
Prosečna neto penzija (kune)	1.309	1.382	1.592	1.648	1.702	1.758	1.829	1.876
Odnos neto prosečne penzije i neto prosečne zarade (%)	42,8	41,6	45,0	44,3	43,2	42,1	41,8	40,8
Saldo opšte konsolidovane države	-7,1	-7,5	-6,8	-4,9	-6,2	-4,8	-4,0	-3,0

[a)] Uključeni svi osiguranici (ekvivalentno osiguranicima u sva tri fonda u RS - zaposleni, samostalci i poljoprivrednici);

[b)] Uključeni svi penzioneri (ekvivalentno penzionerima u sva tri fonda u RS - zaposleni, samostalci i poljoprivrednici).

Izvor: Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Hrvatska narodna banka.

Tranzicioni trošak i njegovo finansiranje

Finansiranje tranzicionog troška je za Hrvatsku bilo velik problem jer je u vreme uvođenja II stuba ukupni budžetski deficit iznosio već 7% GDP-a (bez privatizacionih prihoda). Osnovna ideja bila je ta da se ovaj trošak raspodeli što ravnomernije između generacija, tako što bi dobar deo tranzicionog troška bio finansiran uštedama u I stubu – teret koji bi snosile sadašnje generacije penzionera, dok ostatak snosi radno stanovništvo. Kao ključni element finansiranja tranzicionog troška predviđene su uštede u I stubu, kao rezultat reforme iz 1998.[125]

Tako je za prvu deceniju uvođenja II stuba (period 2002–2012), tranzicioni trošak – definisan kao razlika između ukupnog doprinosa II stubu i ukupnih ušteda u I stubu[126] – dakle kao deo koji preostaje da se eksplicitno finansira, procenjen na 7,85% GDP-a[127]. Uštede u PAYG sistemu procenjene su da dostignu 1% GDP-a do 2012. zbog uvođenja »švajcarske formule« i da ostvare svoj maksimum od 3% GDP-a u 2035. Očekivani obim ušteda u I stubu bi tako, prema ovim projekcijama, trebalo da prevaziđe doprinose transferisane u II stub oko 2016, što znači da tada prestaje potreba za eksplicitnim finansiranjem tranzicionog troška. Ovako definisan ukupan kumulativni tranzicioni trošak projektovan je na 9% BDP-a.

Treba pomenuti i da su prve računice tranzicionog troška (1999) bile mnogo veće – on se procenjivao na 20-30% GDP-a u prve dve decenije funkcionisanja II stuba. Razlika je nastala zbog niže participacije korisnika od 40 do 50 godina, koji su imali pravo izbora, 23% umesto očekivanih 50%, kao i precenjene bruto zarade kao osnovice za izdvajanje u II stub[128].

[125] Anušić, Z. et al. (2003), Pension Reform in Croatia, Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, str. 69.

[126] Ovo je zapravo definicija »eksplicitnog« tranzicionog troška, koja već u samom obračunu troška uzima u obzir i jedan deo njegovog finansiranja. Za definiciju tranzicionog troška i različite načine finansiranja pogledati deo 4.1. Troškovi uvođenja II stuba – »tranzicioni trošak«.

[127] Anušić, Z. et al. (2003), *Pension Reform in Croatia,* Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, str.71.

[128] Isto, str. 72.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Doprinosi	6480042460	12530156205	13843992169	14872597405	15713409987	16918912567
Doprinosi	3,9%	6,9%	7,0%	6,9%	6,8%	6,8%
Ukupni rashodi	12159644675 00,0%	21819976598 00,0%	22764363451 00,0%	23284192990 00,0%	23762497448 00,0%	25524180970 00,0%
Ukupni rashodi	7,3%	12,0%	11,5%	10,8%	10,3%	10,2%
Rashodi za penzije	11547845856 00,0%	21187112619 00,0%	22184511524 00,0%	22685211951 00,0%	24358008785 00,0%	24875491113 00,0%
Rashodi za penzije	7,0%	11,7%	11,2%	10,6%	10,5%	9,9%
Saldo 1	-5679602215 00,0%	-9289820393 00,0%	-8920371282 00,0%	-8411595585 00,0%	-8049087461 00,0%	-8605268403 00,0%
Saldo 2	-5067803396 00,0%	-8656956414 00,0%	-8340519355 00,0%	-7812614546 00,0%	-8644598798 00,0%	-7956578546 00,0%
Saldo 1	-3,4%	-5,1%	-4,5%	-3,9%	-3,5%	-3,4%
Saldo 2	-3,1%	-4,8%	-4,2%	-3,6%	-3,7%	-3,2%
GDP	165639000000	181231000000	198422000000	214983000000	231349000000	250590000000

Tabela br. 5-13 **Procena tranzicionog troška u periodu 2002-2006.**

		2002[a]	2003	2004	2005	2006	2002-2006
1	Prosečna godišnja zarada (kune)	29760	47280	50076	52500	55224	..
2	Prosečan godišnji doprinos u II stub (5%)	1488	2364	2503.8	2625	2761.2	..
3	Broj osiguranika	983.310	1.070,932	1.170,092	1.248,931	1.322,010	..
4=2X3	Tranzicioni trošak (% u BDP)	0,88	1,40	1,48	1,52	1,58	6,86
5	Uštede u PAYG (% u BDP)	-0,71	-0,59	-0,21	-0,28	-0,38	-2,17
6=4-5	Eksplicitni tranzicioni trošak (% u BDP)	0,17	0,81	1,27	1,24	1,20	4,69

a) Podaci za 8 meseci (od maja 2002).
Izvor: Procena autora.

U periodu do 2006. godine eksplicitni trošak koji je trebalo finansirati iznosio je oko 1,2 % BDP-a godišnje (tabela br. 5-13). Međutim, usled dodatka na penziju iz I stuba koji je uveden 2007. po stopi od 4% na penzije ostvarene u 1999, do 27% na penzije ostvarene od 2010, kao i zbog povećanja prevremene starosne i najniže penzije, povećava se trošak isplate penzija u I stubu, pa time i eksplicitni tranzicioni trošak, za približno 0,4% BDP-a godišnje.

Sredstva koja su potrebna za finansiranje ovog »eksplicitnog« dela tranzicionog troška transferišu se iz budžeta. Iz budžeta se finansira približno 38-40% rashoda I stuba. Da nije uveden II stub, budžet bi pokrivao oko 25% troškova. Trošak finansiranja II stuba za Hrvatsku je u svakom slučaju veliki problem, posebno sada kada je kriza, a bio bi još veći da se povećala stopa doprinosa za II stub kao što su predlagali Svetska banka i fond menadžeri.

Preko 70% imovine penzionih fondova ulaže se u državne hartije od vrednosti, što ukazuje na to da se kompletan tranzicioni trošak do sada finansirao uz povećanja javnog duga, preciznije, zaduživanja države kod penzionih fondova.

Zakonska rešenja II stuba – regulacija i procedure

Procedure i uslovi za početak rada II (i III) stuba bili su slični kao i u drugim zemljama u tranziciji koje su prihvatile sistem sa tri stuba:

- osiguranje u drugom stubu obavezno je za sve mlađe od 40 godina;

- privatni penzioni fondovi nisu pravna lica;
- sredstvima fonda upravlja posebna kompanija;
- čitavu proceduru osnivanja i rada penzionog fonda kontroliše Hrvatska agencija za nadzor penzionog fonda i osiguranja (HAGENA) koju je kasnije zamenila HANFA (Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga);
- minimalni osnivački kapital je 8 miliona dolara (40 miliona HRK) i 80 000 članova u periodu od tri godine. Visoki osnivački kapital i veliki broj članova fonda propisani su radi ograničavanja broja penzijskih fondova na tržištu i ulaska na tržište samo renomiranih (bogatih) ulagača. Od 2007. zahtev o minimalnom broju članova fonda je brisan s argumentacijom da otežava ulazak novih fondova na tržište.

Specifičnost hrvatskog modela bilo je osnivanje Centralnog registra za osigurana lica – REGOS (1999) kao klirinške kuće čiji je zadatak bio da skuplja, registruje i transferiše obavezne doprinose i da se bavi vođenjem ličnih računa drugog stuba. Finansiranje REGOS-a obezbeđuje se iz budžeta, a ne iz doprinosa. Smatralo se da je osnivanje Centralnog registra dobro rešenje, ne samo zbog smanjivanja troškova administriranja i kvalitetnijih informacija, već zato što bi se time smanjilo izbegavanje plaćanja mesečnih doprinosa i poreza na dohodak iz zarada, a poslodavci su bili rasterećeni prekomernog izveštavanja. Zajedno sa drugim organizacionim promenama u prikupljanju poreza i doprinosa, novi sistem obezbedio je rast svih doprinosa već u prvoj godini.

Međutim, REGOS nije ostvario ulogu klirinške kuće kakvu na primer ima PPM u Švedskoj (vidi *4.2. Organizacija sistema*). Početna ideja bila je da – radi smanjivanja troškova, kvalitetnijih i konzistentnijih podataka i smanjivanja podsticaja penzijskih društava da troše sredstva na agresivni marketing i direktnu komunikaciju sa članovima fonda – penzijske kompanije nemaju podatke o članovima fonda, već samo agregatne finansijske podatke (tzv. »slepi računi«). Međutim, ta ideja nije bila zakonski sasvim precizno regulisana, pa je već 2002. REGOS počeo dostavljati podatke o ličnim računima penzijskim kompanijama, koje su te podatke počele da koriste za marketing, komunikaciju sa članovima itd. Penzijske kompanije, prirodno, htele su da imaju podatke o svojim članovima, a na kraju radi smanjivanja troškova pisanog informisanja članova fonda to je odgovaralo i REGOS-u

(državi). Zato je, umesto početne zakonske regulative da REGOS jednom godišnje dostavlja pisanu informaciju članovima fonda o prometu i stanju na ličnom računu, zakon promenjen tako da to rade penzijske kompanije.

Stoga ostaje otvoreno pitanje buduće uloge REGOS-a imajući u vidu reforme celokupnog sistema prikupljanja javnih prihoda.[129] Delokrug rada REGOS-a smanjen je 2006. (prestao je da prikuplja podatke o doprinosima za zdravstveno osiguranje i zapošljavanje kao i podatke o porezu iz zarada).

Garancije u II stubu

Prinos na lične račune garantovan je u odnosu na referentnu stopu prinosa koja se računa kao godišnja (od 2007. trogodišnja) ponderisana stopa prinosa penzijskih fondova umanjena za 2 procentna poena. Ova stopa se računa jedanput godišnje. Namera je bila ta da se ovakvim načinom smanji verovatnoća da se garancije uopšte aktiviraju.

Garantovana stopa prinosa je na taj način još više smanjena u poređenju sa zemljama koje su na sličan način članovima II stuba garantovale minimalne prinose (u Mađarskoj je, na primer, garantovana realna stopa prinosa bila 15% manja od prosečnog prinosa na dugoročne državne hartije od vrednosti). Hrvatska je primenila pravilo po kome je garantovana stopa prinosa iznosila trećinu referentne stope prinosa ako je ona veća od nule, odnosno, veća je za tri puta ako je referentna stopa manja od nule. To je urađeno namerno da bi se izbegla situacija da suviše velike garancije (koje zapravo plaćaju članovi fonda) smanje efektivnu stopu prinosa na njihove lične račune i/ili dovode portfolio menadžere u situaciju da vode suviše agresivnu i sličnu investicionu strategiju. Od 2007. garantovani prinos se aktivira ako je prinos fonda manji za 6 postotnih poena od referentnog prinosa (ponderisani prosek prinosa fondova u poslednje tri godine).

Ako se zbog prinosa fonda manjeg od garantovanog aktivira garantovani prinos, lični računi će biti povećani do garantovane stope prinosa. Ovaj

[129] Anušić, Z. *et al.* (2003), *Pension Reform in Croatia,* Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, str. 74.

prinos se pokriva iz garantnog depozita, dela osnivačkog kapitala (do 20%) i državnog budžeta. Ali, kao što se vidi, ceo sistem garancija je postavljen tako da do takve situacije i ne dođe.

U trenutku sticanja prava na penziju, sva sredstva se prebacuju u društvo za penziono osiguranje koje vlasnik ličnog računa izabere i sa njim ugovori oblik penzije[130] i način isplate. Anuiteti se, prema zakonu, doživotno indeksiraju u skladu sa rastom cena. Doživotni anuiteti se na isti način tretiraju kod oba pola što, zbog različitog očekivanog trajanja života, praktično znači transfer od oko 10% ukupnih sredstava od muškaraca ka ženama. Anuitet iz II stuba u potpunosti garantuje država[131] (što nije slučaj sa anuitetima na osnovu III stuba), za razliku od faze akumulacije gde, kao što je rečeno, sav rizik za svoje uloge i njihovo uvećavanje snose vlasnici ličnih računa, uz određenu minimalnu zaštitu koju im pruža garantovani prinos.

5.2.3. Struktura II stuba

Uključivanje u II stub i koncentracija fondova

Uključivanje u II stub je bilo prilično efikasno. Svi mlađi od 40 godina obavezno su uključeni i njih 87% su sami izabrali penzioni fond. Međutim, u 2002. samo oko 24% ili oko 70.000 starih između 40 i 50 godina se samo opredelilo za II stub. U 2006. je ukupno uključeno 77.492 od kojih 78,5% nije samostalno izabralo penzijski fond već je to umesto njih, na osnovu zakonskih ovlašćenja, uradio REGOS.

U 2002. uz obavezno ulaženje u II stub za mlađe od 40 godina i opciono za one između 40 i 50 godina i uz veliku propagandu Vlade i naravno samih

[130] Oblici penzija iz II stuba su: *pojedinačna penzija* (isplaćuje se doživotno korisniku), *zajednička penzija za bračne drugove* (isplaćuje se doživotno korisniku, a nakon njegove smrti doživotno supružniku u visini od najmanje 60%), *pojedinačna penzija sa zajamčenim razdobljem, zajednička penzija za bračne drugove sa zajamčenim razdobljem.* Zajamčeno razdoblje, ako se ugovori, traje najmanje 5 godina. Zajamčeno razdoblje znači da ako korisnik ili oba korisnika zajedničke penzije umru pre isteka zajamčenog razdoblja, 50% penzije ili više isplaćuje se imenovanom korisniku do isteka zajamčenog razdoblja. Imenovani korisnik može biti dete, bračni drug ili neka druga osoba.

[131] Ako kompanija koja isplaćuje penzije II stuba nije u stanju da isplaćuje penzije, obavezu preuzima država, penzijska kompanija prestaje da posluje, a preostale tehničke rezerve i ugovori o isplati penzija prenose se u drugu kompaniju.

penzionih fondova, umesto očekivanih 50% korisnika koji su imali pravo izbora, samo 25% (120.000) izabralo je novi sistem (u Mađarskoj je bilo čak 80%). Razlog je to što su računice pokazale da stariji ne bi bili u boljoj poziciji u novom sistemu.
Broj prelazaka iz jednog u drugi fond bio je relativno mali. Koncentracija fondova je velika – 88% svih učesnika u II stubu bilo je uključeno u tri penziona fonda.

U 2006. u II stub je ukupno uplaćeno 3,5 milijardi HRK doprinosa. Isplate, zbog zatvaranja ličnog računa, iznosile su 51,5 miliona HRK. Mada će se isplate u narednom periodu postepeno povećavati, s obzirom na starosnu strukturu članova fonda, može se očekivati nastavak rasta uplata u II stub i povećanje imovine penzijskih fondova.

Tabela br. 5-14 **Stope doprinosa i broj osiguranika u I i II stubu i broj fondova u II stubu**

	Stope doprinosa		Broj osiguranika		Broj fondova
	I stub	II stub		II stub	II stub
1999	21,5	..	1.406,091	..	..
2000	21,5 (19,5)*	..	1.380,510	..	..
2001	19,5	..	1.402,102	..	..
2002	14,5 (19,5)	5	1.421,981	983,310	7
2003	15 (20)	5	1.443,995	1.070,932	4
2004	15 (20)	5	1.460,105	1.170,092	4
2005	15 (20)	5	1.498,877	1.248,931	4
2006	15 (20)	5	1.538,170	1.322,010	4

NAPOMENA: Visina doprinosa nije uporediva sa visinom doprinosa u Srbiji. Generalno, nije preporučljivo porediti nominalnu visinu doprinosa s obzirom na to da različite zemlje na različite načine finansiraju penzije. U ovom konkretnom primeru (Srbija i Hrvatska), u Srbiji je iz doprinosa namenjeno da se finansiraju ne samo rashodi za penzije, već i mnogi drugi troškovi koji spadaju u kategoriju *old-age* i *disability benefits*, kao i zdravstevno osiguranje penzionera, dok su u Hrvatskoj doprinosi namenjeni isključivo finansiranju penzija.
Izvor: Vuković, 2005; Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje; HANFA.

Inače, imovina obaveznih privatnih penzionih fondova u Hrvatskoj je u poređenju sa drugim razvijenim zemljama još uvek mala. Ta imovina je u 2004.

Tabela br. 5-15 **Struktura naknada za upravljanje obaveznim fondovima**

	Ulazna naknada (%od doprinosa)	Naknada za upravljanje (% od imovine fonda)	Naknada za uspešnost fonda (% od prinosa)	Izlazna naknada (% od imovine)	Naknada za brokerske usluge	Naknada za usluge kastodi banke (% od imovine fonda)
Januar 2002.	0,8	0,8	25	✓	✓	0,1
Jul 2003.	0,8	1,2%	✓	✓	✓	0,1

Izvor: Anušić, ILO prezentacija i Zakon.

kao procenat BDP-a iznosila 3,7% a u 2005. povećana je na 5,1%, te na 6,34% u 2006. U Mađarskoj, Poljskoj i Češkoj taj procenat se kreće od 4 do 8%

Troškovi i naknade

Naknade za pokriće troškova društva su ograničene zakonom.

Kompanije za upravljanje penzionim fondovima mogu da naplate četiri usluge (troška) koje se pokrivaju iz sredstava fonda odnosno korisnika:

- Ulazna naknada koja se obračunava u visini od 0,8% ukupno uplaćenih doprinosa (neto doprinos se uplaćuje na lični račun kod odgovarajuće depozitne banke);

- Naknada za upravljanje do 1,2% ukupnih sredstava fonda godišnje, a Hanfa može propisati nižu stopu (od jula 2003); u 2007. ova naknada prema odluci HANFE iznosi do 0,95%;

- Troškovi prelaska iz jednog u drugi fond (ako se prelaz vrši u roku kraćem od pet godina; u 2003. smanjeno na 3 godine);

- Za korisnika nastaje još jedan trošak prilikom prelaska u društvo za isplatu penzija koje za svoje usluge može jednokratno da naplati do 5% od ukupne akumulirane sume (od 2007. ova naknada iznosi do 10%, a HANFA može propisati manju stopu).

Tu je međutim bilo određenih promena u 2003. godini. U početku (prvim

zakonom iz 1998), ulazne naknade su ograničene na 0,8% uplaćenih doprinosa, a naknade za upravljanje na 0,8% od imovine fonda. Propisano je da »sve troškove u svezi s transakcijama za stjecanje ili transfer imovine obveznog fonda snosi mirovinsko društvo«, dakle troškovi brokeraže trebalo je da budu pokriveni iz naknada za upravljanje fondom. Međutim, 2003. godine je ne samo povećan limit za naknade za upravljanje fondom, već se i svi troškovi tansakcija pokrivaju iz imovine fonda. Međutim, ukinuta je dotadašnja »naknada za uspješnost« (1/3 od realnog godišnjeg prinosa fonda), jer se ocenilo da ona može podstaći upravitelje fonda na rizičnija ulaganja radi postizanja većih prinosa, što u obaveznom penzijskom osiguranju nije poželjno.

Troškovi marketinga su u početku bili veliki (oko 32% početnog kapitala) ili oko 15 miliona dolara, mada su se budući članovi uglavnom opredeljivali prema imenu banke osnivača penzionog fonda. Troškovi marketinga su iznosili 5,4% prosečnog godišnjeg doprinosa na ličnim računima[132]. Kao što se vidi, reč je o visokim troškovima, pogotovo što REGOS preuzima sve troškove administriranja uplata u fondove.

Računice pokazuju da bi, zbog ovih troškova, prosečno godišnje realno smanjenje prinosa bilo 1,4% u narednih 40 godina. Izračunato u odnosu na doprinose, taj trošak bi u 2015. prešao 15% i dostigao skoro 20% u 2033. Na to treba dodati administrativne troškove REGOS-a (koji se finansiraju iz budžeta), koji su već na početku (2002) iznosili 1,5% akumulacije II stuba. Na dugi rok, troškovi II stuba bi iznosili dva procentna poena od godišnjeg prinosa na uložena sredstva[133]. Sada naknada iz imovine fonda iznosi do 0,95%, pa je negativni uticaj naknada na visinu penzija iz II stuba i dalje velik, ali je ipak malo manji od navedenog.

[132] Anušić, Z. et al. (2003), Pension Reform in Croatia, Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, str. 60

[133] Isto, str. 47

Tabela br. **5-16 Struktura ulaganja ukupne imovine obaveznih mirovinskih fondova (%)**

Vrsta imovine	2002	2003	2004	2005	2006
DOMAĆA IMOVINA	95,2	91,5	92,8	89,0	90,9
Od čega					
Vrednosni papiri i depoziti	89,0	86,3	88,7	85,8	89,2
Deonice	4,8	3,3	3,5	2,8	5,3
Državne obveznice	77,9	68,0	76,8	72,6	71,3
Municipalne obveznice	0,0	0,0	0,8	0,5	0,4
Korporativne obveznice	0,0	3,0	6,5	3,7	3,0
Zatvoreni investicioni fondovi	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Otvoreni investicioni fondovi	0,0	0,0	0,0	2,2	7,2
Kratkoročne vrednosne hartije	5,1	10,9	0,7	1,4	0,1
Depoziti	0,1	1,1	0,5	2,7	2,0
Novčana sredstva	3,7	2,5	2,7	1,2	0,9
Potraživanja	2,5	2,7	1,3	1,9	0,8
INOSTRANA IMOVINA	4,8	8,5	7,2	11,0	9,1
UKUPNA IMOVINA	100	100	100	100	100

Izvor: HANFA.

5.2.4. Prva iskustva – performanse II stuba

Portfolio strategija

Zakonska rešenja nametnula su vrlo konzervativnu portfolio strategiju. Najmanje 50% sredstava fonda treba ulagati u dugoročne državne hartije od vrednosti, najviše 15% u inostranstvu, najviše 30% u obveznice domaćih preduzeća i do 30% u akcije i investicione fondove. Najviše 5% sredstava se može ulagati kod jednog učesnika.

U 2007. godini usklađena je zakonska regulativa sa propisima EU, a deo tih promena će početi da se primenjuje nakon ulaska Hrvatske u EU – prestaće da

važi obaveza da se min. 50% imovine fondova II stuba mora ulagati u hrvatske državne vrednosne papire, već će u taj postotak ulaziti i obveznice država EU. Takođe, prestaće da važi ograničenje ulaganja u inostranstvu.

Ulaganja u državne obveznice daleko su iznad zakonskog zahteva, što se može objasniti nedostatkom (kvalitetnih) hartija od vrednosti u koje bi fondovi mogli da ulažu.
Penzioni fondovi su u 2002. uložili oko 78% sredstava u državne obveznice jer je država u cilju aktiviranja tog tržišta kapitala emitovala euro obveznice sa rokom prispeća od 12 godina, u vrednosti od 500 miliona evra, u tri polugodišnje tranše sa godišnjim prinosom od 6,875%. Pri tome je za prvu emisiju ponuđen diskont od 30bps što je obezbedilo izrazito visok prinos na ove obveznice (bruto 11,1% u proseku u 2002). Naplata dela prinosa zbog uspešnog upravljanja sredstvima je takođe bila velika i iznosila je 2,1% vrednosti sredstava fonda. Ovaj početni uspeh očigledno je isforsiran od strane države u cilju popularisanja II stuba (naravno, na račun poreskih obveznika).

Fondovi II stuba su i posle 2002. nastavili najviše da ulažu u državne obveznice – u 2006. u ove papire uloženo je 71,3% svih sredstava (tabela br. 5-16). Jedina promena je povećanje ulaganja u akcije domaćih preduzeća (3-6%) i u otvorene investicione fondove (7,2% u 2006).

Profitabilnost II stuba – neto realni prinosi

U narednoj tabeli je prikazan prosečni ponderisani prinos za četiri obavezna privatna fonda (meren indeksom MIREX) za period 2002-2006. Ako se izuzme početna 2002. kada je, kao što je napomenuto, država veštački isforsirala visoki prinos ovim fondovima, u ostalim godinama realni prinos, odnosno rast doprinosa, bio je vrlo skroman. Moglo bi se reći da bi alternativna ulaganja doprinosa umesto u II stub (uključujući i kamatu na dugoročne štedne depozite) odbacila veći prinos. Međutim, prinos obaveznih fondova je uporediv sa prinosima penzijskih fondova u razvijenim državama, koji uglavnom imaju konzervativnu politiku ulaganja (veliki deo portfolija ulažu u državne vrednosne hartije) i stoga ostvaruju u proseku manje prinose od »običnih« investicionih fondova.

Tabela br. 5-17 **Realni rast MIREX-a i neto realni rast novouplaćenih doprinosa**

	MIREX[1]			Neto realni rast doprinosa uplaćenih tekuce godine[2]	
	MIREX	Inflacija	MIREX - Realni rast	Ulazne naknade	Neto realni rast
2002	9,12	1,7	7,30%	0,8	6,44%
2003	7,3	1,8	5,40%	0,8	4,57%
2004	7,37	2,1	5,17%	0,8	4,33%
2005	6,78	3,3	3,37%	0,8	2,55%
2006	7,78	3,2	4,44%	0,8	3,61%

1) Neto od naknade za upravljanje fondom
2) Neto od svih naknada - naknada za upravljanje fondom i i naknada na ulazu (od doprinosa)

Ostvarene penzije iz oba stuba

Približno 200 žena ostvarilo je prevremenu starosnu penziju iz oba stuba, u proseku 25% manju od penzije sa dodatkom, koja bi se ostvarila samo iz I stuba. Prosečna prevremena starosna penzija ostvarena iz oba stuba iznosi 1.965 kn (I stub 1.885 kn, II stub oko 80 kn, decembar 2008). Uzroci niskog nivoa ovih penzija su:

- prve korisnice penzija iz oba stuba su žene koje su kratko bile u II stubu – relativno su mlade i sa 55-57 godina života su ostvarile prevremenu starosnu penziju;
- osnovna penzija koju osiguranici II stuba ostvaruju iz I stuba je niska: iznosi 35-60% penzije koja bi se za staž ostvaren od 2002. ostvarila samo u I stubu;
- korisnici osnovne penzije nemaju pravo na dodatak koji pripada korisnicima penzija ostvarenih prema Zakonu o penzijskom osiguranju u visini od 4% na penzije ostvarene u 1999, a do 27% na penzije ostvarene od 2010. godine;
- penzija iz II stuba je relativno niska (iznosi u proseku oko 80 kn), što je posledica kratkog razdoblja kapitalizacije, mlade životne dobi korisnica mirovine, te načina izračunavanja penzija iz II stuba koji se temelji na dugom očekivanom trajanju života (višem od zvaničnih statističkih podataka);

- penzije iz II stuba usklađuju se samo sa rastom potrošačkih cena, a penzije iz I stuba usklađuju se prema rastu zarada i potrošačkih cena u odnosu 50:50;
- nepovoljna kretanja na tržištu kapitala tokom 2008. i 2009. nepovoljno se odražavaju na penzije iz II stuba.

5.2.5. Projekcije za naredni period

Naredne projekcije su date na osnovu primene zakonskih rešenja iz 2002, dakle pre promena koje su 2004. uvele neke novine u vezi sa određivanjem penzija.

Struktura penzionera u odnosu na njihov broj u I i II stubu postepeno će se promeniti u korist novog mešovitog sistema. Krajem 2006. počele su se ostvarivati prve prevremene starosne penzije iz oba stuba, a od 2012. godine prva grupa penzionera (žene) će početi da dobija starosne penzije iz oba stuba. Oko 2036. broj penzionera koji primaju penziju iz oba stuba biće veći od broja penzionera koji će ostati/biti u PAYG sistemu.

Prema umerenim makroekonomskim projekcijama, ukupni PAYG troškovi pali bi na oko 8,2% GDP-a u 2040. (5% samo za PAYG penzije i 3,2% za osnovne penzije u dvostubnom sistemu). Ukupni anuiteti u 2040. bili bi povećani na 3,6% GDP-a.

Imajući u vidu »švajcarsku formulu« za indeksiranje PAYG penzija, odnos prosečne penzije i prosečne plate bi sa 42,1% u 2004. pao na 38% u 2012. Od te godine II stub počinje da isplaćuje starosne penzije (prevremene starosne penzije isplaćuju se od kraja 2006). Ali uz pretpostavku realnog bruto prinosa II stuba od 4% u fazi akumulacije i 3% u fazi isplate, odnos prosečne penzije iz oba stuba u odnosu na prosečnu platu mnogo se ne popravlja i u 2040. ne bi bila veća od 37%. Zato su analitičari postavili zahtev da u cilju socijalno prihvatljivih ukupnih penzija stopa doprinosa za II stub bude veća. Tako, na primer, sa doprinosom od 7% za II stub i uz iste makroekonomske pretpostavke, u 2040. prosečna penzija dostigla bi 47% tadašnje prosečne plate.
Na osnovu ovih računica sami hrvatski analitičari su došli do sledećih zaključaka[134]:

[134] Anušić, Z. *et al.* (2003), *Pension Reform in Croatia*, Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank, str. 73-75.

- Kada je reč o I stubu, smatra se da su minimalne penzije suviše visoke i u aktuarskoj su neravnoteži sa minimalnim nivoom doprinosa. Kod prevremenog penzionisanja, aktuarske računice pokazuju da bi realno godišnje smanjivanje trebalo da bude 5-6% umesto sadašnjih 3,6%;
- U vezi sa II stubom smatra se da doprinos od 5% treba povećati na 7% po cenu povećanog fiskalnog deficita jer inače ne može da se ostvari minimalno prihvatljiv odnos penzija i plata;
- Potrebno je smanjivanje zakonski određenih nadoknada i troškova i olakšavanje ulaska novih fondova i portfolio menadžera;
- HANFA treba da nadgleda portfolio koncentraciju da bi se, pored ostalog, bolje sagledao efekat prebacivanja glavne odgovornosti za garancije na portfolio menadžere;
- Kombinacija I i II stuba je moguća ako je moguće dovoljno jako prilagođavanje unutar I stuba;
- Centralna klirinška kuća, ako je dobro dizajnirana i efikasno funkcioniše, dobro je rešenje za II stub, ali i za bolje izveštavanje u oblasti javnih prihoda. Ipak, administrativni troškovi time se automatski ne smanjuju ukoliko su zakonski definisane nadoknade određene nekorektno ili su suviše rigidne. Pored toga, REGOS nije preuzeo sve funkcije koje bi klirinška kuća tog tipa trebalo da obavlja;
- Zakonski definisane naknade su visoke;
- Postoji naglašen problem koncentracije penzionih fondova u pogledu portfolio investiranja zbog nerazvijenog tržišta kapitala.

Hrvatski analitičari tvrde da na dugi rok kombinacija prihoda na osnovu anuiteta, koji potiče iz II stuba i osnovne penzije iz smanjenog I stuba, ostvaruje veće ukupne penzije. Doduše, ova računica nigde nije pokazana. Štaviše, niske stope doprinosa i prinosa u prvoj fazi funkcionisanja II stuba, relativno niska osnovna penzija iz I stuba kao i zakonske promene u 2004. ne idu u prilog takvim zaključcima. Osim toga, do sada ostvarene penzije iz II stuba približno su za 30% manje od penzija projektovanih u spomenutim radovima hrvatskih analitičara. Jedan od razloga je npr. obračun penzija koji primenjuje Raiffeisen osiguravajuće društvo, a koji se temelji na znatno dužem očekivanom trajanju života od podataka iz zvanične statistike, i na neobračunavanju realnog prinosa u fazi isplate penzija.

U nastavku je priložena još jedna projekcija (tabela br. 5-18)[135]. Ona je takođe rađena na osnovu zakonskih rešenja iz 2002. godine, pod pretpostavkom da se ne donose druge zakonske promene. Prema ovoj projekciji, ukupan odnos zamene prihoda radnika koji prosečno stiče penziju iz mešovitog sistema (znači i iz I i iz II stuba), za one koji su tek ušli na tržište rada i koji će se penzionisati 2047. (muškarci), iznosiće 61.6% od njihove neto zarade dok su radili. Za žene će ovaj odnos biti značajno manji (oko 50%) usled kraćeg radnog veka. Međutim, ove projekcije su precenjene – u stvarnosti se penzije iz oba stuba projektuju znatno nepovoljnije. Moguće je da je jedan od razloga za to pretpostavka o stopi rasta realnih zarada koja iznosi samo 2% godišnje, dok se u stvarnosti očekuju veće stope. Drugi razlog je duži radni staž koji se uzima kao pretpostavka (45 godina)[136].

Vidimo da se u mešovitom penzijskom sistemu odnos zamene smanjuje sa povećanjem prihoda usled činjenice da se osnovna penzija povoljnije obračunava za penzionere sa manjim penzijama, dakle postoji određeni nivo redistributivnosti (tabela br. 5-18). Ali te razlike nisu prevelike, što znači da je mešoviti sistem pre svega vezan za zarade tokom radnog veka, a samo delimično je i redistributivan.

Tabela br. 5-18 **Očekivane stope zamene za radnike različitih nivoa zarada***

	Nivo zarade tokom radnog veka u odnosu na prosek					
	0,5	0,75	1	1,5	2	2,5
Muškarci						
Bruto stopa zamene	47,3	41,3	38,4	35,4	33,9	33
Neto stopa zamene	66,7	63,1	61,6	59,7	59,6	58,9
Žene						
Bruto stopa zamene	39,1	33,7	31,1	28,4	27,0	26,2
Neto stopa zamene	55,2	51,5	49,9	48,6	48,8	48,3

*Hipotetičke stope zamene prihoda od rada prihodom od penzija za one koji su 2002. ušli na tržište rada i penzionisaće se 2042. (žene), a 2047. (muškarci). Uključena je penzija i iz prvog i drugog stuba. Pretpostavka o prinosu u drugom stubu je 3.5% realno neto od svih troškova.

Izvor: APEX model (Edward Whitehouse), objavljeno u *WB Pension Panorama*.

[135] Whitehouse, E. (2007), *Pension Panorama*, World Bank.

[136] Za detalje o metodologiji ovih projekcija vidi :Whitehouse, E. (2007) Pension Panorama, World Bank ili Stanić, K. (2008), *Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti – merenje i međunarodna poređenja,* Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 13, FREN.

Kao što je rečeno, sve ove računice rađene su pre 2004. Te godine je zakonskim promenama utvrđeno da se rast penzija usklađuje samo sa rastom zarada (Zakon o izmenama Zakona o penzijskom osiguranju). Ova i niz drugih promena u 2004, u cilju poboljšanja materijalnog položaja penzionera (uključivanje u penziju dodatka od 100 HRK plus 6%) i dopunskih povećanja u cilju eliminisanja razlika u nivou penzija zarađenih u različitim periodima, posledica su ogromnih političkih pritisaka samih penzionera kada su videli da se odnos prosečne penzije i prosečne plate u 2004. smanjio na 42%, a država uvidela da raznim intervencijama i zakonskim prilagođavanjima mora da menja prethodno utvrđeni penzioni sistem. Zato se postavlja pitanje da li je ponovno vraćanje na »švajcarsku formulu« od 2006. samo privremena mera ili će je nova Vlada opet menjati ako bi nastavio da se pogoršava odnos prosečne penzije i prosečne plate.

5.2.6. Zaključne napomene

- Hrvatska se dugo pripremala za uvođenje II stuba – sedam godina – i u Hrvatskoj II stub je uveden zbog poznatih problema rastućeg deficita PAYG sistema i starenja stanovništva, uz inicijativu i veliku podršku Svetske banke;
- U međuvremenu su izvršene značajne parametarske reforme I stuba;
- Ideja o formiranju jedinstvene klirinške kuće doprinela je racionalnosti i opštem poboljšanju efikasnosti naplate doprinosa i unela je veći red u vezi sa izveštavanjem o platama;
- U periodu 2002-2006. uticaj ulaganja iz II stuba na tržište kapitala bio je mali. Tačnije, priliv doprinosa za II stub od preko pola milijarde evra godišnje svakako je doprineo volumenu trgovanja i razvoju tržišta kapitala, ali je zbog relativno ograničene ponude vrednosnih papira, te zbog konzervativne investicione politike, najveći deo plasiran u državne papire, pa se dovodi u pitanje efektivnost alokacije resursa preko tržišta kapitala;
- Realna stopa prinosa bila je skromna i pored velike propagande i podsticaja države na početku sprovođenja novog sistema;
- Koncentracija fondova je izrazito velika (samo 4 fonda);
- Relativni troškovi poslovanja II stuba su se smanjili u odnosu na period 2002-2006. ali su i dalje visoki – samo naknada za upravljanje iznosi 0,95% godišnje od ukupnih sredstava fonda, što se zajedno sa drugim

naknadama i troškovima (naknada od doprinosa, izlazna naknada, naknada depozitnoj banci, transakcijski troškovi) penje na približno 1,3% godišnje.

- Takođe, u slučaju kada se 70-80% imovine II stuba ulaže u državne papire, ne možemo govoriti o povećanoj štednji i investicijama, što je bio jedan od vrlo važnih argumenata za uvođenje II stuba;
- Usled problema vezanih za finansiranje tranzicionog troška, a pritisnuta teškoćama izazvanim finansijskom krizom i slabim performansama II stuba, Hrvatska trenutno razmatra (još nije donesena politička odluka) mogućnost da se osiguranicima koji su dobrovoljno ušli u II stub omogući povratak samo u I stub. Na taj način bi se rešio problem tih penzionera (ostaje problem onih mlađih od 40 godina), te bi se smanjio tranzicioni trošak.

Na osnovu dosadašnjeg iskustva, moglo bi se zaključiti da uvođenje obaveznog privatnog penzionog osiguranja nije rešilo suštinske probleme penzionog sistema u Hrvatskoj niti obećava sigurnu i socijalno prihvatljivu budućnost za rastuću populaciju penzionera. Želja da se period tranzicionog troška što više skrati i time rastereti državni budžet, neminovno rezultiraju niskom stopom zamene, odnosno malom prosečnom penzijom u odnosu na prosečnu platu. Ovakva situacija, kao što se to desilo 2004, stvara i stvaraće stalne tenzije i zahteve penzionera za »vanrednim usklađivanjem« rasta penzija sa platama. Kao i u slučaju Mađarske, realne stope prinosa na uložena sredstva II stuba su niske, a troškovi poslovanja suviše visoki.

Prvi period penzione reforme (2002 – 2006) pre govori o nekim pozitivnim efektima parametarskih reformi (povećanje starosnih granica, promena načina određivanja i usklađivanja penzija itd.) i organizacijskih promena u prikupljanju doprinosa nego o napretku zbog funkcionisanja II stuba. Na kraju, treba spomenuti da privatno dobrovoljno penzijsko osiguranje beleži dobre rezultate u poslovanju (više stope realnog prinosa) zbog veće zakonske fleksibilnosti u pogledu portfolio strategije, ali i zbog veće konkurencije, te zbog državnih podsticaja članovima dobrovoljnih penzijskih fondova do 1.250 HRK godišnje i poreskih olakšica. Zato ne iznenađuje podatak da je u 2006. u odnosu na 2005. broj osiguranika u III stubu povećan čak za 47%, mada su sredstva tih fondova još uvek veoma mala.

Možda i ovakvi trendovi govore da temeljne reforme PAYG sistema i dodatne stimulacije u vezi sa različitim oblicima štednje za starost predstavljaju prihvatljivije

rešenje, pogotovo za same penzionere, nego uvođenje skupog i po veličini prinosa malog i neizvesnog obaveznog privatnog penzionog sistema.

5.3. Iskustvo Čilea

Iskustvo penzijske reforme u Čileu dragoceno je najmanje iz dva razloga. Prvi je činjenica da se radi o prvoj reformi u svetu u kojoj je temelj reforme bila izgradnja potpuno novog koncepta – sa obaveznim penzijskim osiguranjem u privatnoj režiji – koji je ponovljen u drugim zemljama i postao je ozbiljna alternativa klasičnom državnom osiguranju. I drugi je razlog što taj sistem funkcioniše, tj. što je izdržao test vremena i pokazao da penzijski sistem zasnovan na kombinaciji privatne inicijative, tržišta kapitala i državne regulacije može izbeći mnoge rizike i obezbediti penzije svojim osiguranicima. Kako funkcioniše – videćemo u nastavku.

Čileanska reforma je manje ili više imitirana u gotovo svim zemljama Latinske Amerike, uz određene modifikacije, pa je interesantno pogledati i tamošnja iskustva. Naime, pregled iskustava više zemalja koje slede isti ili sličan model može ukazati i na teškoće, ili na rezultate koji se na primeru jedne zemlje uopšte ne pokažu. Ovo je tim važnije što čileanski model podrazumeva odličnu regulaciju i nadzor funkcionisanja privatnih penzijskih fondova, dok neke zemlje Latinske Amerike raspolažu slabijim administrativnim kapacitetima nego Čile.

Pre reforme iz 1981, čileanski penzijski sistem bio je u državnoj organizaciji, zasnovan na sistemu tekućeg finansiranja i proizvodio je deficite od nekoliko procenata GDP-a godišnje (3,1% u 1878. i 1,7% u 1980). Godine 1980. dolazila su samo dva aktivna osiguranika na jednog penzionera. Postojalo je čak 150 različitih penzijskih režima i 35 različitih penzijskih fondova. I pored toga, pokrivenost zaposlenih penzijskim osiguranjem bila je nezadovoljavajuća, a projektovani fiskalni teret budžeta brzo je rastao. Stoga je izvedena radikalna reforma, čiji je autor bio ministar rada Hoze Pinjera.

5.3.1. Uvod – Novi čileanski sistem

Čileanski penzijski sistem sastoji se od tri stuba. *Prvi stub* je državni penzijski sistem koga sačinjavaju tri komponente: (1) socijalna penzija za stare

siromašne ljude; ona nije uslovljena ranijim plaćanjem doprinosa, a visina zavisi od visine sredstava iz drugih izvora kojima raspolaže građanin; (2) od države garantovana minimalna penzija za osigurane u obaveznim privatnim fondovima, koja se aktivira kao dopuna ukoliko penzija penzionera iz tih fondova bude niža od minimalne; ona je znatno viša od socijalne penzije; (3) ostatak starog sistema, u kome se nalaze osiguranici koji su 1981. godine odabrali da ostanu u starom sistemu i tu su stekli penziju. Sve tri komponente finansira državni budžet.

Drugi stub čini obavezno osiguranje u privatnim penzijskim fondovima. Osiguranje je obavezno za sve zaposlene, dok je za samozaposlene dobrovoljno. U osnovi, ovde se radi o sistemu obavezne štednje, gde se doprinosi svakog pojedinca usmeravaju na njegov individualni penzijski račun u jednom od privatnih fondova i zatim se investiraju kako bi se kapital oplodio, tj. uvećao, i kako bi se na kraju radnog veka uvećala penzija. Po zakonu, stopa doprinosa iznosi 10% mesečne zarade do limita kod zarade od oko USD 2000 u 2007, plus 2-3% na ime troškova administriranja i invalidskog i porodičnog osiguranja. Zaposleni u jednom trenutku smeju da budu članovi samo jednog fonda, ali povremeno mogu da pređu u drugi.

Pravo na penziju stiče se sa 65 godina života za muškarce i 60 za žene. Moguće je i prevremeno penzionisanje ukoliko je iznos na računu osiguranika dovoljno visok (obezbeđuje 110% minimalne penzije). Kao kod svakog plana sa propisanim doprinosom, iznos penzije zavisi od iznosa uplaćenih doprinosa, investicionih prinosa i troškova funkcionisanja samog fonda, kao i očekivanog trajanja života pojedinca (prema tablicama) i broja članova domaćinstva sa pravom na porodičnu penziju.

Postoji i *treći stub* penzijskog osiguranja, a to je dobrovoljno osiguranje u privatnim fondovima. To se zove trećim stubom po terminologiji Svetske banke, mada se po mnogo čemu radi o ekstenziji drugog stuba. Naime, osiguranici u drugom stubu mogu da uplaćuju u iste fondove dodatna sredstva na svoje račune (preko propisanih 10%), na šta su podstaknuti poreskim pogodnostima. Dakle, treći stub sa drugim deli institucije (isti fondovi) i državnu regulaciju. Na oko 7,4 miliona osiguranika u obaveznom delu osiguranja u 2007. godini postoji oko 1,5 miliona dobrovoljnih.

Prilikom reforme tadašnjim osiguranicima bilo je omogućeno da se odluče da li će ostati u starom državnom sistemu ili će preći u novi. Ukoliko se odluče za ovo drugo, država im je, kao naknadu za ranije uplaćene doprinose u državni fond, odnosno za prava koja iz tog fonda neće iskoristiti, davala državne obveznice koje se ulažu u privatne fondove i koje dospevaju na dan njihovog penzionisanja. Njihova visina zavisi od broja godina staža osiguranja i očekivanog trajanja života, a finansiraju se iz budžeta. Na taj način je država podnela tranzicioni trošak reforme. Tadašnji penzioneri su ostali u starom sistemu, koji se finansirao iz državnog budžeta, a novi radnici su bili obavezni da se uključe u novi sistem.

Najvažniji i revolucionarni deo čileanskog penzijskog sistema je drugi stub, sa obaveznim individualnim štednim računima i privatnim fondovima. Ovi štedni računi su administrirani od strane penzijskih fondova koje vode firme za upravljanje penzijskim fondovima zvane AFP-i. Konkurenciji je u ovoj reformi pridat najviši značaj, pošto je ona trebalo da snizi administrativne troškove, doprinese uvećanju investicionih prinosa i donese bolje usluge mušterijama.

Na početku novog sistema bilo je 12 AFP-a. Maksimum je dostignut 1994, kada ih je bilo 21, da bi 2007. njihov broj kroz fuzije bio smanjen na 6.

Investiciona regulacija penzijskih fondova bila je u početku stroga, pošto se pošlo od neiskustva njihovih menadžera sa (svetskim) tržištem kapitala i od potrebe da se novac usmeri u sigurnije plasmane, pa su bile zabranjene investicije u akcije preduzeća i u inostranstvu. Još sredinom 1980-ih dozvoljene su investicije u domaće akcije, mada u ograničenom obimu, a sredinom 1990-ih u inostrane hartije. Od 2004. limit je za inostrane hartije 30% ukupnih plasmana, s tim da se danas razmatra njegovo povišenje na 80%, a zbog viših prinosa nego na domaćem tržištu. Struktura investicija u 2003. godini bila je sledeća: državne obveznice 24%, obveznice i depoziti finansijskih institucija 26%, inostrane hartije 24%, akcije 15%, korporativne obveznice 8% i uzajamni fondovi 3%.

Firme koje vode penzijske fondove (AFP-i) naplaćuju razne vrste naknada od penzijskih osiguranika: za otvaranje računa jednokratno unapred, za vođenje računa proporcionalno doprinosima, prilikom penzionisanja itd. Iz tih naknada pokrivaju se stvarni troškovi i obezbeđuje zarada AFP-a.

5.3.2. Rezultati i problemi

Štednja i tranzicioni trošak. Prvo pitanje je odnos čileanskog penzijskog sistema sa ekonomskim rastom. Pristalice ovog penzijskog modela tvrde da je penzijska reforma u znatnoj meri doprinela bitnom rastu nacionalne štednje i ekonomskom rastu, dok oponenti to negiraju.

Stopa štednje je zaista bitno skočila u vreme penzijske reforme i sa 12% GDP-a tokom 1970-ih godina dostigla 23% tokom 1990-ih, na kom je nivou i sada.[137] I ekonomski rast se ubrzao tokom poslednjih decenija. No, pitanje je da li je zaista penzijska reforma donela povećanje štednje. Naime, kako su još Orszag i Stiglitz[138] upozorili, činjenica da ovaj tip penzijskog sistema predstavlja štednju *per definitionem* ne znači da ukupna štednja u zemlji automatski raste budući da ona može dovesti do smanjenja neke druge komponente ukupne štednje – na primer, kod pojedinaca koji će manje štedeti za starost u sopstvenom aranžmanu. Kako procenjuju Gill, Packard i Yermo, najveći deo rasta nacionalne štednje u Čileu posledica je rasta državne štednje (budžetski suficit itd.), dok je doprinos penzijske reforme u najboljem slučaju skroman.[139]

No, čak i da štednja drugog stuba nije praćena smanjenjem dobrovoljne/privatne štednje pojedinaca, ceo penzijski sistem Čilea proizvodi deficit štednje, jer priličan deo troškova penzijskog sistema pokriva budžet. Budući da je u periodu 1981-2004. penzijski trošak, plaćen iz budžeta, bio prosečno 5,5% GDP-a i da je akumulacija štednje u novom sistemu u proseku iznosila samo 2,5% GDP-a, to proizlazi da je ukupan rezultat negativan, tj. da je penzijski sistem pravio prosečan neto deficit od 3,0% GDP-a godišnje u posmatranom periodu.[140]

Ovim smo došli do fiskalnog troška penzijske reforme, koji je u Čileu neočekivano visok, odnosno viši nego što je bilo planirano u vreme dok je reforma koncipirana i izvođena. Ukoliko od navedenog fiskalnog troška za penzije odbijemo vojne penzije, ipak ostaje činjenica da državni budžet, u koji se ne slivaju nikakvi penzijski doprinosi, troši na podršku reformisanom penzijskom sistemu čak 4,3% GDP-a u periodu 1981-2004. To su visoki troškovi tranzicije, koji se sastoje od nekoliko elemenata:

1. penzije iz starog sistema, tj. penzije onih koji su 1981. već bili penzioneri i penzije onih zaposlenih koji su se te godine opredelili da ostanu u državnom penzijskom sistemu;

2. obveznice na ime stečenih prava u državnom sistemu pre 1981. godine, koje su osiguranici preneli u privatne fondove (čist tranzicioni trošak), socijalne penzije za siromašne, tj. za one koji nikada nisu bili penzijski osigurani;
3. garancije minimalne penzije za osiguranike iz drugog stuba.

Ovaj se deficit smanjivao tokom vremena, ali vrlo sporo. I tokom sledećih godina će iznositi 3-4% GDP-a, s tim da će se smanjivati učešće penzija iz starog sistema (usled smanjenja broja penzionera), dok će se povećavati učešće finansiranja obveznica i minimalnih penzija.

Takav visoki tranzicioni trošak, i to u dugom vremenskom periodu, Čile je podneo bez velikih problema usled vrlo stroge fiskalne politike koja je u posmatranom periodu uspela da stvori prosečan suficit centralnog budžeta od 8,5% (bez penzija). Sve zemlje koje razmišljaju o sličnoj penzijskoj reformi svakako moraju imati na umu visoke troškove tranzicije i moraju naći načina kako da reše taj problem: ili će ga finansirati iz državnog budžeta, što zahteva velike napore fiskalne politike i suficite, ili će smanjiti prava osiguranika, čemu pribegavaju mnoge zemlje, uključujući i, kako ćemo videti, zemlje Latinske Amerike.

Investicije i prinosi. Glavna snaga reformisanog čileanskog sistema leži u brzom rastu kapitala privatnih penzijskih fondova, a koji su osnova za isplatu budućih penzija, kao i u visokim prinosima na investicije privatnih fondova. Naime, do 2005. godine nivo njihovog kapitala narastao je do 60% GDP-a, kako pokazuje sledeći grafikon:

Po učešću kapitala penzijskih fondova u GDP-u Čile je treći u svetu, iza SAD i Velike Britanije.

Pogledajmo i globalnu strukturu investicija kapitala penzijskih fondova.

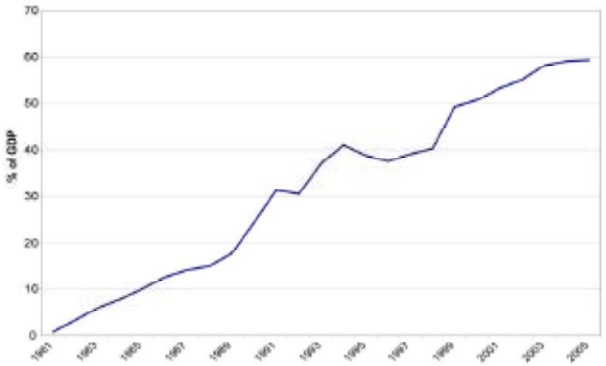
[137] Niemietz, K., *From Bismarck to Friedman,* 15th IEA Discussion Paper, 31st January 2007.

[138] Orszag, P. R., and Stiglitz, J. E., *Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems,* Presented at the conference on New Ideas about Old Age Security, September 14-15, 1999.

[139] Gill, I., Packard, T. and Yermo, J., *Keeping the Promise of Social Security in Latin America,* Stanford University Press and World Bank, 2005.

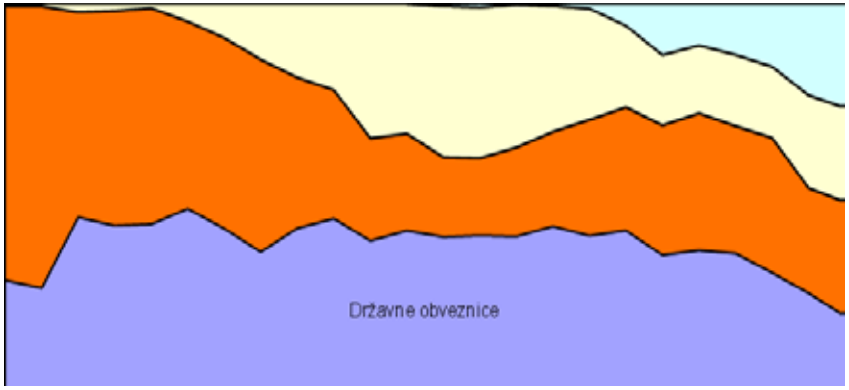
[140] De Mesa, A. A., and Mesa-Lago, C., *The Structural Pension Reform in Chile: Effects, Comparations with othe Latin American Reforms, and Lessons,* Oxford Journal of Economic Policy, 1/2006, str. 152-154.

Figura br. 5-1 **Vrednost imovine penzijskih fondova 1981-2005, % GDP-a**



Izvor: Social Security: The Chilean Approach to Retirement, *CRS Report for Congress, May 17, 2007.*

Figura br. 5-2 **Struktura ulaganja penzijskih fondova, 1981-2004.**



Izvor: Reyes, G., Development of Pension Reform in Chile, Superintendency of Pension Funds Administrators of Chile, 2006.

Ova globalna šema pomalo skriva unutrašnju strukturu investicija. Tako je u 1983. godini 51% od ukupnog iznosa bio investiran u hipotekarne obveznice i 44% u državne obveznice, a samo 3% u depozite kod banaka, 2% u korporativne obveznice i ništa u akcije preduzeća. Previsoki rizik tako visoke koncentracije doveo je do relaksacije investicionih ograničenja i korišćenja šire liste instrumenata: akcija i obveznica privatnih firmi (preduzeća i finansijskih institucija), inostranih instrumenata, instrumenata

za zaštitu od kretanja kurseva, akcija investicionih fondova, konvertibilnih obveznica itd. To je dovelo do postepene diverzifikacije ulaganja, pa je tako 2004. godine znatno uravnoteženiji: 18,7% u državnim obveznicama, 28,5% u finansijskim institucijama, 15,7% u akcijama, 26,8% u inostranstvu i 10,3% u nefinansijskim institucijama i uzajamnim fondovima. Time je smanjen rizik kome su izloženi fondovi i povećan profitni potencijal.

Realni prinosi (posle inflacije) na investicije ovog kapitala bili su visoki i dostigli su 10,3% u periodu 1981-2004, što je veoma velik uspeh koga je, doduše, teško održati na dug rok ili ponoviti u drugim zemljama. I u samom Čileu došlo je tokom vremena do smanjenja stope prinosa: sa 14,2% u periodu 1981-1991. na 8,7% u razdoblju 1991-2004. Zatim, pomenutih 10,3% predstavlja bruto prinos fondova, dok je prinos individualnih štednih računa, koji se dobija oduzimanjem administrativnih troškova od bruto prinosa, bio znatno niži i iznosio je i dalje pristojnih 6,2% za siromašnije osiguranike i 8,2% za boljestojeće,[141] sa daljnjim smanjenjem u novijem periodu.[142]

Ovi prinosi bi verovatno bili viši da ne postoji detaljna regulacija investicija privatnih fondova koja je, i pored stalne liberalizacije, i dalje široka, pa i sada postoji oko sto različitih investicionih limita. Svrha regulacije je svakako pozitivna – povećanje sigurnosti ovih dugoročnih ulaganja – ali je to plaćeno priličnom cenom, tj. obaranjem stope prinosa na dugi rok. No, regulacija poslovanja penzijskih fondova (ne samo investicija, već i nadzora, stvaranja i raspolaganja rezervama itd.), nema sumnje, doprinela je tome da za ovih četvrt veka ne bude prevara ili propasti fondova, sa gubitkom kapitala osiguranika.

Administrativni troškovi. Jedna od najnepovoljnijih odlika čileanske reforme jesu prilični administrativni troškovi privatnih fondova, a samim tim i naknade koje oni naplaćuju. Svakako, troškovi fondova postoje, a osnovni se odnose na prodavce osiguranja i reklame fondova. Oni naizgled nisu preveliki – nekoliko procenata od zarade zaposlenog – ali je to ipak oko jedne petine penzijskog doprinosa.

Preciznije govoreći, čist penzijski doprinos osiguranika, koji se uplaćuje na njegov štedno-penzijski račun, iznosi 10% svih decenija postojanja novog

[141] Ova razlika potiče od fiksnih troškova koji više opterećuju manje uplate.
[142] De Mesa, A. A. and Mesa-Lago, C., isto.

sistema. Na to se dodaju dve naknade za fondove: prva je fiksna i nije posebno visoka (oko 5% ukupnih troškova), ali je nepovoljno to što deluje vrlo regresivno na osiguranike sa nižim uplatama; druga je varijabilna i iznosi u proseku 2,5% od zarade osiguranika, što uključuje i premiju porodičnog i invalidskog osiguranja od 0,75-0,76%; dakle, za administrativne troškove se izdvaja oko 18,5% od neto doprinosa osiguranika, odnosno oko 15% od ukupnih izdvajanja za penzijsko osiguranje u drugom stubu.

Postojanje priličnih naknada rada privatnih penzijskih fondova, kao što smo već videli, dovodi do bitnog smanjenja neto prinosa na štednim računima osiguranika, što se na kraju odražava kroz niže penzije.

Uzroci visokih troškova su razni. Prvi je postojanje neminovnih realnih troškova rada. Drugi potiče od međusobne konkurencije fondova i njihovog truda da privuku nove osiguranike. Stoga zapošljavaju priličan broj ljudi. Dok je javni penzijski fond pre reforme zapošljavao oko 3.500 službenika, što je bio vrlo visok broj, dotle on sada za privatne fondove iznosi čak 8 hiljada, od čega je 30% trgovačkih putnika. Prosečno učešće naknada trgovačkim putnicima i naknada troškova za reklame dostiglo je oko dve petine, da bi poslednjih godina bilo smanjeno na oko jednu četvrtinu operativnih troškova. Međutim, pokazuje se da poslednjih godina konkurencija među AFP-ima nije dovoljna da obori troškove, jer ih postoji samo šest. Ovo samo potvrđuje visoke zarade AFP-a, koje dostižu čak dve petine ukupnih prihoda od naplaćenih naknada.[143]

Visina penzija. Prosečna penzija iz novog sistema iznosi USD 330 dolara mesečno, što je oko jedne polovine prosečne zarade. Mnogi su u Čileu nezadovoljni tom sumom i prave poređenja koja idu u prilog starom sistemu. Tako je u New York Timesu jedan penzioner kritikovao čileansku penzijsku reformu i rekao da bi on u starom sistemu imao znatno veću penziju.[144] Ovo je tačno, ali je takođe činjenica da on ima samo 24 godine radnog staža, što po starom sistemu ostaje bez posledica, dok po novom vodi smanjenju penzije, kako je i prirodno.

Situacija potpuno drugačije izgleda kada se uzmu u obzir prevremena

[143] De Mesa, A. A. and Mesa-Lago, C., isto.

[144] New York Times, 27. januar 2005.

penzionisanja i jednokratno povlačenje novca iz fondova prilikom penzionisanja. Naime, oko 61% čileanskih osiguranika iz drugog stuba penzioniše se pre vremena, a manjak godina staža tako izgubljen iznosi devet godina za muškarce i sedam za žene. Takođe, priličan broj osiguranika jednokratno podiže prilične sume sa svojih računa ukoliko im ostatak garantuje visinu penzije od najmanje 70% prosečne zarade. Kada bi se ta dva mehanizma smanjenja prosečne penzije uklonila, tj. kada bi svi odlazili u penziju sa punim godinama radnog staža i kada ne bi prevremeno povlačili sredstva sa računa, tada bi prosečna penzija dostigla USD 640, što je tek malo niže od prosečne zarade penzijskih osiguranika.[145] Svakako, niko ne može garantovati kretanje budućih penzija i penzijskog proseka u sistemu zasnovanom na konceptu propisanog doprinosa, u kome buduća penzija zavisi od investicionih prinosa do penzionisanja. Međutim, čileanska reforma je do sada donela sasvim lepe penzije, doduše delimično zahvaljujući i natprosečnim prinosima fondova koji će se teško ponoviti.

Reforma penzijskog sistema donela je i promenu u odnosima između penzija žena i muškaraca, i to u smeru pogoršanja položaja žena. Ta je promena očekivana, pošto u sistemu štednih računa važe jednaka pravila za pripadnike oba pola i penzija isključivo zavisi od objektivnih činilaca kao što su visina uplaćenog doprinosa, prinosi i očekivano trajanje života, dok je u starom čileanskom sistemu žena, kao i u mnogim drugim zemljama, imala privilegiju da ranije nego muškarac stekne pravo na punu penziju. A žene i u Čileu imaju manje radnog staža prilikom penzionisanja i žive duže nego muškarci, pa im je penzija sada niža, dok je u starom sistemu to bilo kompenzovano kroz prelivanja od muškaraca ka ženama.

Tržište faktora proizvodnje. Nema sumnje da je penzijska reforma veoma podstakla razvoj tržišta kapitala u Čileu. Naime, ona je donela nove institucionalne investitore u liku penzijskih fondova i znatnu ponudu kapitala u vidu kontinualnog toka. Tako je čileanska berza imala godišnji realan rast od oko 1/3 godišnje u postreformskom periodu, stvorena su nova tržišta (na primer, životnog osiguranja), umnožili su se finansijski instrumenti, olakšano je finansiranje velikih projekata, povećala se efikasnost berze i slično.[146]

Ipak, priliv velikog kapitala penzijskih fondova na malo tržište kapitala Čilea

[145] *Report turns heat up on Chilean model,* Global Pensions, January 2007.

[146] *The Chilean Pension System,* Superintendencia de AFP, Fourth Edition, Ch. 7.

doveo je ne samo do razvoja tog tržišta, već i do precenjivanja vrednosti nekih finansijskih instrumenata[147] i koncentracije trgovine na manji broj hartija – čak jedna polovina vrednosti akcija na berzi u Santjagu otpada na samo tri firme – što može ugroziti stabilnost i tržišta kapitala i samih penzijskih fondova. Pretpostavljeno pozitivno dejstvo ovog modela penzijskog osiguranja na zaposlenost i zapošljavanje jedna je od njegovih udarnih prednosti. Argument glasi ovako: kod penzijskog sistema zasnovanog na tekućem finansiranju osiguranik doživljava penzijski doprinos kao običan porez i stoga ne oseća da je dobro biti penzijski osiguran; drugim rečima, penzijsko osiguranje ovog tipa stvara distorzije na tržištu radne snage, pa pojedinac izbegava plaćanje doprinosa koliko može i beži u sivu ekonomiju, što vodi formalnoj nezaposlenosti i neplaćanju doprinosa, a što ugrožava socijalni status pojedinca i njegov prihod u starosti; sa druge strane, pojedinac doživljava penzijski račun štednog tipa kao svoj sopstveni i zato je vrlo zainteresovan da iznos na njemu raste; stoga će se maksimalno truditi da se zaposli u formalnom sektoru i da bude penzijski osiguran, sa svim pozitivnim efektima toga.

Orszag i Stiglitz[148] ukazali su na mnoge komplikacije ove argumentacije. Naime, nije presudan samo model penzijskog osiguranja, već i nivo redistribucije: kod štednih računa nje nema i zato je sistem podsticajan, dok je kod tekućeg finansiranja ima, pa je zato destimulativan. Ali redistribuciju, koja donosi distorzije, načelno je moguće ukloniti i kod sistema tekućeg finansiranja, i tako postići podjednake podsticaje. Slično tome, rezonovanje o podsticajnosti štednih računa zasnovano je na pozitivnoj reakciji na strani ponude radne snage, što podrazumeva pretpostavku o savršeno konkurentskom tržištu radne snage u zemljama u razvoju, a što je verovatno nerealna pretpostavka.

Ipak, reforma penzijskog sistema u čileanskom pravcu verovatno donosi pozitivne podsticaje na tržištu radne snage jer: (1) penzijski sistem sa tekućim finansiranjem bez redistribucije obično nije alternativa, odnosno nije opcija koja se razmatra; (2) ipak ni u zemljama u tranziciji i razvoju tržište radne snage nije sasvim rigidno, pa ima mesta za korekciju distorzija i (3) ova

[147] De Mesa, A. A. and Mesa-Lago, C., isto, str. 160.

[148] Isto.

reforma obično dovodi do znatnog smanjenja penzijskog doprinosa (u Čileu je prepolovljena), što dodatno smanjuje podsticaje za evaziju i beg u sivu ekonomiju. Drugim rečima, prelazak sa sistema sa tekućim finansiranjem na sistem obaveznog osiguranja u privatnim fundiranim fondovima poboljšava podsticaje pojedincima, mada manje nego što se ranije govorilo među zagovornicima takve reforme. I jedan empirijski rad sugeriše da je formalna zaposlenost u Čileu povećana zbog penzijske refome.[149]

Obuhvat radne snage penzijskim osiguranjem. Jedna od temeljnih ideja svakog obaveznog pa i dobrovoljnog penzijskog osiguranja jeste obuhvatanje cele aktivne populacije osiguranjem kako bi se svima obezbedio dohodak u starosti. I jedan od razloga za reformu penzijskog osiguranja 1981. godine bila je relativno niska pokrivrenost aktivne populacije u Čileu penzijskim osiguranjem, mada viša nego u drugim sličnim zemljama.

Kada su štedni računi stvoreni, ponudu da pređu na novi sistem dobrovoljno je prihvatilo 95% aktivnih osiguranika, dok su se svi novi radnici posle toga obavezno uključivali u novi sistem. Ipak, obuhvaćenost ekonomski aktivne populacije, odnosno zaposlenih, uopšte nije visoka, dakle ni blizu dovoljne, i to je područje gde je kritika čileanskog modela najglasnija. Problem sa niskim obuhvatom najviše se ispoljava posle penzionisanja, kada deo populacije, osiguranjem nepokriven ili nepotpuno pokriven, uopšte ne stiče pravo na penziju ili će ta penzija biti niska i nedovoljna makar za skroman život.

Obuhvat ekonomski aktivnog stanovništva penzijskim sistemom iznosio je 57,3% u 2004. godini. To je i dalje relativno visoko u poređenju sa nekim zemljama Latinske Amerike. Ali to je manje nego tri decenije ranije u samom Čileu, gde je javni sistem 1973. godine obuhvatao 79%, i 1980. godine, pred reformu, 64% aktivne populacije. Problem uglavnom ne leži u formalnoj neobuhvaćenosti ekonomski aktivnih penzijskim osiguranjem, budući da je veliki broj njih formalno uključen. Problem leži u tome što veliki broj aktivnih osiguranika ne uplaćuje redovno doprinose i stoga ne stiče prava na osnovu članstva. Tako je u decembru 2005. godine od 7,4 miliona članova penzijskih fondova samo 3,8 miliona uplatilo penzijski doprinos za taj mesec, ili samo 51,1

[149] Edwards, S. and Cox Edwards, A., *Social Security Privatization Reform and Labor Markets: The Case of Chile,* Economic Development and Cultural Change, No. 3/2002.

procenat. Stoga nije čudno da je jedna studija pokazala da prosečan Čileanac stekne za četrdeset godina samo dvadeset jednu godinu radnog staža.[150]

Obuhvaćenost formalno zaposlenih radnika, tj. onih sa radnim ugovorom, visoka je i iznosti 94%, ali je vrlo niska i opadajuća kod samozaposlenih i aktivnih u neformalnoj ekonomiji. Dok ovi poslednji svakako ne mogu biti zakonom obavezani na osiguranje, oni prvi mogu, ali je Čile njima ostavio na dobrovoljnu odluku pitanje da li će se uključiti ili ne. I mnogi jesu uključeni, ali samo formalno, pa je njihova stvarna pokrivenost osiguranjem samo oko 5 procenata.

Nizak stepen stvarne uključenosti u sistem, koja se izražava »gustinom« plaćanja penzijskog doprinosa tokom vremena, određuje konačne rezultate sistema, odnosno visinu penzije. Projekcije su u tom pogledu vrlo nepovoljne. Jedna studija državne nadzorne agencije prognozirala je da će tek 40% aktivnih osiguranika imati pristojnu penziju, tj. veću od zakonskog minimuma, 10% će se kvalifikovati za dopunu penzije do minimuma od strane države, dok će čak jedna polovina osiguranika stići do godina za penzionisanje bez dovoljno sredstava za minimalnu penziju i bez prava na dopunu, pošto neće imati 20 godina radnog staža. Njima će ostati samo niska socijalna penzija.[151]

Razlozi za relativno nizak obuhvat su višestruki: raširenost sive ekonomije i samozapošljavanja u Čileu; nezaposlenost, kada se ne uplaćuje penzijski doprinos; prekid osiguranja žena dok podižu decu; strategija mnogih da dostignu samo 20 godina staža kako bi se kvalifikovali za državnu dopunu penzije do minimuma itd.

5.3.3. Zaključak

Rezultati čileanske reforme su mešoviti. Ona je donela dobre penzije pojedincima sa stabilnim i sigurnim zaposlenjem, podstakla razvoj tržišta faktora proizvodnje (i kapitala i radne snage), donela visoke investicije i stvorila veliku imovinu penzijskih fondova, ali je, takođe, donela visok tranzicioni trošak i veliko opterećenje budžeta, visoke administrativne troškove fondova i nizak

[150] *Social Security: The Chilean Approach to Retirement,* CRS Report for Congress, May 17, 2007.

[151] *Social Security: The Chilean Approach to Retirement, CRS Report for Congress, May 17, 2007.*

obuhvat ekonomski aktivnih pojedinaca penzijskim osiguranjem, a posebno žena i siromašnijih slojeva. Verovatno je najvažniji uspeh ovog eksperimenta u tome što čileanski model još uvek postoji.

Pomenuti i slični problemi ispoljeni u funkcionisanju penzijskog sistema naveli su Vladu Čilea da pripremi novi reformski paket, a na osnovu predloga Saveta koga je formirala predsednica Čilea. Jezgro predloga je pokušaj da se ublaže posledice niskog obuhvata penzijskim sistemom, pa se stoga uvodi osnovna solidarna penzija povoljnija nego do sada, koja će biti minimalna penzija za sve starije od 65 godina, a iznosiće jednu petinu prosečne plate. Predviđaju se i veća davanja siromašnima, početne državne subvencije penzijskim računima žena i mladih i jačanje obavezne participacije samozaposlenih. Takođe, doći će do daljnje liberalizacije investicija od strane fondova, kao i do donošenja više mera koje bi trebalo da pojačaju konkurenciju među AFP-ima, uključujući i ukidanje zabrane bankama da uđu u industriju. Međunarodni monetarni fond podržava koncept,[152] a o predlogu se raspravlja u čileanskom kongresu.

5.4. Ostale zemlje Latinske Amerike[153]

5.4.1. Uvod

Atraktivan koncept penzijskog osiguranja u Čileu i dobri početni rezultati po izvedenoj reformi predstavljali su ne samo inspiraciju za zemlje Latinske Amerike, već i model koji valja slediti tokom sopstvenih reformi penzijskih sistema.
Mnoga praktična rešenja razlikuju se među zemljama, ali postoje zajedničke

[152] Videti: *Chile,* IMF, Staff Report for the 2007 Article IV Consultation, June 25, 2007.

[153] Videti detaljnije: *Palacios, R., Pension Reform in Latin America: Design and Experiences, u: Pension Reforms: Results and Challenges,* Santiago: *International Federation of PensionFund Administrators,* 2003; *Old-Age Income Support in the 21st Century,* The World Bank, 2005; Latin American Economic Outlook 2008, OECD, 2007; Roldos, J., *Pension Reform and Macroeconomic Stability in Latin America,* Working Paper, IMF Institute, May 2007; Gill, I., Packard, T. and Yermo, J., *Keeping the Promise of Social Security in Latin America,* Stanford University Press and World Bank, 2005; Crabbe, C., and Giral, J., Lessons Learned from Pension Reform in Latin America and the Caribbean, u Crabbe, C., (ed) A *Quarter Century* of Pension Reform in Latin America and the Caribbean: *Lessons Learned and Next Steps, IADB, 2005; Mesa-Lago, C., Evaluation of a Quarter Century of Structural Pension Reforms in Latin America, u Crabbe, C. (ed), A Quarter Century of Pension Reform in Latin America and the Caribbean:* Lessons Learned and Next Steps, IADB, 2005; Mesa-Lago, C., Myth and Reality of Pension Reform: The Latin American Evidence, World Development, No. 8, 2002.

osobine oslonjene na isto jezgro svih sistema – dominantne privatne penzijske fondove u kojima osiguranici imaju personalne štedne račune i koji su vođeni od strane privatnih penzijskih kompanija. **Osnovni cilj reformi bilo je obezbeđenje** stabilnih i pouzdanih izvora penzija, uključujući i širi obuhvat nego što su ga postizali državni fondovi. **U nekim zemljama cilj je bio i uklanjanje** velikih nejednakosti u samom penzijskom sistemu, gde je preveliki deo odlazio najbogatijem sloju stanovništva. **Sledeći važan cilj bilo je smanjenje** rashoda državnog budžeta za penzijske namene, zbog slabog upravljanja penzijskim fondovima zasnovanim na PAYG sistemu. I na kraju, mnogi su očekivali da će takva penzijska reforma povećati nacionalnu štednju i tako stvoriti izvore za finansiranje privrednog razvoja, dok će razvoj finansijskih tržišta povećati efikasnost alokacije kapitala i nadzor korporativnog sektora.

Reforme ovog tipa sprovedene su u 12 zemalja Latinske Amerike: u Čileu, Peruu, Kolumbiji, Argentini, Urugvaju, Meksiku, Boliviji, Salvadoru, Kostariki i Dominikanskoj Republici. Najveća zemlja na kontinentu, Brazil, nije krenuo putem obaveznih štednih računa u privatnim fondovima, već se zadržao na unapređenju državnog fonda (prvi stub), koji čak jednom polovinom finansira penzije državnih službenika; nije ustanovljen ni treći stub, tj. dobrovoljno osiguranje sa štednim računima. Deficit penzijskog sistema je oko 2% GDP-a (2006).[154] U Ekvadoru i Nikaragvi reforme slične čileanskoj pripremljene su i ozakonjene, ali nisu stupile na snagu usled političkih teškoća.

Inicijalni uslovi su se bitno razlikovali među navedenim zemljama. Neke, kao Argentina, Čile i Urugvaj, imale su široke i zrele penzijske sisteme, sa niskim odnosom broja osiguranika i broja penzionera i velikim implicitnim penzijskim dugom. Druge pak, kao Dominikanska Republika, Meksiko ili Salvador, imale su male penzijske sisteme i vrlo povoljan odnos broja osiguranika i penzionera. Ipak, postojala je jedna zajednička osobina praktično svih sistema, a to je gubitak poverenja stanovništva u penzijski sistem. Uzroci tome uglavnom su bili sve manji odnos između penzije i zarade i vrlo neefikasno upravljanje penzijskim fondovima, a posebno njihovim rezervama u vreme inflacije – u mnogim zemljama.[155]
U sledećoj tabeli prikazane su osnovne karakteristike penzijskih reformi u

[154] *Reforms fail to solve Brazil's* pension crisis, Global Pensions, April 2007.

[155] Palacios, R., *Pension Reform in Latin America:* Design and Experiences, ibid.

Tabela br. 5-19 **Osnovne odlike strukturnih reformi penzijskih sistema u Latinskoj Americi, 1980-e do 2001-e**

	Peru	Kolumbija	Argentina	Urugvaj	Meksiko	Bolivija	Salvador	Kostarika	Dominikan. Rep.
Godina reforme	1992-93	1994	1994	1996	1997	1997	1998	1995-00	2001
Državni PAYG sistem?	ostao	ostao	ostao	ostao	zatvoren	zatvoren	zatvoren	ostao	zatvoren
Stopa oporezivanja zarada, %									
pre reforme	18	17.8	42	40	20	19	11.8	22	9.25
posle reforme	20.5/22[a]	33.8	46[b]	40	26	24	13.5	16	20
Uključenje novih zaposlenih?	dobrov.	dobrov.	dobrov.[c]	dobrov.[d]	obavez.	obavez.	obavez.	obavez.	obavez.
Učešće samozaposlenih?	dobrov.	dobrov.	obavez.	obavez.	dobrov.	dobrov.	dobrov.	dobrov.	obavez.
Stopa doprinosa za račune, %	8	10	7.72	12.27	12.07	10	10	4.25	8
Troškovi osiguranja (% zarade)	3.73	3.49	3.28	2.68	4.48	2.5	3	[e]	2
Opcije isplate	renta ili postepeno povlačenje	renta ili postepeno povlačenje	renta ili postepeno povlačenje	renta	renta ili postepeno povlačenje	renta	renta ili postepeno povlačenje	renta ili postepeno povlačenje	renta ili postepeno povlačenje
Regulisan minimalni prinos na investicije?	prema proseku	prema proseku	prema proseku	prema proseku	ne	ne	prema proseku	ne	prema proseku
Minimalna penzija iz osiguranja?	da[f]	da	da	da	ne	da	da	da	da
Socijalna penzija?	ne	ne	da	da	ne	da	ne	da	da

Izvor: *Old-Age Income Support in the 21st Century,* The World Bank, 2005.

latinoameričkim zemljama, izuzev čileanske, kojoj je posvećen zaseban odeljak.

Iako su sve zemlje imale pred sobom primer Čilea kao inspiraciju, pa i model, ipak se reforme na kontinentu međusobno prilično razlikuju. One su sledile tri puta. Bolivija, Meksiko, Salvador i Dominikanska Republika najtešnje su pratile čileanski model, zamenjujući postojeći državni PAYG sistem privatnim fundiranim fondovima sa individualnim računima oslonjenim na metod definisanog doprinosa. Kolumbija i Peru, nasuprot tome, uveli su privatne fundirane fondove ne kao zamenu za državne PAYG sisteme, već kao njihovu dopunu. To znači da su novi zaposleni dobili mogućnost da biraju hoće li se uključiti u stari državni ili u nove privatne fondove. Argentina, Urugvaj i Kostarika odabrali su mešoviti sistem, u kome su i javna PAYG komponenta i privatni fundirani fondovi integrisani u jedan sistem i obavezni za zaposlene. Prošle, 2007, Argentina i Peru učinili su korak nazad i, pod fiskalnom presijom, izmenili su modele (i zakone) i dozvolili povratak osiguranika u državne fondove.

[a] 20,5% za privatne penzijske planove, 20% za državni sistem;
[b] Različiti po regionima i sektorima; 2005. ispod 30%;
[c] Ipak, 80% radnika završi u privatnim fondovima po difoltu, jer se ne odluče hoće li u državni ili privatni sistem;
[d] Učešće u individualnim računima u Urugvaju zavisi od dohotka. Ispod granice dohotka osiguranici odlučuju da podele doprinos na PAYG i individualne račune;
[e] Naknada se naplaćuje kao procenat od prinosa investicija i ima maksimum;
[f] Samo za rođene pre 1945. godine.

5.4.2. Efekti penzijske reforme

U nastavku ćemo pokušati da iznesemo ocene osnovnih efekata penzijske reforme u zemljama Latinske Amerike. Ipak, ovde je potrebno unapred izneti dva ograničenja. Prvo, reforma je skorašnja – traje tek oko jedne decenije – i stoga se ne mogu izneti čvrsti zaključci. Drugo, i pored koncepcijskih sličnosti, postoje prilične razlike u penzijskim sistemima ovih zemalja, tako da ni generalizacije na nivou kontinenta povremeno nisu moguće.

Obuhvat. Jedan od važnih motiva penzijske reforme u zemljama Latinske Amerike bila je potreba da se poveća obuhvat radne snage penzijskim sistemom. Privatni penzijski fondovi, smatralo se, daće bitan doprinos ostvarenju tog cilja kao snažan podsticaj, jer će novac na penzijskom računu biti vlasništvo pojedinca i jer će njegova penzija direktno zavisiti od iznosa na njemu. Međutim, latinoameričko iskustvo govori drugačije, tj. da pomenuti podsticaji nisu bili dovoljni ne samo da povećaju obuhvat, već ni da ga održe na ranijem nivou.

Tabela br. 5-20 **Obuhvat pre i posle penzijske reforme ceo penzijski sistem, u % radne snage**

	Pre reforme		Posle reforme, 2006	
	Godina	Osiguranici	Članovi	Plaćaju doprinos
Argentina	1994	50	64	26
Bolivija	1996	12	27	13
Čile	1980	64	113	58
Kolumbija	1993	32	33	17
Kostarika	2000	53	79	52
Salvador	1996	26	49	18
Meksiko	1997	37	84	31
Peru	1993	31	32	11
Dominikanska Republika	2000	30	36	19
Urugvaj	1997	73	45	26

Izvor: *Latin American Economic Outlook 2008*, OECD, 2007.

Kako se iz prethodne tabele vidi, obuhvat radne snage formalnim članstvom relativno je nizak (kolona *članovi*).[156] Međutim, još je niži obuhvat stvarnih članova fondova, tj. onih koji plaćaju propisane doprinose i na osnovu toga stiču prava iz penzijskog osiguranja. Njih je u 2006. godini znatno manje nego formalnih članova – za polovinu do dve trećine, u poslednjoj koloni. Slične relacije daju

[156] Ovi su podaci verovatno precenjeni, jer se u Čileu pojavljuju očigledna dupliranja usled nedovoljno ažurne evidencije prelazaka iz jednog fonda u drugi.

i drugi izvori podataka.[157] Doduše, postoje i nešto drugačije procene – da je obuhvat penzijskim osiguranjem praktično nepromenjen u odnosu na stanje pre reforme,[158] što govori da postoje metodološka neslaganja među raznim autorima, ali je, što je bitno, očevidno da nije došlo do povećanja obuhvata na nivou kontinenta, već se ostalo na starim niskim nivoima ili su oni nešto sniženi, čime nije zadovoljen jedan od važnijih ciljeva ovih penzijskih reformi.

Razlozi za niski obuhvat su brojni. Prvo, to je znatna nezaposlenost u mnogim zemljama kontinenta, što znači i prekid plaćanja doprinosa, što ove pojedince (privremeno) faktički isključuje iz osiguranja. Drugo, to je velika raširenost sive ekonomije u više zemalja, što praktično automatski znači neobuhvaćenost osiguranjem. Treće, to su teškoće u implementaciji regulacije kao kada, na primer, u više zemalja čak petina zaposlenih u javnom sektoru suštinski nije – mada formalno jeste – obuhvaćena ovim osiguranjem. Četvrto, to su regulatorna rešenja, kao neobaveznost osiguranja samozaposlenih pojedinaca. Peto, kada pojedinci optimizuju svoju poziciji pa gledaju da ostvare minimalan broj godina staža koje im daju pravo na garantovanu (minimalnu) državnu penziju i stoga izbegavaju redovno plaćanje doprinosa. Posebno je nizak obuhvat nisko plaćenih radnika i radnika u primarnom sektoru i u malim firmama.

Koncentracija upravljanja. Kao i u Čileu, privatne penzijske fondove u svim zemljama vode specijalizovane finansijske firme nazvane »administratori penzijskih fondova« (PFA). Konkurencija među administratorima je veoma dobrodošla, jer bi trebalo, sa jedne strane, da stvori mogućnost realnog izbora za osiguranika, dovede do smanjenja troškova i naknada koje za rad plaćaju osiguranici i, sa druge strane, da popravi racionalnost investiranja i podigne investicione prinose i fondova i osiguranika.

U 2006. godini samo su dve zemlje imale više od 8 administratora (Argentina 12 i Meksiko 21). Dve su imale po 2, još dve po 4, a ostale 6 do 8. Takav relativno mali broj PFA-a izaziva zabrinutost zbog mogućeg monopolskog ili

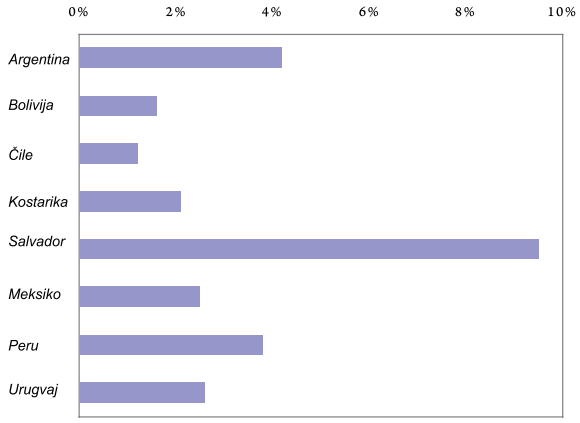
[157] Mesa-Lago, C., *Evaluation of a Quarter Century of Structural Pension Reforms in Latin America,* u Crabbe, C. (ed), A Quarter Century of Pension Reform *in Latin America and the Caribbean: Lessons Learned and Next Steps,* Inter-American Development Bank, 2005; De Mesa, A. A., and Mesa-Lago, C., *The Structural Pension Reform in Chile: Effects, Comparations with othe Latin American Reforms, and Lessons,* Oxford Journal of Economic Policy, 1/2006, str. 152-154.

[158] Rofman, R. and Lucchetti, L., *Pension Systems in Latin America: Concepts and Measurements of Coverage,* SP Discussion Paper No. 616, The World Bank, November 2006.

oligopolskog položaja onih najvećih na tržištu, tj. do dogovaranja na štetu osiguranika. No, problem ima i realne uzroke bar u nekim zemljama. Naime, mala veličina pojedinih zemalja, od po nekoliko miliona stanovnika, čini da nije ni realno očekivati da se na malom penzijskom tržištu može pojaviti veći broj ozbiljnih firmi. Iz tog razloga je Bolivija zakonom propisala da će postojati samo dva administratora, ali je dodala predodbrane protiv monopolskog ponašanja. Sve u svemu, u većem delu Latinske Amerike konkurencija među adiministratorima fondova nije dovoljna, što može imati nepovoljne posledice po funkcionisanje penzijskog sistema.
Do ovakve konfiguracije stiglo se konsolidacijom industrije iz znatno većeg broja administratora iz inicijalne faze. Stoga je lako moguće da će se u više zemalja taj proces nastaviti (prisetimo se da su te reforme daleko skorije nego čileanska) tako da će se broj administratora fondova i dalje smanjivati, sa povećavanjem opasnosti od efekata nedovoljne konkurencije.

Ponekad nedovoljna konkurencija među fondovima, odnosno administratorima fondova, svakako utiče na visinu naknada koje ovi poslednji naplaćuju od osiguranika za vođenje penzijskih fondova, što je prikazano u sledećoj tabeli.

Figura br. 5-3 **Administrativni troškovi i naknade kao procenat imovine**



Izvor: *Latin American Economic Outlook 2008*, OECD, 2007.

Naknade se kreću od 1,2% do 9,5% od kapitala fondova, što je vrlo visoko i znatno više nego u Švedskoj (0,7%), u američkom planu za federalne službenike (0,1%) ili u Australiji (prosečno 1%). Ipak, deo razloga leži i u mladosti većine ovih fondova, pošto je logično da naknade budu relativno smanjene sa porastom kapitala fondova. Tako u Čileu, koji ima najdužu istoriju, naknade dostižu tek 1,2%, a u Poljskoj 4,3%.

Štednja. Ocena efekata penzijske reforme na štednju nije bila ni laka ni nedvosmislena ni kada je reč o Čileu, zemlji koja je najviše proučavana od svih, tako da nam u vezi sa ostalim zemljama preostaju jedino indikacije. Tako je u periodu posle reforme jedino u Peruu povećana stopa nacionalne štednje, mada vrlo skromno, dok kod ostalih zemalja ili nije bilo promena (Argentina) ili je došlo do izvesnog smanjenja (Meksiko, Kolumbija). Naravno, kretanje stope ukupne štednje ne omogućava jasan zaključak o efektima penzijske reforme, pošto bi trebalo odvojiti efekte te reforme od efekata ostalih faktora, ali bar omogućuje relativno pouzdanu procenu da reforma penzijskog sistema verovatno nije imala pozitivne efekte na kretanje stope nacionalne štednje ili bar ti efekti nisu bili posebno veliki.

Investicije i prinosi. Prosečna stopa investicionih prinosa privatnih penzijskih fondova u Latinskoj Americi bila je vrlo visoka u postreformskom periodu, kako je prikazano u sledećoj tabeli. Prosečna stopa realnih prinosa, znači nominalnih, umanjenih za inflaciju, kretala se po zemljama blizu 10 procenata, pa i više. Najniža prosečna stopa prinosa je 6,7% u celom periodu, što je pristojno.

Tabela br. 5-21 **Bruto realni investicioni prinosi**

zemlja – period	realna stopa	standardna devijacija
Argentina (1994-2006)	9.8	11.1
Bolivija (1997-2006)	8.8	3.5
Čile (1981-2006)	10.2	7.6
Kolumbija (1994-2006)	6.7	
Kostarika (2002-2006)	6.9	4
Salvador (1999-2006)	8.8	4.5
Meksiko (1997-2006)	7.8	3.6
Peru (1993-2006)	9.9	9.6
Urugvaj (1995-2006)	11.8	14.3

Izvor: *Latin American Economic Outlook 2008*, OECD, 2007.

Ovaj rezultat izgleda bolje nego što je u stvarnosti. Prvo, radi se o bruto prinosu, koga treba umanjiti za prilične administrativne troškove kako bi se dobio neto prinos, koji je jedino relevantan sa stanovišta osiguranika i penzijskog sistema. Iako ne raspolažemo tačnim podacima za zemlje Latinske Amerike o neto prinosima, iz već pominjanih podataka za Čile može se zaključiti da je ovo umanjenje prinosa prilično. Drugo, vrlo visoki prinosi postignuti su u prvom periodu (tokom dela 1990-ih godina), dok su u drugom (kraj 1990-ih i 2000. godine) oni znatno niži. To sugeriše da takvi prinosi nisu održivi u dugom roku. Zanimljivo je da su visoki prinosi postignuti od državnih obveznica, koje su tada nudile vrlo visoke kamate zbog niskog kreditnog rejtinga i visokog rizika bankrota, što se promenilo u drugoj polovini 1990-ih godina. I treće, varijabilnost prinosa, koju meri standardna devijacija, bila je prilična, a posebno u nekim zemljama (Argentina, Čile, Peru, Urugvaj). Ovo je vrlo nepovoljno za penzijsko osiguranje, odnosno za one osiguranike koji se penzionišu u godini pada berzanskih vrednosti, što znači i pada stanja na ličnim računima osiguranika, a prema kome se obračunava penzija ili kupuje rentna polisa.

Ovi su prinosi mogli da budu i veći, ali ih je donekle snižavala regulativa investicija. Pogledajmo neke limite u nekim zemljama:

Tabela br. 5-22 **Limiti učešća u ukupnim investicijama fonda**

	državne obveznice	finansijske institucije	akcije	korporativne obveznice	invest. fondovi	inostrane hartije
Argentina	50	40	50	40	20	10
Bolivija	ne	20-50	20-40	30-45	5-15	10-50
Čile	40-80	40-80	0-80	30-60	0-40	30
Kolumbija	50	30	30	40	5	10
Meksiko	ne	10	15	5		20
Peru	30	40	35	40	15	10.5

Izvor: *Latin American Economic Outlook 2008*, OECD, 2007.

U najvećem broju latinoameričkih zemalja restrikcije su najblaže ili ne postoje kod državnih obveznica i (domaćih) finansijskih institucija, a najstrože su

kod akcija i inostranih hartija od vrednosti. Favorizovanje države svakako je posledica ne samo želje da se postigne uravnoteženost plasmana, a radi smanjenja rizika, već i potrebe države da finansira deficite svojih budžeta koji nastaju zbog troškova penzijske tranzicije. Limiti kod plasmana u inostranstvu svakako nisu povoljni za penzijske fondove i sigurnost plasmana, već možda samo za razvoj domaćeg finansijskog tržišta.

Tržište faktora proizvodnje. Uvođenje fundiranih penzijskih fondova svakako je dovelo do velikih i pozitivnih promena finansijskih sistema u mnogim zemljama. Prva promena tiče se brze akumulacije priličnog kapitala, tako da su ovi fondovi ubrzo postali glavni igrači na nacionalnim berzama. Na kraju 2006. godine ukupan iznos kapitala privatnih fondova, uključujući i Brazil, koji ih ima najviše, iznosio je 390 milijardi dolara. Osim Čilea, vodeće reformske zemlje imaju odnos penzijskog kapitala sa GDP-om od preko 10%, uz brzi napredak.

Pojava penzijskih fondova na nekoliko načina unapređuje lokalne berze. Prvo, to je produbljivanje tržišta, tj. povećanje volumena kao posledica priliva dodatnog kapitala. Drugo, to je povećanje likvidnosti, pa se trguje i onim postojećim hartijama kojima se inače ne bi trgovalo. Treće, to je pojava i razvoj novih instrumenata, posebno onih oslonjenih na imovinu (hipoteke, rente, obveznice i slično). I četvrto, to je unapređenje regulacije berze, pošto ona dobija na značaju pojavom penzijskih fondova. Svi ovi kanali pozitivnog uticaja prisutni su u većini zemalja Latinske Amerike. Istovremeno je došlo i do smanjivanja fluktuacija na berzama, smanjivanja cene kapitala sa kojom se suočavaju preduzeća i slično. Unapređena je berzanska infrastruktura, kao rejtingovanje, kastodi operacije i brokerske usluge.

Poseban razvoj počinje da doživljava životno osiguranje, budući da ono dobrim delom obezbeđuje penzijske instrumente, naročito rentne hartije. Naime, sa pojavom penzionera iz privatnih fundiranih fondova pojavljuju se i rente kao način isplate penzija. Tada penzijski fond isplati osiguraniku akumulirana sredstva na računu, a on kupi rentu od osiguravajućeg društva. U većini zemalja penzijski fondovi su odgovorni i za rešavanje pitanja rizika invalidnosti i preživelih članova porodice, što takođe pogoduje osiguravajućim kućama.

Ipak, nije sve išlo savršeno. Prvo, rast prometa na berzama znatno je sporije rastao nego sama kapitalizacija, što je donekle neuobičajeno. Ovo je nepovoljno za

latinoameričke zemlje jer, kako pokazuju novija istraživanja, sa ekonomskim rastom jača je korelacija likvidnosti (=promet) nego kapitalizacije (=obim berze). Drugo, jedna grana berze nije doživela razvoj: akcionarstvo. Osim u nekoliko zemalja broj listiranih akcija čak je smanjen tokom penzijske reforme. Ovo je delom posledica regulacije investicione politike fondova, delom opreznosti investiranja od strane fondova, a delom razloga nevezanih za penzijski sistem.

Treće, i dalje je prilično visoka koncentracija investicija u državne obveznice (46,4% u proseku 2005. godine). Ovo je donekle pozitivno, jer je omogućilo olakšano finansiranje tranzicije kroz prenos slobodnih sredstava u državne ruke i jer smanjuje rizik investiranja od strane donekle neiskusnih menadžera, ali to ima i svoje negativne strane, jer smanjuje prosečan prinos investicija i previše izlaže finansije fondova političkom riziku države (videti slučaj Argentine u okviru br. 1). I četvrto, investicioni limiti kod fondova uticali su na pojavu znatnih distorzija cena finansijskih instrumenata. Naime, te distorzije su rezultat činjenice da penzijski fondovi zbog limita ne mogu da igraju na arbitražu na tržištu.[159]

5.4.3. Zaključak

Efekti penzijskih reformi u Latinskoj Americi razlikuju se od zemlje do zemlje. Najbolji su u Čileu, što je i prirodno s obzirom na dugotrajnost reformi, i u Peruu, gde je, kao i u Čileu, došlo do suštinske fiskalne konsolidacije i izvesnog rasta štednje. U drugim zemljama slika je manje ohrabrujuća. Tako su Argentina i Bolivija podlegle fiskalnom pritisku i dozvolile zaposlenima optiranje za javni penzijski sistem, što je delimičan uzmak od reformi.

U više zemalja obuhvat penzijskim sistemom neoprostivo je nizak, čak niži nego pre reformi, što će, zajedno sa zaoštravanjem uslova penzionisanja i određivanja penzije, učiniti da će veliki broj ljudi ostati bez penzije i u starosti biti siromašan. Ovom problemu se u više zemalja traži lek u socijalnim penzijama, ali to onda predstavlja popravljanje reformisanog sistema starim, državnim metodima, a na teret budžeta.

[159] Roldos, J., *Pension Reform and Macroeconomic Stability in Latin America,* Working Paper, IMF Institute, May 2007.

Penzijska reforma je imala vrlo pozitivan uticaj na razvoj finansijskih tržišta na kontinentu. Uvedeni su mnogi novi instrumenti, povećana je kapitalizacija berze, unapređena regulacija, a penzijski fondovi su postali glavni investitori. Prinos ulaganja bio je vrlo visok, mada poslednjih godina preovladava tendencija usporavanja. Problem predstavljaju znatne fluktuacije vrednosti. Investiciona regulativa se postepeno liberalizuje, ali problem predstavlja niska konkurencija među administratorima penzijskih fondova – sa visokim naknadama i troškovima.

Okvir br. 5-1 **Politika i penzijski sistem: slučaj Argentine**

Jedna od prilično popularisanih prednosti privatnih fundiranih penzijskih sistema je njihova navodna isključenost iz politike, za razliku od državnih fondova. Međutim, latinoameričko iskustvo pokazuje da je mogućnost državnog uticaja na ceo sistem velika. Pogledajmo argentinski slučaj.

Argentina je tokom 2001. godine zapala u finansijsku krizu, sa padom ekonomske aktivnosti i fiskalnih prihoda, što je rezultiralo kolapsom kursa, krizom finansijskog sistema i nemogućnošću servisiranja velikog spoljnog duga (bankrotstvo).

U pokušajima, prvo, da spreči izbijanje krize, i drugo, da smanji njene efekte, Vlada je preduzimala razne mere, uključujući i one prema penzijskom sistemu, gde je privatni tretirala gotovo kao državni. Zakone je menjala dekretima, a povremeno i bez njih. Fundamentalne promene činjene su bez mnogo razmišljanja, da bi neke bile vrlo brzo opozivane. Više puta su važne promene bile sakrivene u širim finansijskim dekretima, a povremeno su ih propisivala niža regulatorna tela u okviru promene tehnikalija.

Pogledajmo neke mere:

- penzijski doprinos smanjen je za poslodavce sa 11% na 5% da bi se smanjio teret krize, ali po cenu smanjenja budućih penzija;
- naplata doprinosa je preneta na novo telo, ali je ubrzo vraćena na poresku upravu; onima koji steknu uslov za penziju zabranjena je kupovina rente denominovane u stranoj valuti, čime je veoma porastao inflacioni rizik;
- troškovi premija osiguranja su privremeno ukinuti, a da nisu refundirani;

- dekretom je radikalno promenjena struktura naknada koju su naplaćivali fondovi;
- dekretom je novac fondova u bankama zamenjen državnim obveznicama (2,4 milijardi USD);
- država je zatražila dobrovoljnu zamenu, ali uz snažan politički pritisak visoko prinosnih državnih obveznica koje su fondovi držali u svom posedu (14 milijardi USD) sa novim obveznicama koje su nosile znatno nižu kamatnu stopu;
- ubrzo je država konvertovala ove nove obveznice iz dolarske u pezo denominaciju po nepovoljnom kursu, što su neki fondovi odbili;
- oktobra 2004. postignut je sporazum Ministarstva finansija i privatnih fondova o poravnanju, gde je dogovoreno da se sve stare obveznice zamene novim u pezo denominaciji, a sa nominalnom vrednošću od 70% nekadašnje, isplativim za 42 godine.

Kako se vidi, država može presudno da utiče na funkcionisanje privatnog penzijskog sistema, i to ne samo u regulatornom smislu, već i da ga finansijski bitno ošteti. U Argentini je kapital ovih fondova 2002. bio za jednu polovinu manji nego 2001. godine.

Nema sumnje da je ovakvo ponašanje države bitno smanjilo kredibilitet penzijskih fondova i pokazalo da ni oni nisu zaštićeni od države.

Izvor: Rofman, R., *The Impact of Argentina's Economic Crisis on its Pension System*, u Crabbe, C. (ed), *A Quarter Century of Pension Reform in Latin America and the Caribbean: Lessons Learned and Next Steps*, Inter-American Development Bank, 2005.

6. Razlozi za i protiv drugog stuba

6.1. Uvod

Da bismo bili u stanju da razmotrimo vrline i nedostatke drugog stuba, moramo prethodno da ga situiramo u širi koncept penzijskog osiguranja. Drugi stub, kako je već rečeno, pripada penzijskom modelu Svetske banke, ali sa više stubova. Međutim, i model Svetske banke nije jedinstven, već pripada jednoj široj tradiciji, odnosno pogledu na penzijsko osiguranje, koji se može nazvati anglo-američkim.

Pod anglo-američkom tradicijom podrazumeva se normativni pristup kod koga privatni fundirani penzijski aranžmani dominiraju nad javnim penzijama ili ih čak zamenjuju, a zasnivaju se na investicijama privatne štednje pojedinaca na tržištu kapitala kroz finansijske institucije kao što su banke, osiguravajuća društva ili investicioni menadžeri penzijskih fondova. Druga važna osobina fundiranih penzijskih sistema jeste njihov praktično isključiv oslonac na metod propisanog doprinosa. Time se penzijski rizik u anglo-američkom modelu prenosi sa države ili poslodavca na osiguranog pojedinca.

Suština filozofije ovog modela je u tome da bi trebalo zanemariti naglasak na redistribucionoj komponenti penzijskog osiguranja po PAYG modelu u korist osiguranja i štednje, uglavnom smanjenjem negativnih efekata redistribucije na ekonomski rast. Redistributivne politike, naime, destimulišu i štednju i rad i preduzetništvo, i trebalo bi da redistribucija bude ograničena samo na one koji su dugotrajno siromašni, tj. na one koji malo zarađuju i onda kada rade.
Argument štednje je presudan u anglo-američkom konceptu i obično je korišćen zajedno sa potrebom da se upravljanje tom štednjom privatizuje. Rezonovanje kaže sledeće: (1) viša ukupna štednja nužno vodi većim investicijama i (2) privatizacija penzijskog sistema je nužna kako bi se povećao proizvodni kapacitet ekonomije, pošto iste investicije u javni fond ne bi dovele do povećanja investicija u kapitalni stok. Centralni argument ove penzijske filozofije glasi da povećane privatne investicije moraju da vode povećanju privatnog kapitala u ekonomiji i da bi u suprotnom viša štednja, koja ne bi

bila praćena većim investicijama (kao što bi se navodno dogodilo sa državnim upravljanjem), predstavljala obično oporezivanje.[160]

Anglo-američki model uticajan je sam po sebi, jer se zasniva na jakoj ekonomskoj logici i stoga ga preferiraju mnogi protržišno orijentisani ekonomisti. Ali njegov upliv u penzijske reforme dobrim delom oslonjen je na uticaj Svetske banke i njenog penzijskog modela sa više stubova, koji je srodan anglo-američkom, odnosno sa njim deli neke važne odlike, pa i centralnu filozofiju. Svetska banka je uz pomoć svoje eskpertize, kredita i sposobnosti uveravanja uspela da podstakne više zemalja u svetu, ne samo u Latinskoj Americi, gde je i uticaj Čilea bio jak, već i u Istočnoj Evropi i Centralnoj Aziji, da prihvate njen model, a time i anglo-američki.

6.2. Potencijalne vrline i slabosti drugog stuba

U ovom odeljku pokušaćemo da razmotrimo vrline i nedostatke drugog stuba, tj. obaveznog penzijskog osiguranja kroz fundirane privatne penzijske fondove. Detaljnije ćemo razmotriti osnovne tvrdnje koje, po zagovornicima drugog stuba, predstavljaju njegove prednosti, koje bi trebalo da u ovakvim diskusijama donesu prevagu u njegovu korist.[161]

Privatni fundirani sistem omogućuje slobodu izbora od strane penzijskih osiguranika

Državni penzijski sistem je jedinstven, odnosno jednak za sve i on ne omogućava pojedincu slobodu izbora između različitih alternativa, pa time ni ono što je potrebno – izbor one alternativne koja najviše odgovara pojedincu i njegovim preferencijama. I zaista, pravila državnog osiguranja jednaka su za

[160] Feldstein, M., *Transitions to a Fully Funded Pension System: Five economic issues,* NBER Working Paper 6149, 1997.

[161] Osnovna literatura: Barr, N., *Pensions: overview of the issues,* Oxford Review of Economic Policy, No. 1, 2006; Barr, N., Diamond, P., *The Economics of Pensions,* Oxford Review of Economic Policy, No. 1, 2006; Feldstein, M., *Rethinking Social Insurance,* NBER Working Paper No. W11250, April 2005; Jousten, A., *Public Pension Reform: A Primer,* IMF, WP/07/28, 2007; Mesa-Lago, C., *Myth and Reality of Pension Reform: The Latin American Evidence,* World Development, No. 8, 2002; *Old-Age Income Support in the 21st Century, An International Perspective on Pension Systems and Reform,* The World Bank, 2005; Orszag, P. R., Stiglitz, J. E., *Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social SecuritySystems, u New Ideas About Old Age Security, Toward Sustainable Pension Systems in the 21st Century,* The World Bank, 2001.

sve i praktično ne omogućavaju šire diferenciranje prema potrebama i željama osiguranika, ni kod sticanja prava na penziju (ranije ili kasnije itd.), ni kod načina isplate penzije (renta ili programirana isplata itd.), ni kod investiranja. Sa druge strane, u sistemu fundiranih privatnih fondova pojedinac, bar u teoriji, može da bira fond, a sa njim i pravila penzionisanja, investiranja, menadžmenta itd.

Ipak, ta sloboda izbora kod privatnog penzijskog osiguranja prilično je ograničena i manja je nego što izgleda:

1. za pojedinca ne postoji mogućnost izbora da li da se uopšte uključi u penzijsko osiguranje ili da ostane van njega, pošto je osiguranje obavezno;
2. informisanost o opcijama obično je vrlo niska, jer pojedinci ne nalaze dovoljan interes da se dobro obaveste o uslovima i mogućnostima, pa izbora tada nema. Istraživanje javnog mnjenja u naprednoj Švedskoj pokazalo je da građani vrlo malo znaju o privatnim penzijskim fondovima i pored obaveznosti učlanjenja;
3. često su fondovi vrlo slični jedan drugome, tako da izbor praktično i ne postoji. Tako je u Čileu investicioni portfelj fondova veoma sličan, a prinosi podjednaki. Uzroci tome mogu biti razni: investiciona regulacija koja ograničava investicione mogućnosti, pa time čini ishod investiranja malo drugačijim; ili ograničene investicione mogućnosti na domaćem tržištu, kao mali broj dovoljno velikih kompanija ili mali broj obveznica dovoljno velike emisije;
4. neki osiguranici ne žele mogućnost izbora, budući da se ne snalaze dobro u kompleksnostima finansija privatnog osiguranja.

Privatni fundirani sistem rešava problem starenja stanovništva

Mnogi veruju i tvrde da fundiranje eliminiše nepovoljne efekte starenja stanovništva na penzijski sistem, koji nastaju stoga što sve manji broj zaposlenih finansira sve veći broj penzionera u PAYG sistemu. I zaista, izgleda da se problem starenja u fundiranom sistemu rešava tako što pojedinci akumuliraju bogatstvo tokom radnog veka i troše ga u starosti, čime su sebi efikasno obezbedili vremensku preraspodelu potrošnje.

Međutim, ovo nije tačno. Pojedinac u fundiranom sistemu ne akumulira materijalna dobra (hranu, odeću, grejanje) i usluge (zdravstvene, transport), već standardno – hartije od vrednosti, kao vlasnička potraživanja koja će

iskoristiti u budućnosti da za njih dobije željena materijalna dobra i usluge. A njih će proizvesti mlađi radnici, oni koji budu radili dok su stariji u penziji. Dakle, mogućnost zadovoljenja potreba penzionera u fundiranom sistemu zavisi od nivoa proizvodnje u to vreme, što je jednako kao kod PAYG sistema. Naime, kod oba sistema centralna kategorija je proizvodnja u budućnosti, tj. u vreme kada pojedinac prima penziju, a samo se razlikuju načini putem kojih pojedinac ostvaruje pravo na deo te proizvodnje: kod fundiranih sistema to je akumulirano bogatstvo, a kod PAYG-a to je obećanje države da će mu putem penzije obezbediti to isto pravo. Da bismo to bolje uočili, zamislimo da se u jednoj zemlji čitavo stanovništvo penzioniše. Tada sve hartije od vrednosti, akumulirane za starost, postaju bezvredne jer nema proizvodnje za koju bi se razmenile. Proširenje analize na otvorenu ekonomiju donosi tehničke komplikacije, ali ne menja suštinu ishoda, budući da su praktično sve relevantne zemlje zahvaćene demografskom tranzicijom.

Pošto je buduća proizvodnja presudna za zadovoljenje potreba budućih penzionera, najvažnije pitanje postaje sledeće: da li privatni fundirani sistem obezbeđuje veću proizvodnju u budućnosti od PAYG sistema, a kroz višu štednju i bolje uređenje tržišta faktora proizvodnje (radne snage i kapitala)? Ukoliko je odgovor na ovo pitanje potvrdan, onda je bolje fundirati penzijski sitem.

Privatni fundirani sistem dovodi do eliminacije negativnih podsticaja na tržištu radne snage, što, na osnovu poželjnosti privatnog sistema, donosi snažne podsticaje za učešće i povećano pokriće stanovništva penzijskim osiguranjem

Naime, kao što je i logično, državni PAYG sistemi obično proizvode negativne podsticaje za pojedince u pogledu rada i učešća na tržištu radne snage, pa i plaćanja penzijskog doprinosa i uopšte učešća u penzijskom osiguranju, dok fundirani privatni fondovi ne donose takve probleme. Naime penzijski doprinos kod PAYG sistema doživljava se kao porez, pošto od njega ne zavisi kasnija penzija, pa se onda izbegava plaćanje i smanjuje uključenje u penzijski sistem, prelazi se u sivu ekonomiju i slično.

Tako se, na primer, kod rešenja da penzija zavisi od zarade u poslednjoj ili poslednjim godinama radne karijere javljaju nepovoljni podsticaji mlađim radnicima da zanemare penzijski sistem i čak da ne učestvuju na formalnom tržištu rada, već da se okrenu sivoj ekonomiji i pokušaju tamo da više zarade,

i to bez plaćanja kako poreza, tako i penzijskih doprinosa, a da se u drugoj polovini ili pri kraju radnog veka uključe u penzijski sistem. Naime, takva strategija ih neće koštati visine penzije. Slično tome, kod mnogih pojedinaca se javlja odbojnost prema penzijskom sistemu koji u stvari favorizuje one koji će u karijeri više napredovati (a to su obrazovaniji i boljestojeći ljudi), budući da su poslednje godine radnog veka presudne za visinu penzije. Time se vrši redistribucija unutar penzijskog sistema od siromašnijih ka bogatijim slojevima, što nije pravedno i što narušava poverenje u penzijski sistem. Doduše, u Srbiji ovaj inače čest sistem sa određivanjem penzija ne postoji, pošto se one obračunavaju prema zaradi u celom radnom veku. Stoga ovaj problem nećemo dalje razmatrati.

Druga grupa poboljšanja prilikom prelaska na fundirani sistem, tvrdi se, proističe iz neposrednog preslikavanja (aktuarske veze) uplaćenih doprinosa i visine penzije. Ta neposredna veza, naime, trebalo bi da poveća zainteresovanost pojedinaca za penzijski sistem budući da je, prvo, akumulirani iznos na štednom računu njihovo vlasništvo sve vreme, i drugo, da od tog iznosa direktno zavisi iznos kasnije penzije.

Ta direktna veza (trebalo bi da) ima tri pozitivne posledice. Prvo, da ukloni nepovoljne podsticaje (=distorzije) na tržištu radne snage, tj. da poveća učešće radnika na formalnom tržištu, sa povoljnim ekonomskim efektima. Drugo, da poveća njihov interes da učestvuju u penzijskom sistemu i da plaćaju penzijske doprinose, što bi trebalo da poveća inače nedovoljnu pokrivenost populacije penzijskim sistemom i da većem broju ljudi obezbedi mirnu starost. I treće, da podstakne kasnije penzionisanje, pošto ono donosi dobit na računu i veću penziju.

Ove tvrdnje su razumne i pored izvesnih teorijskih primedaba.[162] Naime, pojedinac zaista ima više pozitivnih podsticaja od sistema u kome je on vlasnik imovine na penzijskom računu i u kome mu penzija neposredno zavisi od uplata, nego od sistema u kome su te veze slabije ili čak ne postoje. Ipak, presudno je pitanje u kolikoj meri ovi podsticaji deluju, odnosno u kojoj meri pojedinac oseća fundirani penzijski sistem kao superioran i više svoj u odnosu na državni PAYG sistem.

[162] Uglavnom tipa *second best* sveta.

Dosadašnje iskustvo ne potkrepljuje ovu tvrdnju u dovoljnoj meri i pokazuje da pokrivenost obaveznim fundiranim penzijskim sistemima često nije visoka. Tako je u Latinskoj Americi, kako vidimo u odeljku o reformskim iskustvima u tim zemljama, obuhvat populacije penzijskim osiguranjem vrlo nizak, čak niži nego pre reforme. Takva činjenica ne govori sama po sebi da pomenuti podsticaji ne postoje, ali je očigledno da postoje druge snažnije sile (nezaposlenost, neinformisanost radnika, regulatorne slabosti itd.) koje odnose prevagu. Tako kalkulacija mnogih radnika kaže da je bolje odmah zaraditi u sivoj ekonomiji nego žrtvovati deo te zarade radi potencijalnog ostvarivanja ili povećanja penzije u daljoj budućnosti.

Zatim, pitanje je da li je uklanjanje svih distorzija na tržištu radne snage poželjan cilj ukoliko znači eliminaciju svake redistribucije penzijskog dohotka. U tom slučaju, uklanjanje distorzija bilo bi postignuto mehanizmom koji određuje svačiju penziju na osnovu mase uplaćenih doprinosa, dakle aktuarskom tehnologijom, što bi potpuno onemogućilo redistribuciju između različitih kategorija osiguranika, pa tako i između bogatijih i siromašnijih. A pitanje je da li je uklanjanje svake redistribucije cilj reforme penzijskih sistema. Ukoliko jeste, šta je sa siromašnima, sa onima koji tokom radnog veka nisu ni mogli da ostvare zaradu koja bi im donela makar penziju dovoljnu za skroman život u starosti? Čak i model Svetske banke vodi o njima računa i predviđa redistribuciju, mada ne kroz drugi već kroz prvi stub. Ali i tada postoje distorzije, pošto se taj prvi stub mora finansirati iz poreza, a svaki savremeni porez je distorzivan.

Na kraju, ukoliko se zaista želi eliminacija distorzija na tržištu radne snage, to se može postići i bez fundiranja penzijskog sistema. Distorzije, dakle, nisu neminovna odlika svih nefundiranih sistema, već samo većine sadašnjih PAYG sistema. Tako ne samo u teoriji nego i u praksi postoji metod virtuelnog propisanog doprinosa (NDC) koji pripada grupi PAYG sistema, ali ne stvara distorzije na tržištu radne snage. Kako smo videli u poglavlju *Koncepti penzijskog osiguranja*, NDC sistem zasniva se na tekućem finansiranju, odnosno kod njega nema fundiranja. Sa druge strane, kod njega se penzija određuje na osnovu mase uplaćenih doprinosa, na isti način kao kod fundiranih fondova sa metodom propisanog doprinosa.[163] Drugim rečima, ukoliko je uklanjanje ovih distorzija potrebno, nije nužno da se pribegava prelasku na sistem fundiranog

[163] Jedna važna razlika je u tome što se kod NDC modela spolja unosi stopa prinosa, za razliku od fundiranih fondova, gde je ona rezultat tržišnih investicija.

privatnog osiguranja, već se državni penzijski fond može reformisati u NDC sistem, kako je učinila prvo Švedska, a zatim i neke druge zemlje.

Privatni fundirani sistem donosi osiguranicima veći prinos na investicije nego državni i zato je za njih povoljniji

Da privatni fundirani penzijski sistem donosi osiguranicima prinos očevidno je i to smo videli u prethodnim odeljcima ove studije. Naime, sam koncept zasniva se na investiranju doprinosa pojedinaca od strane fonda i na pripisivanju rezultata tog investiranja, tj. prinosa, na račun samog osiguranika.

Sa druge strane, i sistem tekućeg finansiranja može se posmatrati kroz investicionu prizmu, tj. može se postaviti pitanje koliko jedan osiguranik (ili jedna generacija penzionera) ulaže u državni fond tokom radnog veka i koliko iz njega dobija kroz penzije. Dok stvari idu dobro, tj. dok rastu i privreda i stanovništvo, postoji pozitivan prinos i kod PAYG sistema, i svaki pojedinac i svaka generacija više dobijaju nego što su uložili. Mehanizam je sledeći: pošto dohodak zemlje i zaposlenih raste tokom vremena, kao i broj zaposlenih, uvećava se raspoloživa masa sredstava za penzije, pa i penzionerima rastu penzije kroz neki pogodan mehanizam (vezivanje za rast zarada, vanredna povećanja penzija i slično).

Ipak, prinos jednog zrelog PAYG sistema ne može da bude visok. On je, kako je Pol Samjuelson odavno dokazao,[164] standardno jednak zbiru stopa rasta radne snage i produktivnosti, što znači da se u normalnoj situaciji kreće na nivou 2-3% godišnje, jer se radna snaga u razvijenijem delu sveta kreće po stopi od 0% do 1% godišnje, a produktivnost oko 2% godišnje.

Prinos fundiranog penzijskog sistema neminovno je viši, pošto u dinamički efikasnoj privredi realna kamatna stopa mora biti veća od stope privrednog rasta. Stoga će u normalnoj situaciji prinos privatnih investicionih fondova uvek biti viši nego prinos u državnom PAYG fondu.[165]

Takva prednost privatnih fundiranih penzijskih fondova znači da se uz isti nivo penzijskog doprinosa u privatnom sistemu može ostvariti veća penzija nego

[164] Samuelson, P., *An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money,* Journal of Political Economy, December 1958.

[165] Videti: Corsetti, G., and Schmidt –Hebbel, K., *Pension Reform and Growth,* WP 1471, The World Bank, 1995.

u državnom, odnosno da je za istu penziju u oba sistema potrebna niža stopa doprinosa u privatnom u odnosu na državni sistem.

Ova prednost sistema fundiranih penzijskih fondova u prinosima nesporna je u teorijskoj literaturi, što znači da je prihvataju i oponenti ovog modela. Međutim, navedena prednost važi samo uz dve pretpostavke:

- da se penzijski sistem formira *ab ovo*, tj. od početka, i da stoga ne postoje tranzicioni troškovi prelaska sa već postojećeg PAYG-a na fundirani sistem;
- da ne postoje administrativni troškovi funkcionisanja penzijskih sistema, već da je neto investicioni prinos, znači ono što se upisuje na individualne račune, jednak bruto prinosu.

Kod teorijskih razmatranja ovakva su pojednostavljenja prirodna – radi olakšanja analize. Međutim, kada se pređe sa teorijskih pitanja na pitanja praktičnih reformi postojećih problemima opterećenih penzijskih sistema, obe se pretpostavke moraju napustiti.

Prvo, prelazak sa postojećeg PAYG sistema na fundirane privatne fondove podrazumeva visok **tranzicioni trošak** za zemlje sa razvijenim državnim penzijskim sistemom. Naime, ovakva promena penzijskog modela neminovno znači obavezu više generacija aktivnih osiguranika da finansiraju dve penzije: jednu postojećih penzionera, znači onih koji su se ranije penzionisali i sada uživaju penziju iz državnog fonda, i jednu svoju penziju, koju će ostvariti preko privatnih fundiranih fondova. Naime, ukoliko se penzijski doprinos, zbog stvaranja novog, privatnog fundiranog sistema, preusmeri na akumulaciju i investiranje kroz privatne penzijske fondove, tada državni penzijski fond ostaje bez sredstava za finansiranje penzija postojećih penzionera. To svakako nije prihvatljivo i država nužno pokriva nastali deficit svog PAYG fonda. To može učiniti iz povećanog oporezivanja ili kroz zaduživanje, ali način finansiranja ne menja suštinu: izdvajanja za penzije se povećavaju u odnosu na raniju situaciju.

Taj tranzicioni trošak može se prikazati i na drugi način – kao zbir svih prava koja su građani (i aktivni osiguranici i penzioneri) stekli po PAYG sistemu. To su prava na penziju postojećih penzionera do kraja života (a zatim pravo na eventualnu porodičnu penziju), ali i određeni broj godina radnog staža aktivnih osiguranika, dakle onih koji još rade i koji su tim stažom stekli određena penzijska prava. Prilikom zamene PAYG sistema fundiranim,

država ova prava na neki način mora pokriti (finansirati).[166] Zbir ovih prava na državnom nivou naziva se implicitnim penzijskim dugom. Njegova visina varira od zemlje do zemlje i zavisi od velikodušnosti penzijskog sistema i njegovih osnovnih rešenja.

Da bi se ublažio problem tranzicionog troška, odnosno dvostrukog finansiranja penzija u jednom dugom razdoblju, države koje su pošle putem uvođenja drugog stuba pribegavale su različitim metodima. Prvi je smanjenje obaveza prema aktivnim osiguranicima i penzionerima, a kroz zaoštravanje uslova penzionisanja, pogoršanje mehanizma indeksacije penzija, umanjenje prava aktivnih osiguranika, koja prenose iz državnog u privatni penzijski sistem i slično. Takav način svakako finansijski pomaže, jer smanjuje tranzicione troškove, ali to čini po cenu pogoršanja položaja i aktivnih osiguranika i penzionera. Takođe, postavlja se pitanje čemu uopšte penzijska reforma ukoliko je moguće postići bitne uštede u PAYG sistemu. Tada je za rešenje finansijskih teškoća penzijskog sistema dovoljna parametarska reforma prvog stuba. Sledeći način ušteda je usporavanje tranzicije sa PAYG-a na fundirani sistem kroz zadržavanje starijih osiguranika u državnom sistemu i obavezni prelazak samo mlađih osiguranika u fundirani sistem. Time se na finansijsko-tehničkom nivou dobija podela doprinosa na deo koji, zajedno sa mlađim osiguranicima, ide u privatne fundirane fondove i na deo koji, zajedno sa starijim osiguranicima, ostaje u državnom fondu. Ovaj metod, vidimo, smanjuje obavezu države prema postojećim penzionerima, jer se u svrhe finansiranja njihovih penzija koristi i jedan deo tekućih penzijskih doprinosa, ali se time odlaže potpuni prelazak na novi sistem. Suštinski posmatrano, na ovaj način ne ostvaruje se štednja, već samo prolongira tranzicija, dok obaveze države, kako ćemo videti u odeljku o tranzicionom trošku u Srbiji, ostaju jednake.

Drugo, **administrativni troškovi** svakako smanjuju prinos investicija. A oni su kod privatnih fundiranih fondova znatno veći nego kod javnih. Naime, u decentralizovanom, konkurentskom sistemu ovih fondova pojavljuju se kao velike neke stavke koje kod javnih fondova čak ne postoje. Jedna je potreba reklamiranja fonda u medijima kako bi se informisali i privukli osiguranici. Sledeća je plaćanje trgovačkih putnika koji prodaju polise osiguranja gnjaveći građane. Znatna stavka često je sistem za plaćanja i evidencije, koji

[166] Čileanska država, na primer, izdala je onima koji napuštaju državni fond državne obveznice kao naknadu za ranije stečena prava.

svaki fond pravi za sebe. Drugim rečima, svaki fond samostalno naplaćuje mesečne doprinose, investira i naplaćuje prinose, vodi evidenciju o uplatama, investicijama i stanju individualnih računa itd., što je obično skupo kako zbog decentralizovanog karaktera, tako i zbog relativno male veličine mnogih fondova (disekonomija obima).

Visina administrativnih troškova veoma varira, kako u zavisnosti od zemlje, tako i prema odlikama institucionalnih aranžmana. Primera radi, navodimo da u Čileu naknada koju naplaćuju fondovi iznosi 2% od mesečne uplate, uvećano za umereni fiksni iznos. To znači da se stopa bruto prinosa od, na primer 8% godišnje, smanjuje za više od jedne četvrtine. I u Mađarskoj i Hrvatskoj administrativni troškovi su visoki. Nešto su niži u SAD, gde se godišnja naknada za penzijske planove kod uzajamnih fondova i sličnih institucija kreće oko 1% godišnje na vrednost imovine, tj. stanja na računu pojedinca, plus umerena fiksna naknada, što daje umanjenje stanja imovine prilikom penzionisanja od 20-30%, pa time i smanjenje penzije za isti procenat. I u Velikoj Britaniji godišnje naknade kreću se oko 1% akumulisanog iznosa.[167] U manje razvijenim zemljama, sa manjom konkurencijom među finansijskim institucijama, administrativni troškovi znatno su viši: u Latinskoj Americi, kako pokazuje figura br. 5-3, uobičajeno se kreću između 1,5% i 4% godišnje od imovine fondova.

Postoji uverenje da će se za visinu administrativnih troškova pobrinuti tržište, odnosno konkurencija, tj. da će borba privatnih fondova i društava za upravljanje njima za osiguranike dovesti naknade na minimalni nivo, sličan onom u razvijenim zemljama. Međutim, kako smo videli, to se (još) nije dogodilo.

Da će do izvesnog smanjenja doći vrlo je verovatno. Razlog tome je činjenica da su stvarni troškovi fondova relativno fiksni (reklame, procesiranje itd.), tako da oni opadaju po jedinici imovine u vremenu kada imovina fondova raste. Drugim rečima, rast imovine fondova brži je nego stvarni rast administrativnih troškova, pa ima mesta smanjenju naknada po jedinici imovine ili doprinosa. Ovo potencijalno smanjenje troškova ipak ima granice, koje su povezane sa veličinom zemlje, što je važno za Srbiju. Prva je ta da u relativno malim zemljama ni ekonomija obima ne može biti velika, tako da stvarni troškovi po

[167] *Administrative Costs of Private Accounts in Social Security,* Congressional Budget Office, The Congress of the United States, 2004.

jedinici ne mogu ni pasti na nizak nivo kao u velikim zemljama. Videli smo da se ni u Čileu posle 25 godina i visokog rasta kapitala fondova naknade nisu spustile na američki nivo. Druga proističe iz činjenice da u malim zemljama konkurencija među fondovima ne može biti jaka. Naime, profesionalno vođenje fondova podrazumeva prilične minimalne troškove, što mali fondovi ne mogu da podnesu. Stoga i u manjim zemljama dolazi do koncentracije fondova, pa se broj administratora u manjim zemljama Latinske Amerike kreće od dva do osam, a tek ih je u velikim zemljama preko deset. I u Mađarskoj i Hrvatskoj brzo je došlo do koncentracije fondova. A mali broj fondova, odnosno administratora, slabi konkurenciju i omogućava održanje naknada na višem nivou, sa visokim profitima administratora (kao u Čileu).

Potencijalno rešenje ovih problema može se potražiti u objedinjavanju nekih tehničkih poslova svih fondova na jednom mestu, kao što su procesiranje uplata i njihova evidencija u jednoj datoteci ili isplata penzija i slično. Svakako, ovde bi trebalo izbeći prisilnu centralizaciju od strane države stvaranjem neke nove SDK, eventualno ponudom države da obavlja pomenute poslove preko svog administrativnog kapaciteta za malu naknadu. U tom smislu u Srbiji već se priprema centralni registar osiguranika, a za potrebe državnih fondova penzijskog i zdravstvenog osiguranja, koji bi mogao preuzeti na sebe i slične poslove za privatne fondove.

Potrebno je, u vezi sa prinosima, pomenuti i rizik investiranja privatnih fundiranih fondova. Nema sumnje da viši prinosi na tržištu hartija od vrednosti nose sa sobom viši rizik. To je osnovna logika tržišta kapitala. Štaviše, ukoliko je finansijsko tržište savršeno, onda je svejedno koja se hartija od vrednosti kupuje, pošto je potencijano viši prinos jedne potpuno kompenzovan njenim višim rizikom. Ukoliko tržište nije savršeno, onda je potrebno za svaku hartiju proceniti i rizik i potencijalni prinos, što niti je lak, niti siguran posao, pa se može pogrešiti. Drugim rečima, i taj potencijalno viši nivo prinosa fundiranih fondova u odnosu na PAYG praćen je višim rizikom, što za jedan penzijski sistem nije povoljno.

Pored toga, čak i kada bi na dugi rok privatni fundirani sistem donosio više prinose nego državni PAYG, pojavio bi se problem volatilnosti tih prinosa, odnosno visokih fluktuacija berzanskih indeksa tokom vremena, jer u mnogim godinama indeksi vodećih svetskih berzi padnu u odnosu na prethodnu godinu, što kasnije (ponekad za nekoliko godina) bude nadoknađeno i

prevaziđeno. Ali bi takve fluktuacije za penzionere iz fundiranih fondova predstavljale pravu lutriju: ukoliko se penzionišu u godini kada je berzanski indeks visok, njihova će penzija biti visoka. Ali, ukoliko se penzionišu u vreme pada berze, moguće je da im penzija bude za 20% ili 30% niža nego u prvom slučaju. A lutrija nije dobra za poverenje u penzijski sistem.

Da zaključimo ovu liniju rezonovanja. Privatni fundirani penzijski fondovi, teorijski posmatrano, trebalo bi da imaju viši prinos nego državni PAYG sistem. Ali se uključenjem realističkih pretpostavki – tranzicionih i administrativnih troškova i rizika – dobija potpuno drugačija slika i nije jasno koji od ova dva sistema ima prednost sa stanovišta prinosa na štednju pojedinaca. Pokušaji traženja empirijskog odgovora na pitanje koji sistem donosi više prinose nisu doneli jasne rezultate.

Privatni fundirani sistem dovodi do povećanja štednje i privrednog rasta u državi

Logika je sasvim jasna i razumna: fundirani penzijski sistem po definiciji zasniva se na štednji pojedinaca i investiranju te štednje, što vodi povećanju ukupnih investicija u ekonomiji, povećanju stoka kapitala i ubrzanju privrednog rasta. To je, svakako, dobro samo po sebi, jer obezbeđuje veću proizvodnju i potrošnju u budućnosti. Ipak, ova linija rezonovanja nije bez primedaba. Pogledajmo diskusiju.
Prvo, nije sigurno da je logika »što brži privredni rast to bolje« zaista dobra. Naime, odluka da se ubrza rast preko investicija neminovno donosi smanjenje potrošnje sadašnjih generacija, pa je pitanje da li je i u kojoj meri dobro žrtvovati njihovu potrošnju danas u korist potrošnje budućih generacija. To je pitanje međugeneracijske pravednosti, odnosno prelivanja dobrobiti od jednih generacija ka drugim što bi, prema pobornicima, čak i novi fundirani sistem trebalo da izbegne.

Drugo, iako sistem fundiranih penzijskih fondova sam po sebi predstavlja štednju, nije izvesno da će se ukupna štednja u zemlji povećati po njegovom uvođenju, jer je moguće da neki drugi sektor smanji svoju štednju i poništi rast štednje nastao uvođenjem fundiranih penzijskih fondova. Tako sektor stanovništva može smanjiti svoju dobrovoljnu štednju polazeći od toga da i uplate za penzijsko osiguranje sada predstavljaju štednju, doduše obaveznu. Drugim rečima, ukoliko obveznici penzijskog osiguranja ne vide bitnu razliku između ovih dvaju oblika štednje, onda će smanjiti onu dobrovoljnu i time

održati svoju i nacionalnu štednju otprilike na istom nivou. Naravno, moguće je da zaposleni malo ili nimalo smanje svoju dobrovoljnu štednju i da ukupna štednja u zemlji poraste. Dakle, mogući su različiti ishodi i empirijsko je pitanje koji će činioci u kojoj situaciji preovladati.

Može i država da smanji svoju i nacionalnu štednju po pojavi fundiranih penzijskih fondova. Tako, na primer, preuzimanje penzijskog tereta od strane privatnih fondova može podstaći državu da poveća rashode u druge svrhe, tako da štednje u stvari ne bude, ili tranzicioni trošak treba nekako finansirati, i to se čini ili novim zaduženjem države ili povećanim oporezivanjem, što sve smanjuje ukupnu štednju u zemlji. Tako je, videli smo, i u Čileu štednja penzijskog sistema decenijama negativna, pošto je veći rashod države na tranzicioni trošak nego što je štednja preko fundiranih fondova.

Pomenimo ovde da čest način finansiranja tranzicionog troška – osiguranici ulažu na svoje račune, to se transferiše državi da finansira penzije »starih« penzionera, a država na ime duga ostavlja svoje obveznice u fondovima – ne donosi povećanje ukupne ili bilo koje druge štednje, jer u stvari predstavlja ekvivalent PAYG sistema. Tada se, naime, stari penzioneri finansiraju iz tekućih doprinosa (nebitno je što se radi o drugom delu penzijskog sistema), a država i ovde, kao i kod PAYG modela, daje obećanje da će u budućnosti obezbediti novac za penzije »novih« penzionera. U stvari, radi se samo o suštinski papirološkoj, ali ne i stvarnoj promeni penzijskog modela.

Treće, kada razmatramo uticaj fundiranja na štednju u otvorenoj zemlji, odnosno u zemlji sa finansijskim tokovima sa inostranstvom, videćemo da obim domaće štednje ne predstavlja ograničenje obima investicija, pa time ni privrednog rasta. Naime, tada je presudan nivo kapitalnih transakcija sa svetom, odnosno kretanje zaduživanja determinanta je investicija i rasta. Tako, na primer, SAD već duže vreme imaju nisku štednju i visok priliv kapitala iz inostranstva. Kada bi se povećala njihova domaća štednja, to uopšte ne bi moralo da utiče na nivo investicija, već bi moglo dovesti samo do smanjenja zaduživanja u inostranstvu.[168] Tako i Velika Britanija ima visoku vrednost kapitala fundiranih fondova, a nisku štednju po međunarodnim standardima. Očigledno je da su rast štednje i investicija i ubrzanje privrednog rasta kao

[168] Doduše, o koreliranosti domaće štednje i investicija uveliko se raspravlja već 25 godina pod imenom zagonetke Feldstein-Horioka. Diskusija još nije završena.

posledica formiranja fundiranja privatnih penzijskih fondova mogući, mada ne i zasigurno. Krajnji ishod zavisi od ponašanja građana i države i verovatno nije moguće unapred dati načelni odgovor na pitanje o posledicama fundiranja na štednju i rast. Tako i Svetska banka u skorašnjem izveštaju kaže da je »efekat fundiranja na agregatnu štednju i dalje otvoren za diskusiju«.[169]

Ali, ukoliko se oceni da je fundiranje dobro sa stanovišta štednje i privrednog rasta, fundiranje privatnih fondova nije jedini mogući model. Naime, postoji realna opcija fundiranja penzijskog sistema u državnoj režiji, koja ima svoje prednosti, mada donosi izvesne rizike.[170]

Fundiranje javnog penzijskog sistema postoji u mnogim zemljama sveta, kako razvijenim, tako i u onim u razvoju. Jedan razlog za prihvatanje ovog koncepta, posebno u zemljama u razvoju, bila je želja da se iskoriste prednosti državnog menadžmenta i izbegnu slabosti privatnog u zemljama sa vrlo lošim finansijskim sistemom i finansijskim posrednicima. U razvijenim zemljama razlog uvođenja rezervnih fondova bila je spoznaja predstojeće demografske krize i želja da se njene posledice na državni penzijski sistem izbegnu ili ublaže.

Izrazita prednost državnih investicionih fondova jeste u niskim administrativnim troškovima, jer kod njih nema znatnih troškova reklamiranja i prodaje polisa, a imaju visoku ekonomiju obima na svim poslovima (transferi novca, evidencije penzionera, investiranje, konverzija kapitala u rentne polise penzionera itd.). Na taj način njihovo je poslovanje daleko jeftinije nego poslovanje privatnih fondova što, pri ostalim jednakim okolnostima, donosi penzionerima znatno veći neto prinos.

Državni fond je i fleksibilniji u koncepcijskom smislu od privatnih fundiranih. Dok ovi drugi neminovno moraju da zasnivaju penzijska prava osiguranika na metodu propisanog doprinosa, jer u protivnom ne bi bili osiguranicima primamljivi, dotle državni kapitalski fondovi mogu podržati bilo koji sistem: propisani doprinos, propisana isplata, NDC i bilo koju njihovu kombinaciju. To, u stvari, znači da državni penzijski fond ne određuje unapred strukturu penzijskog sistema, već je u stanju da se prilagodi svakom modelu penzijskih

[169] *Old-Age Income Support in the 21st Century, An International Perspective on Pension Systems and Reform,* The World Bank, 2005, str. 47.

[170] Za bližu analizu videti: Mijatović, B. i Hiber, D., *Kapitalizacija penzijskog osiguranja u Srbiji,* CLDS, 2008.

osiguranja. Fleksibilnosti sistema doprinosi i to što se na strani prihoda mogu koristiti razni izvori: ne samo pojedinačni penzijski doprinosi osiguranika, već i novac i imovina iz drugih državnih izvora, kao što su sredstva od privatizacije, iz budžeta, prihodi od nafte i slično.

Osnovni rizik je u tome da država slabo vodi kapitalni penzijski fond. Iskustvo tokom više decenija pokazuje da se to često događa, tj. da državna uprava fondom obično upropašćava povereni joj kapital, posebno u zemljama u razvoju, ali i u onim razvijenim.

Dva su rizika najvažnija. Prvi je nekompetentna uprava, gde neuki i nezainteresovani državni službenici upravljaju velikim kapitalom. Drugi je zloupotreba fonda od strane Vlade, odnosno Ministarstva finansija. To se može učiniti na razne načine. Jedan je prisiljavanje fonda da pozajmljuje novac budžetu po niskoj kamatnoj stopi, što obara investicioni prinos fonda. Sledeći je prisiljavanje fonda da ne investira u najprofitabilnije hartije od vrednosti, već u projekte koje neko smatra vrlo korisnim za ekonomiju, kao što su pojedine industrijske grane, infrastruktura ili regionalni razvoj. Poslednji je zabrana investiranja u inostranstvu – radi domaćeg razvoja, što obično smanjuje prinose i povećava rizik poslovanja fonda.

Ipak, tokom poslednje decenije pokazalo se da je moguće ustanoviti i organizovati državni penzijski investicioni fond na dobar način i dobro ga voditi, pa i ostvariti odlične rezultate. Tako je više razvijenih zemalja (Kanada, Irska, Novi Zeland, Francuska, Španija, Švedska, Poljska itd.) delimično fundiralo svoje penzijske sisteme stvarajući iznova ili fundamentalno reformišući svoje rezervne fondove, ali i uspevajući da njihovo poslovanje postave na dobre osnove i postignu visoke prinose. Osnovni mehanizmi uspeha su sledeći: prvo, definisan je jasan komercijalni investicioni mandat fonda, tj. investiranje sa ciljem maksimiranja prinosa, a ne sa drugim socijalno-ekonomskim kriterijumima na umu; drugo, stvaran je institucionalni okvir u kome je fond stvarno nezavisan od države i njene potrebe za novcem.

Privatni fundirani sistem dovodi do razvoja tržišta kapitala

Nema sumnje da priliv znatnih suma novca iz privatnih fondova namenjenih investiranju daje snažne podsticaje razvoju tržišta kapitala, ne samo u

zemljama u razvoju, već i u razvijenim zemljama. U nekima od ovih drugih penzijski fondovi su glavni igrači, kao u SAD, Velikoj Britaniji ili Holandiji, dok su u zemljama u razvoju, u kojima je izvedena penzijska reforma po modelu Svetske banke, oni glavna snaga razvoja tržišta hartija od vrednosti.

Pozitivan uticaj fundiranja penzijskog osiguranja odvija se kroz dva kanala. Prvi je bitno povećanje likvidnosti tržišta, jer novopridošli kapital fondova znatno uvećava tražnju za finansijskim instrumentima. Time se ne samo podižu cene postojeće imovine, već se podstiče stvaranje nove, podstiču se projekti u realnom sektoru i olakšava njihovo finansiranje. Obara se cena kapitala.

Drugi je pojava dugoročnih hartija od vrednosti i novih segmenata tržišta, kao na primer životnog osiguranja, pojava novih instrumenata (na primer obveznica ili renti koje su inflaciono indeksirane) itd. Penzijski fondovi, nastojeći da usklade ročnu strukturu imovine i obaveza, investiraju u dugoročne instrumente. Tipičan primer pozitivnog uticaja fondova na funkcionisanje tržišta je iskustvo Čilea. Produženje ročnosti korporativnih obveznica u toj zemlji dogodilo se dominantno pod uticajem njihove investicione aktivnosti. Rok dospeća ovih hartija, koji se kretao između 10 i 15 godina početkom 90-ih godina, povećao se početkom 2000-ih na 30 godina.[171]

Pored toga, pod pritiskom ovih fondova obično dolazi do unapređenja regulacije berze i njenog tehničkog funkcionisanja. Tržišta efikasnije funkcionišu, što povoljno utiče na alokaciju resursa i privredni rast.

Ipak, postoji nekoliko primedaba koje zatamnjuju ovu (pre)optimističku sliku. Prvo, iako je razvoj finansijskih tržišta dobrodošao, pitanje je da li je on presudan za ekonomski napredak zemlje. Među najrazvijenijim zemljama nemaju sve jednako razvijeno tržište kapitala. Neke, kao SAD i Velika Britanija, u najvećoj meri oslanjaju se na ovo tržište u alokaciji resursa, dok mnoge druge zemlje imaju slabije razvijena finansijska tržišta, kao Japan, Nemačka ili Francuska.

Drugo, ideja da reformisani penzijski sistem igra presudnu ulogu u izgradnji

[171] Roldos. J. E., str. 10.

finansijskih tržišta u zemljama u razvoju nosi priličan rizik za sam penzijski sistem. Naime, u zemljama sa slabim institucionalnim kapacitetom, u kojima je institucionalna finansijska infrastruktura nedovoljno razvijena, pitanje je da li je dobro rizikovati velike kapitale i mirnu starost velikog broja ljudi u nadi da će odlično profunkcionisati sve ono što do tada nije dobro funkcionisalo. Drugim rečima, reformisani penzijski sistem tokom razvoja finansijskog sistema može da ostvari niske prinose uz veliki rizik ili, što je još gore, da doživi velike padove berze i da se nađe sa malo vrednim hartijama u svom portfelju.

Jednostavno, dobro funkcionisanje finansijskih tržišta oslanja se na dobru regulaciju i dobre institucije koje sprovode regulaciju, što podrazumeva znatan administrativni kapacitet koga mnoge zemlje nemaju. Polovična rešenja nisu dobar ambijent za razvoj fundiranog penzijskog sistema.

Posebnu teškoću privatnim penzijskim fondovima donosi regulacija njihovih investicija koju sve zemlje uvode: njome se na mali iznos ograničava deo koji smeju investirati u inostranstvu. Time se svakako podstiče razvoj domaćeg tržišta kapitala, ali se pogoršava kombinacija prinosa i rizika penzijskih fondova jer ukoliko bi njihovi menadžeri investirali u inostranstvu, a država ih prisilila da investiraju u domaće hartije, tada bi im bez sumnje bila onemogućena bolja investicija u korist lošije.

Takvo usmeravanje novca fondova ka domaćem tržištu može na nesavršenom tržištu dovesti samo do rasta cena postojeće imovine, ali ne i do stvaranja nove realne imovine. Taj proces ne samo da nije posebno koristan za ekonomiju, već vodi ka naduvavanju berzanskih hartija iznad fundamentalnih vrednosti (*buble*) i eventualnom pucanju balona, sa vrlo lošim posledicama.

U zemljama u razvoju, gde ne postoje razvijena finansijska tržišta, mogućnost diverzifikacije portfolija posebno je ograničena. U ovim zemljama tržište akcije opterećeno je visokim rizicima. Otuda visoka izloženost fondova ulaganjima u državne obveznice.

Tabela br. 6-1 **Struktura portfolija penzionih fondova u zemljama u razvoju 2002. (u % aktive)**

Zemlja	Državne obveznice	Finansijske institucije	Obveznice preduzeća	Akcije	Investicioni fondovi	Strane hartije	Drugo
Argentina	76,7	2,6	1,1	6,5	1,8	8,9	2,4
Bolivija	69,1	14,7	13,4	0,0	0,0	1,3	1,5
Čile	30,0	34,2	7,2	9,9	2,5	16,2	0,1
Kolumbija	49,4	26,6	16,6	2,9	0,0	4,5	0,0
Meksiko	83,1	2,1	14,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Peru	13,0	33,2	13,1	31,2	0,8	7,2	1,5
Urugvaj	55,5	39,6	4,3	0,0	0,0	0,0	0,5

Izvor: World Bank: *Pension Reform and the Development of Pension Systems*, Washington, 2006, str. 32.

Zbog ovakve strukture portfolija zapravo nema bitne razlike između privatnih penzionih fondova i penzionih fondova u PAYG sistemu. Stoga su i stope prinosa na investicije neznatno više nego u PAYG sistemu. Troškovi upravljanja fondovima su visoki, pa skoro da izjednačavaju visinu stope prinosa sa stopom u PAYG sistemu. Konačno, visina stope prinosa fondova gde je portfolio prvenstveno baziran na državnim obveznicama varijabla je koja nije formirana slobodno na tržištu, već je određena od strane države.

Da zaključimo: Penzijska reforma u pravcu osiguranja u fundiranim privatnim penzijskim fondovima doprinosi razvoju domaćeg tržišta kapitala, ali često po cenu koju plaćaju sami fondovi povećanim rizikom i smanjenim prinosima.

Privatni fundirani sistem dovodi do smanjenja uplitanja države u penzijski sistem

Iskustvo sa državnim penzijskim sistemima nije pohvalno. U mnogim zemljama, posebno u razvoju, država je izneverila poverenje građana brojnim propustima, tako da je potpuno prirodno da prilikom izbora novog penzijskog sistema na važnosti dobije kriterijum smanjenja učešća države u vođenju penzijskog sistema.

I zaista, kod penzijskog sistema zasnovanog na privatnim fundiranim fondovima dominantnu ulogu igraju privatna inicijativa, konkurencija i finansijsko tržište. Država je malo vidljiva, što mnogima deluje privlačno.
Kada se, međutim, bolje pogleda, vidi se da država i u privatnom fundiranom

penzijskom sistemu igra odlučujuću ulogu. Ona, između ostalog:

- propisuje obaveznost penzijskog osiguranja za pojedince, što znači da im ne ostavlja mogućnost izbora;
- detaljno reguliše ovu vrstu penzijskog osiguranja;
- detaljno reguliše finansijska tržišta;
- izdaje dozvole penzijskim fondovima, tj. vrši selekciju onih kojima će biti dozvoljeno da učestvuju u branši;
- propisuje investicione kriterijume i tako presudno utiče na investicione performanse fondova;
- obično, kroz investicione kriterijume, obezbeđuje plasman velike količine sopstvenih obveznica u privatne penzijske fondove, što joj olakšava snošenje tranzicionih troškova, ali i kvari fundiranost sistema, tj. pretvara ga, bar jednim delom, u PAYG sistem;
- strogo nadzire poslovanje penzijskih fondova kako bi sprečila njihovo propadanje usled lošeg rada;
- formalno ili neformalno garantuje pristojan nivo penzija bez obzira na investicione i druge performanse penzijskih fondova.

Ovo poslednje, ali i ono napred, jasno govore da se ni prilikom prelaska sa PAYG-a na privatni fundirani sistem država nije povukla iz posla, već da je samo promenila tehnike uticaja. On je i dalje presudan. A zadržavanje takvog uticaja nije besmisleno, jer proističe iz čvrste logike: državni paternalizam je u penzijskoj oblasti prirodna stvar jer država, kako lepo kaže Kotlikoff,[172] ne može da dozvoli neke stvari:

- da dvojica radnika koji su uplaćivali jednake doprinose primaju veoma različite penzije zbog toga što je jedan bolje investirao nego drugi;
- da dvojica radnika imaju veoma različite penzije zbog različitog očekivanog trajanja života;
- da jedna generacija radnika, koji su pošteno uplaćivali doprinose, stekne znatno niže penzije od drugih stoga što je tržište kapitala imalo pad u godinama koje su za njih bile presudne;
- da finansijska industrija naplaćuje preterane naknade osiguranicima;
- da investicije budu previše rizične;

[172] Kotlikoff, L. J., *Pension Reform – the Triumph of Form over Substance?,* Lecture Presented to the Latin American Meeting of the Econometrica Society and the Annual Meeting of the Latin American and Caribbean Economic Association, Mexico City, November 2, 2006.

- da siromašni osiguranici prođu veoma loše;
- da oni koji nisu učestvovali u penzijskom sistemu ne dobiju ništa.

Država, koja bi mogla sve ovo da dozvoli, lako bi se složila sa običnom obaveznom štednjom, i to meko regulisanom, kao isključivim metodom obezbeđenja dohotka za starost. Ali svaka država ne može da dozvoli bar neke od pomenutih stvari, a uglavnom većinu ili sve, pa je zato njena velika uključenost u penzijsko osiguranje, pa i u ovo privatno fundirano, neminovna.

Pored toga, pomenuto iskustvo Argentine pokazalo je da država u vremenu krize i hoće i može da ugrozi funkcionisanje fundiranog sistema kao da je u pitanju običan PAYG sistem.

ZAKLJUČNE NAPOMENE

Ova analiza tvrdnji o prednostima privatnih fundiranih sistema nad PAYG sistemom pokazala je da su neke od njih netačne, da su neke ponekad tačne, a ponekad nisu (zavisno od zemlje i njenih ekonomskih, institucionalnih i penzijskih aranžmana), a da za neke ne znamo da li su tačne. Tako, na žalost, nemamo pouzdan odgovor na načelno pitanje da li su privatni fundirani penzijski sistemi bolji od PAYG sistema.

Glavno pitanje je sledeće: da li su eventualne prednosti fundiranja u privatnoj režiji na planu ekonomskog rasta dovoljno visoke da se prihvate: (1) povećani rizici za penzionere (investicioni rizik i rizik lošeg upravljanja u privatnom fondu) i (2) troškovi reforme penzijskog sistema, izraženi tranzicionim troškovima, ali i administrativnim naporima, učenjem od strane privatnih aktera i slično.

Zatim, izbor između privatnog fundiranog i državnog PAYG sistema, zasnovanog na metodu definisane isplate ili bodova, nije i jedini mogući reformski izbor. Pažnje su vredni alternativni mehanizmi, kao što su parametarska reforma PAYG sistema, NDC i državni fundirani fond, i njih bi trebalo analizirati i uzeti u obzir.

7. Opravdanost i uslovi za uvođenje II stuba u Srbiji

Kada je u pitanju reforma penzijskog sistema – kako će ona izgledati, na kojim »stubovima« će penzijski sistem svake zemlje biti zasnovan i kolika će biti uloga svakog stuba, umnogome zavisi od samog konteksta zemlje koju razmatramo kao i od njene razvijenosti. Dok je u razvijenim zemljama sa aspekta administracije i ukupne ekonomsko-finansijske razvijenosti moguće razviti sve stubove, ove zemlje su uglavnom ograničene nasleđenim penzijskim sistemima. Sa druge strane, zemlje u razvoju obično nemaju ograničenje u vidu postojećeg sistema, ali njima nedostaju razvijena finansijska tržišta i administrativni kapaciteti, i to im značajno sužava izbor[173].

Kada je Srbija u pitanju, mogli bismo reći da kod nas za uvođenje drugog stuba postoje obe vrste ograničenja – ograničenja karakteristična za zemlje u razvoju, kao što su nerazvijena finansijska tržišta i nedovoljan administrativni kapacitet sa jedne strane, a sa druge ograničenja postojećim penzijskim sistemom, karakteristična za razvijene zemlje.

7.1. Visina tranzicionog troška u Srbiji[174]

Za razliku od zemalja tipičnih klijenata Svetske banke, kao što su zemlje Latinske Amerike, kod kojih je postojeći penzijski sistem bio slabo razvijen i sa malim obuhvatom, penzijski sistem u Srbiji, kao i u drugim zemljama Centralnoistočne Evrope, ima dugu tradiciju i pokriva veliki deo stanovništva. Otuda je problem tranzicije jedno od osnovnih ograničenja uvođenja II stuba.

Ovde ćemo prikazati računicu za *implicitni (bruto) tranzicioni trošak za Srbiju*, koji smo definisali kao ***razliku između doprinosa koji »skreću« u drugi stub i***

[173] Holzman, R. and Hinz, R. (2005), *Old-Age Income Support in the 21st Century,* The World Bank, str. 94.

[174] Ovaj deo napisan je uz korišćenje modela *PMP – Pension Modeling Package,* Bearing Point – Nikola Altiparmakov (sa Katarinom Stanić), 2006.

ušteda u prvom stubu koje nastaju po tom osnovu tj. kada drugi stub sazri. Nisu uzete u obzir očekivane uštede po drugim osnovama, pre svega uštede u prvom stubu koje nisu u direktnoj vezi sa uvođenjem drugog stuba.

Opis modela i pretpostavke koje smo koristili dati su u okviru br. 7-1.

Okvir br. 7-1 **Model i pretpostavke**

Kao što je objašnjeno u delu *4.5. Tranzicioni trošak*, on se može računati na dva osnovna načina. Kao osnovni (*baseline*) metod, čiji su rezultati prikazani u ovom odeljku, koristili smo tzv. metod unapred fiksirane stope zamene**.** Po ovom metodu tranzicioni trošak definiše doprinose koji se uplaćuju u drugi stub minus penzije koje se isplaćuju iz II stuba. Tranzicioni trošak nestaje kada penzije iz II stuba postanu veće od doprinosa. Ovde se polazi od pretpostavke da je PAYG sistem dizajniran tako da su uštede u njemu jednake isplatama penzija iz II stuba. Na ovaj način su garancije koje država obično daje za performanse II stuba implicitno ugrađene. S tim u vezi, visina tranzicionog troška je senzitivna na visinu prinosa i naknada u II stubu (za detalje pogledati *4.5.2. Metode računanja implicitnog tranzicionog troška* i *4.5. Tranzicioni trošak*).

Sve računice su rađene za dva makroekonomska scenarija – *osnovni* i *konzervativni*. S obzirom na to da se tranzicioni trošak uobičajeno iskazuje kao procenat

BDP-a one godine u kojoj je nastao, zapravo nema značajne razlike u visini tranzicionog troška za različita makroekonomska scenarija. Zato smo prezentovali rezulate samo jednog scenarija – *konzervativnog*.

Pretpostavke konzervativnog scenarija su sledeće: rast BDP-a od 5% do 2012, zatim 4% do 2020, a potom 3%; rast zarada delimično prati rast BDP-a, pa tako iznosi 4% do 2012. a potom 3%. Što se tiče zaposlenosti, pretpostavlja se da će do 2025. godine stopa anketne nezaposlenosti iznositi 7,5%. Konzervativnija pretpostavka smanjenja nezaposlenosti od ove (npr. na 10% u 2025), utiče na smanjenje implicitnog tranzicionog troška od oko 3 procentna poena.

Starosna granica za penzionisanje prati sadašnji zakon – 60 godina za žene, a 65 za muškarce (da bismo uprostili projekciju, stavili smo prosečno 62 godine za oba pola).

Dužinu penzijskog staža projektovali smo na osnovu tablica mortaliteta.

Prosečna godišnja realna stopa bruto prinosa na kapital u fazi akumulacije pretpostavljena je na 5,5%, dok pretpostavljena realna diskontna stopa u fazi likvidacije iznosi 4,5%. To je viši prinos od dosadašnjeg iskustva zemalja u tranziciji koje su uvele drugi stub, ali je niži od stopa prinosa koje se generalno očekuju od drugog stuba. Naknade pri ulazu su 3% od doprinosa (koliko iznosi trenutno zakonski predviđen maksimum za dobrovoljne fondove), a naknada za kupovinu anuiteta na 5% od ukupnih sredstava. Senzitivnost na stopu prinosa prikazana je u delu *4.5.2. Metodi računanja implicitnog tranzicionog troška*.

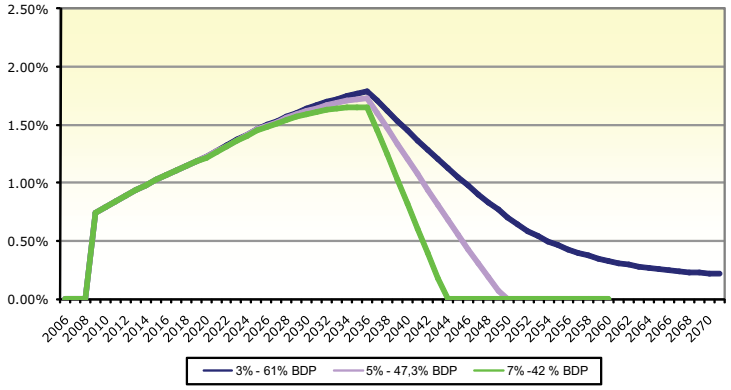
Izvor: *PMP – Pension Modeling Package*, Bearing Point–Nikola Altiparmakov (sa Katarinom Stanić), 2006.

Napominjemo još jednom da naša analiza nije analiza opšteg ekvilibrijuma. To znači da simulacije ne uzimaju u obzir efekte koje bi demografska kretanja i eventualni prelazak na fundirani sistem mogli da imaju na ključne makroekonomske varijable.

Ovde je prikazan tranzicioni trošak za Srbiju, za slučaj da se od postojećih 22% doprinosa za PIO 7% preusmeri u drugi stub[175], i da se ova stopa doprinosa tokom vremena ne menja (figura br. 7-1 i tabela br. 7-1). Trošak smo izračunali za nekoliko varijanti starosne granice koja ulazi u obavezni privatni sistem *(tzv. cut-off age)* – svi mlađi od 30 godina, od 35 i od 40 godina, za hipotetički slučaj uvođenja drugog stuba u 2009. godini.

[175] Program koji koristimo (PMP) vrlo lako može da izračuna i visinu tranzicionog troška za bilo koju drugu visinu doprinosa. U nastavku teksta prikazali smo tranzicioni trošak za različite visine doprinosa.

Figura br. 7-1 **Tranzicioni trošak – 7% doprinosa za različite kombinacije starosne granice**



Izvor: PMP, USAID/BearingPoint 2006.

Tabela br. 7-1 **Tranzicioni trošak – 7% doprinosa za različite kombinacije starosne granice (po odabranim godinama i ukupno, % BDP)**

	<30	<35	<40
2009	0,50%	0,75%	0,99%
2010	0,55%	0,79%	1,04%
2011	0,59%	0,84%	1,09%
2012	0,64%	0,89%	1,13%
2013	0,69%	0,94%	1,19%
2014	0,74%	0,98%	1,23%
2015	0,78%	1,02%	1,27%
2016	0,82%	1,07%	1,30%
2017	0,87%	1,11%	1,34%
2018	0,91%	1,15%	1,38%
2019	0,95%	1,18%	1,41%
2020	0,99%	1,22%	1,45%
2025	1,24%	1,46%	1,67%
2030	1,43%	1,62%	1,79%
2035	1,57%	1,72%	1,39%
2040	1,65%	1,22%	0,87%
2045	1,04%	0,60%	0,34%
2050	0,33%	0,02%	0,00%
2055	0,00%	0,00%	0,00%
ukupno	**47,2%**	**47,8%**	**48,0%**

NAPOMENA: Navedeni su podaci samo za pojedine godine.
Izvor: USAID/BearingPoint

Kao što vidimo, tranzicioni trošak je vrlo visok i dugo traje. U svim varijantama on se kreće od 0,5% pa skoro i do 2% godišnje (od te godine u kojoj je nastao), tj. ukupno blizu **50% BDP-a**.

Nismo pravili analizu uvođenja sistema koji bi za određene starosne grupe bio obavezan, a za druge opcion. Odlučili smo se za varijante jasnih starosnih granica, pre svega zbog jednostavnijeg modeliranja i jasnije prezentacije troška. Konačno, ovo i nema uticaja na ukupnu visinu tranzicionog troška već na njegov vremenski raspored, što će se videti u nastavku teksta.

Okvir br. 7-2 **Starosne granice za ulazak u II stub – iskustva**

Starosne granice za ulazak u II stub (*cut-off age*) bile su različite u zemljama koje su uvele drugi stub. Vrlo često je ulazak u II stub za određene starosne grupe bio opcion (vidi sliku). Postojeća iskustva pokazuju nam da je većina zemalja, koje su uvele drugi stub, upravo iz ovog razloga potcenila inicijalni tranzicioni trošak, jer nisu pridodale dovoljno visoku verovatnoću prelaska u drugi stub kohorata koji to nisu morali. Zemlje koje uvode II stub obično su tranzicione zemlje, gde vlada visoko nepoverenje u državu i veliki procenat se prijavljuje u privatni sektor. Tako su npr. u Mađarskoj i Poljskoj tranzicioni troškovi znatno veći od prvobitno planiranih usled loše procene broja participanata drugog stuba, što vrši veliki fiskalni pritisak, posebno u Mađarskoj. Grafikon pokazuje starosne granice ulaska u II stub u zemljama u okruženju.

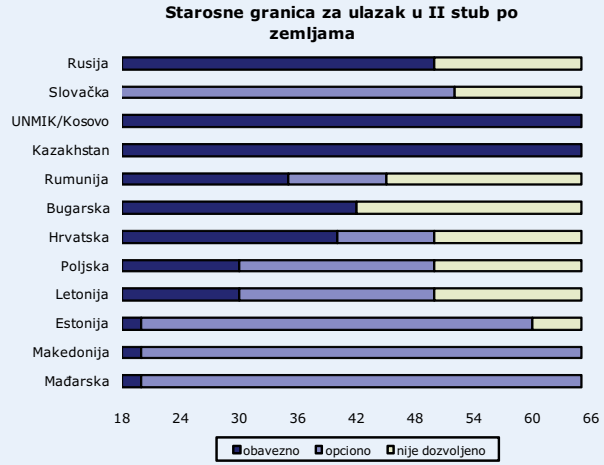
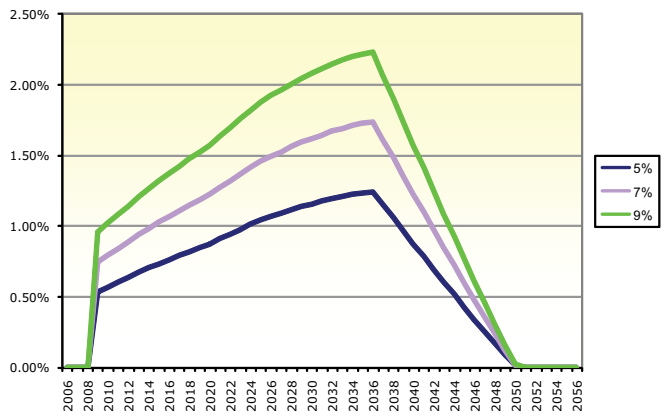


Figura br. 7-2 **Tranzicioni trošak za različite visine doprinosa (% u BDP)**



Izvor: PMP USAID/BearingPoint

Često se misli da je visina tranzicionog troška direktno proporcionalna i sa procentom zaposlenih koji se uključuju u drugi stub, tj. sa starosnom granicom koja se postavlja za prelazak u II stub. Iz tog razloga smatra se da niža starosna granica olakšava tranziciju. To, međutim, nije tačno, što ilustruju figura br. 7-1 i tabela br. 7-1.

U slučaju niže starosne granice, tranzicioni trošak zaista jeste niži u početnim godinama uvođenja, ali mnogo duže traje zato što uštede u PAYG-u povodom uvođenja drugog stuba – u vidu nižih penzija koje će se iz PAYG sistema isplaćivati onima koji su doprinosili u drugi stub – nastaju tek kada se najstarija generacija iz drugog stuba penzioniše. Ukoliko ta najstarija generacija sada ima 35 godina, sasvim je jasno da će prve uštede nastati tek nakon 30 godina. Dakle, preciznije je reći da **visina granice godišta koja ulaze u drugi stub utiče na vremenski raspored tranzicionog troška, a ne na njegovu ukupnu visinu.**

Konkretno, ukoliko u drugi stub uđe samo mlađa generacija (npr. mlađi od 30 godina), tranzicioni trošak u početnim godinama jeste niži ali duže traje, s obzirom na to da koristi od njegovog uvođenja (u vidu smanjenja penzije iz prvog stuba po tom osnovu) nastaju tek nakon 2041, kada ova generacija počinje da se penzioniše. Sa druge strane, trošak uvođenja drugog stuba za sve one koji su mlađi od 40 godina prvih 10-ak godina značajno je viši (za oko 0,5% BDP-a), ali i uštede u PAYG sistemu nastaju 10 godina ranije.

Visina tranzicionog troška je proporcionalna *visini doprinosa* koji se preusmerava u drugi stub. To ilustruju tabela br. 7-2 i figura br. 7-2. Za ilustraciju, izabrali smo različite stope doprinosa za slučaj kada je starosna granica za prelazak u II stub 35 godina starosti.

Tabela br. 7-2 **Visina tranzicionog troška za različite visine doprinosa u II stub**

	5%	7%	9%
2009	0,53%	0,75%	0,96%
2010	0,57%	0,79%	1,02%
2011	0,60%	0,84%	1,08%
2012	0,63%	0,89%	1,14%
2013	0,67%	0,94%	1,21%
2014	0,70%	0,98%	1,26%
2015	0,73%	1,02%	1,32%
2016	0,76%	1,07%	1,37%
2017	0,79%	1,11%	1,42%
2018	0,82%	1,15%	1,47%
2019	0,85%	1,18%	1,52%
2020	0,87%	1,22%	1,57%
2025	1,04%	1,46%	1,88%
2030	1,16%	1,62%	2,08%
2035	1,23%	1,72%	2,21%
2040	0,87%	1,22%	1,57%
2045	0,43%	0,60%	0,77%
2050	0,01%	0,02%	0,02%
2055	0,00%	0,00%	0,00%
ukupno	**34,2%**	**47,8%**	**61,5%**

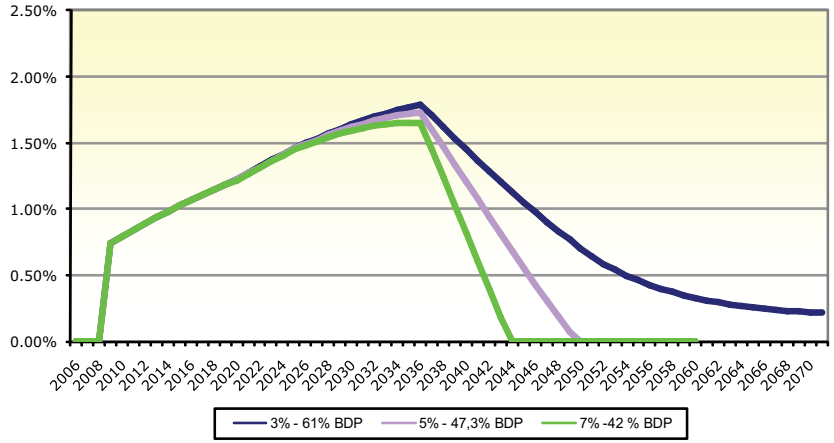
NAPOMENA: Navedeni su podaci samo za pojedine godine.
Izvor: PMP, USAID/BearingPoint

Iako bi uvođenje manjeg po veličini drugog stuba (npr. od 2% doprinosa) smanjilo taj dodatni finansijski napor, ovo je u praksi redak slučaj (od tranzicionih zemalja jedino je Bugarska uvela drugi stub od 2%). Razlog su, pre svega, vrlo visoki fiksni troškovi poslovanja penzionih fondova po učesniku. Po nekim istraživanjima minimum koji uopšte opravdava uvođenje drugog stuba, tj. omogućava potecijalno viši prinos od očekivanog prinosa PAYG

sistema je 4-6% doprinosa[176]. Međutim, drugačijom organizacijom sistema to je izvodljivo, kao što smo videli na primeru Švedske.

Kada se tranzicioni trošak računa po metodu unapred fiskirane stope zamene, on je senzitivan i na performanse drugog stuba tj. na stopu prinosa. Ovo ilustruje i figura br. 7-3.

Figura br. 7-3 **Tranzicioni trošak do 2071. – senzitivnost na različite stope prinosa**



NAPOMENE: Radi jednostavnijeg prezentovanja rezultata, u ovome slučaju pretpostavljena je diskontna stopa u fazi likvidacije jednaka neto prinosu u fazi akumulacije.
Izvor: USAID/BearingPoint

Prema ovom metodu, u tranzicioni trošak zapravo su implicitno ugrađene i garancije koje države obično daju u slučaju da performanse II stuba nisu zadovoljavajuće (ili ako iz nekih drugih razloga korisnici ne ostvare određenu visinu penzije)[177]. Figura br. 7-3 pokazuje da će se pre završiti tranzicioni trošak što je stopa prinosa viša.

[176] Na primer, Dobronogov i Murti na osnovu iskustava Hrvatske, Mađarske, Kazahstana i Poljske primećuju da »postoje visoki fiksni troškovi pri osnivanju fondova«. Kao posledica toga u industriji postoji izražena ekonomija obima. Na osnovu raspoloživog iskustva procenjuju godišnji fiksni trošak na oko $35 po individualnom računu. Imajući u vidu taj red veličina troška, individualni računi trebalo bi da budu veličine 4–6% prosečne zarade da bi drugi stub mogao da funkcioniše, tj. da ostvari stopu prinosa višu nego što se očekuje od postojećeg PAYG sistema.

[177] Takav trošak zapravo bi se pre mogao nazvati troškom neefikanosti/neisplativosti drugog stuba nego tranzicionim troškom, ali to je posebna tema.

Prema scenariju sa pretpostavkom stope prinosa od 3% neto od naknada[178], dok zarade rastu prema konzervativnom scenariju po stopi od 4% do 2012, a potom 3%, tranzicionom trošku praktično nema kraja. Ovakav nalaz ne iznenađuje. On je zapravo samo ilustracija dobro poznatog pravila da je uvođenje II stuba poželjno/isplativo pod uslovom da je stopa prinosa u II stubu veća od interne stope prinosa PAYG-a, a koja je jednaka stopi rasta mase zarada. Za detaljniju analizu senzitivnosti tranzicionog troška na stopu prinosa, rast zarada, različite metode računanja tranzicionog troška itd. Videti *4.5. Tranzicioni trošak.*

7.2. Tržište kapitala u Srbiji – investicione mogućnosti

7.2.1. Dominacija bankarstva kao osnovna karakteristika finansijskog sektora Srbije

Finansijski sektor Srbije posle obnove bankarske delatnosti prepoznatljiv je po snažnoj dominaciji indirektnog sistema finansiranja. Slično svojstvo imaju i finansijski sektori okolnih zemalja. Već sada se prepoznaju ključni elementi buduće stabilne konfiguracije finansijskog sistema Srbije kao i sistema zemalja Jugoistočne Evrope (JIE). To će na srednji rok biti snažno bankarski orijentisani sistemi sa dominantnom ulogom indirektnog finansiranja, marginalnom ulogom finansijskih tržišta (direktnog finansiranja) i relativno nerazvijenim alternativnim oblicima depozitno kreditnog finansijskog posredovanja (uzajamni fondovi, mikrofinansiranje, štedionice).

Bankarstvo zemlja JIE brzo raste i zadržava relativno visok potencijal rasta. Njegova internacionalizacija donosi benefite i ubrzava taj rast. Ova procena ne može se generalizovati i na finansijska tržišta u regionu. Njihova budućnost vezana je za proces pristupanja EU. Internacionalizacija nacionalnih finansijskih tržišta unutar EU sadrži osim benefita normalizacije i rizik migracije najboljih akcija sa nacionalnih na internacionalna tržišta.

U tekstu koji sledi biće izložene glavne osobine tržišta kapitala u Srbiji sa stanovišta njegove sposobnosti da apsorbuje dodatnu tražnju koja bi bila

[178] Up-font naknade zadržane na 3% doprinosa u fazi akumulacije i 5% *purchase fee* u fazi likvidacije. Kao što smo već pomenuli, pretpostavke pre svega služe potrebi ilustracije šta bi bilo u određenim situacijama, a ne odražavaju projekciju budućnosti.

Tabela br. 7-3. **Osnovna deskripcija finansijskih sektora Srbije i uporedivih zemlja (stanje na kraju 2004. godine)**

	Vrednost količnika M2/BDP(u procentima)	Dolarizacija (evrizacija) depozita (u procentima od ukupnih)	Nenaplativi krediti (u procentima od ukupnih kredita)	Količnik Kredit/GDP (u procentima)	Kamatne marže (Spreads) u procentnim poenima
Bugarska	50	48	7,0	37	6,1
Rumunija	27	41	8,1	17	13,7
Hrvatska	68	87	4,5	57	10,1
Makedonija	31	50	8,5	24	5,5
Albanija	50	30	4,5	10	6,5
Crna Gora		100			
Srbija	21	70	23,0	20	11,0
Bosna i Hercegovina	51	50	3,3	45	7

Izvori: Statistika IMF i EBRD. *Macroeconomic Challenges with EU Accession in Southeastern Europe: An Overview*, IMF Working Paper, Prepared by Piritta Sorsa, Authorized for distribution by Poul M. Thomsen, February 2006 International Monetary Fund WP/06/40.

generisana kreiranjem obaveznih privatnih penzionih fondova. Selekcija nalaza je prilagođena cilju analize – utvrđivanju sposobnosti tržišta da apsorbuje, bez radikalnog poremećaja, dodatnu tražnju i da se pritom obezbedi dostizanje osnovnog cilja – optimizacija penzijskog sistema.

7.2.2. Kapitalizacija i likvidnost finansijskog tržišta Srbije

Ako bi se nivo razvijenosti tržišta kapitala u Srbiji merio samo standardnim indikatorom tržišne kapitalizacije, koja je imala visoku dinamiku rasta u periodu 2000-2006, moglo bi se zaključiti da je srpsko finansijsko tržište u poslednje četiri godine (do krize koja je nastupila) imalo snažnu ekspanziju.

Tabela br. 7-4 **Tržišna kapitalizacija u milionima RSD**

	Akcije	Obveznice	Ukupno
III 03	55.882,00	87.730,33	143.612,33
IV 03	77.443,35	102.296,10	179.739,45
II 04	101.624,45	106.948,91	208.573,35
III 04	138.841,64	129.780,82	268.622,47
IV 04	190.063,78	149.180,88	339.244,66
I 05	281.122,54	161.825,87	442.948,41
II 05	303.120,18	160.448,09	463.568,27
III 05	339.462,79	175.061,80	514.524,59
IV 05	388.977,19	181.040,27	570.017,46
I 06	434.927,38	182.987,50	617.914,88
II 06	466.800,41	161.198,87	627.999,28
III 06	585.051,29	152.860,74	737.912,03
IV 06	658.833,83	150.186,81	809.020,65
I 07	1.066.743,05	159.144,59	1.225.887,64

Izvor: Beogradska berza, www.belex.co.yu

Taj indikator je, međutim, neadekvatan i ne opisuje dobro realno stanje jer je veliki deo ukupne kapitalizacije nelikvidan[179]. Zbog toga se kao pouzdanija mera aktivnosti na tržištu kapitala koristi obim prometa i koeficijent likvidnosti kojim se otkriva obrazac ponašanja srpskog tržišta kapitala.

Tabela br. 7-5 **Promet u milionima RSD**

	Akcije	Obveznice	Ukupno
III 03	6.100,04	3.210,41	9.310,44
IV 03	17.080,48	3.380,15	20.460,63
II 04	2.878,38	2.190,99	5.069,37
III 04	5.992,31	2.351,15	8.343,46
IV 04	8.477,95	2.375,76	10.853,72
I 05	11.396,26	2.242,45	13.638,70
II 05	5.846,66	1.946,49	7.793,15
III 05	8.535,15	2.327,30	10.862,45
IV 05	13.381,40	2.680,12	16.061,53
I 06	14.122,23	2.406,79	16.529,02
II 06	17.934,51	3.557,41	21.491,92
III 06	20.490,63	2.827,18	23.317,81
IV 06	34.751,38	4.493,82	39.245,20
I 07	39.542,10	4.119,87	43.661,98

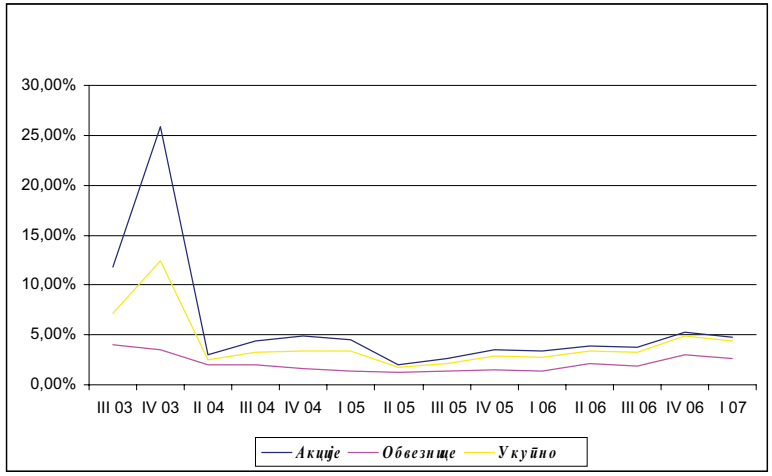
Izvor: Beogradska berza, belex.

[179] Izvor: Živković, B., Urošević, B., Cvijanović, D. Drenovak, M., *Finansijsko tržište Srbije: 2000-2005*, Kvartalni monitor, br. 1, januar-jul 2005, str. 59-66.

Podaci potvrđuju tezu da je srpsko tržište akcija, uprkos primetnom rastu u obimu prometa, pre svega akcijama, veoma nelikvidno[180]. Mali broj preduzeća čijim se akcijama aktivno trguje i mali obim prometa tih akcija, glavni su problemi za daljnji razvoj ovog tržišta. Koeficijent likvidnosti, kao odnos ukupnog prometa i ukupne tržišne kapitalizacije, veoma je nizak. Odnos vrednosti prometa i kapitalizacije u procentima je u decembru 2003. godine bio 6,65%, u decembru 2004. godine 2,26%, u decembru 2005. godine oko 1,3%, a u prvom kvartalu 2007. godine oko 2,5%.

Štaviše, pitanje je da li se i ovaj indikator može tako realno izračunati, jer promet koji je rezultat jednokratnog otkupa akcija i koji samo formalno prolazi preko berze, ne označava stvarnu likvidnost tržišta, a takvih transakcija je bilo dosta. Stoga i prikazane koeficijente likvidnosti treba uzimati sa određenom rezervom jer bi se prava mera likvidnosti tržišta dobila tek kada bi se najpre identifikovale stvarno likvidne akcije pa se onda izmerilo njihovo učešće u ukupnom prometu i u kapitalizaciji.

Figura br. 7-4 **Koeficijent likvidnosti**



Izvor: www.belex.co.yu

[180] Tako je na primer cementara u Novom Popovcu u decembru 2004. godine imala tržišnu kapitalizaciju 9,6 milijardi dinara ali, pošto su akcije ove firme u celini bile otkupljene, prometa akcijama ove firme uopšte nije bilo. Videti: Survey Serbia and Montenegro »Changes in the Financia Sector of Serbia«, Vol. XLVI 2005.

7.2.3. Kontinualno i diskontinualno tržište

Na Berzi postoje faktički dva tržišta: kontinualno (kontinuirano trgovanje) i diskontinualno. Ova dva tržišta međusobno se značajno razlikuju.

Tabela br. 7-6 **Promet na kontinualnom i diskontinualnom tržištu akcija**

	Ukupan promet	Kontinuirano trgovanje	MPC+MCMK+BLOK (Diskontinualno)
Q3 2001	0,02	0,00	0,02
Q4 2001	0,03	0,00	0,03
Q1 2002	0,06	0,00	0,06
Q2 2002	1,77	0,00	1,77
Q3 2002	3,01	0,00	3,01
Q4 2002	2,13	0,00	2,13
Q1 2003	2,83	0,00	2,83
Q2 2003	4,24	0,00	4,24
Q3 2003	6,09	0,00	6,09
Q4 2003	17,04	0,00	17,04
Q1 2004	8,18	0,00	8,18
Q2 2004	2,88	0,00	2,88
Q3 2004	5,99	0,00	5,99
Q4 2004	8,30	1,20	7,10
Q1 2005	11,40	3,29	8,11
Q2 2005	6,05	2,01	4,05
Q3 2005	4,08	1,48	2,60
Q4 2005	13,43	7,51	5,92
Q1 2006	14,14	6,51	7,63
Q2 2006	18,00	9,23	8,77
Q3 2006	20,49	10,48	10,01
Q4 2006	34,75	24,02	10,74

Diskontinualno tržište je jednosmerno. Iskustvo je pokazalo da su glavni prodavci akcija na ovom tržištu iz sektora stanovništva. Oni su ove akcije dobili besplatno u postupku masovne insajderske privatizacije (pre svega u drugom talasu privatizacije 1997. godine). Drugim rečima, na strani ponude dominiraju radnici-akcionari. Dominantni kupci na ovom tržištu faktički su preuzimači ovih firmi, a ne kupci akcija. Cilj tih kupaca je sticanje paketa akcija preduzeća koji će im obezbediti faktičku kontrolu nad firmom. Pomenuti mehanizam koncentrisanja vlasništva i konsekventno pražnjenje diskontinualnog tržišta

funkcionišu na sledeći način. Uoči koncentracije i tokom samog procesa, promet akcija »napadnutog« preduzeća se ubrzava, broj transakcija raste sve dok se ne formira značajni većinski paket, odnosno paket akcija koji obezbeđuje faktičku kontrolu nad firmom. Nakon toga, promet tom akcijom pada, tražnja se smanjuje i, konsekventno, pada cena akcije. Osnovni uzrok ove pojave leži u činjenici da kada jedno lice ili grupa povezanih lica koncentriše vlasništvo nad akcijama preduzeća u svojim rukama, oni ne žele da prodaju svoj stok akcija. Cilj kupovine akcija je kontrola nad firmom, a ona se obezbeđuje sticanjem većinskog paketa. Ova činjenica potvrđuje teorijsku propoziciju da visoku vrednost privatnih beneficija kontrole implicira nizak nivo zaštite vlasničkih prava investitora[181]. Naime, s obzirom na to da je insajderska privatizacija ostavila u nasleđe prilično disperzovanu vlasničku strukturu, firmom bi se moglo upravljati i sa značajnim, ali ne nužno većinskim paketima. Na srpskom tržištu akcija, međutim, registruje se da su vlasnici po pravilu zainteresovani samo za većinske pakete koji garantuju faktičku kontrolu nad firmom, a oslanjanje na pravnu zaštitu čine izlišnim. Sa druge strane, ne vlada veliko interesovanje za značajne (ali manjinske) pakete koje nudi Akcijski fond. Već je napomenuto da je 2002. godine od ukupno ponuđenih preduzeća na tržištu kapitala, pre svega od strane Akcijskog fonda, prodato svega 55% preduzeća, u 2003. – 57%, a 2004. – 54% ponuđenih preduzeća. Nezainteresovanost investitora za značajne manjinske pakete i insistiranje na faktičkoj kontroli nad firmom ukazuje na nepoverenje investitora u pravnu zaštitu i veliku vrednost privatnih beneficija kontrole karakterističnih za nizak kvalitet zaštite investitora.

Vlasnik koji preuzme kontrolu nad firmom nezainteresovan je za dokapitalizaciju javnom ponudom jer ona može da ugrozi vlasničku strukturu i stečenu kontrolu. U isto vreme, ostali kupci takođe su nezainteresovani za takvu firmu jer zbog vlasničke i konsekventne kontrolne strukture oni ne mogu značajnije uticati na odlučivanje u firmi, odnosno na njeno poslovanje. Akcija takve firme je nezanimljiva i za portfolio investitore jer nije likvidna, a i cena joj je (iz opisanih razloga) relativno niska. Posledica je ta da se takva firma faktički (iako ne uvek pravno) zatvara. Na nivou tržišta, posledica je postepeno »pražnjenje«. Takođe,

[181] Videti: La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. and Vishny, R. W., *Law and Finance,* Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, 1998, 1113-1155; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W., *Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance,* Vol. 52, No. 3, 1997, 1131-1150; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W., *Investor Protection and Corporate Valuation,* Journal of Finance, Vol. 57, No. 3, 2002, 1147-1170.

vremenom preostaju sve lošije firme tako da je agregatno gledano količnik cena/knjigovodstvena vrednost u stalnom padu sve do početka 2006. Tada je ova relacija promenjena na izvesnom broju akcija koje su bile predmet interesovanja individualnih investitora i investicionih fondova iz inostranstva. Diskontinualno tržište je i dalje ostalo na niskim vrednostima ovih količnika tako da ono i nije tržište akcija već tržište firmi. Ovaj mehanizam funkcionisanja objašnjava i veliku razliku između nivoa kapitalizacije i vrednosti prometa u tom segmentu tržišta.

Iz ovog nalaza sledi da tržište diskontinualnog trgovanja (koje je još uvek dominantno u Srbiji, mada se njegov udeo sve više smanjuje kako zbog njegovog pražnjenja tako i zbog razvoja kontinualnog tržišta odnosno tržišta kontinuiranog trgovanja) služi za namene sasvim drugačije od standardnih: umesto za otvaranje (*going public*) ono služi za zatvaranje (*going private*) firmi. Ovaj proces odvija se u uslovima niske informacione i cenovne efikasnosti. Naime, pretpostavlja se da u tim okolnostima tržište potcenjuje akcije, što dodatno ubrzava proces njegovog pražnjenja. Dokaz za ovu tezu nalazimo u sledećim činjenicama. Prodavci na diskontinualnom tržištu dominantno su iz sektora stanovništva i svoje akcije su dobili uglavnom besplatno u postupku masovne privatizacije. Sledi da se ovi akcionari ne mogu posmatrati kao investitori koji su izabrali da svoja sredstva ulože u vlasničke hartije određenog preduzeća, već kao zaposleni kojima je kao kompenzacija za odricanje od samoupravnih prava zakonom dodeljeno »pravo na akcije«. Samim tim oni uglavnom nemaju motivaciju investitora, ne znaju niti su spremni da steknu znanja o pravima koja imaju kao akcionari i nemaju poverenje u buduće prinose preduzeća koje su privatizacijom izgubili. Uz to, pošto su u isto vreme i zaposleni u preduzeću, uvek postoji mogućnost da ih njihov agent (menadžer) otpusti i liši ih egzistencijalnih prihoda (plate). Oni stoga faktički nemaju mogućnost da vršenjem akcionarskih prava kontrolišu menadžera. Opisana situacija na tržištu kapitala pruža im mogućnost izlaska iz firme, ali pod diskriminatornim uslovima. Stoga su ovi manjinski vlasnici faktički bez zaštite, čak i nezavisno od toga šta piše u propisima, a time i izloženi masovnoj eksproprijaciji većinskih vlasnika ili menadžera. Pošto su agenti (menadžeri) često delovali protiv principala (akcionara), a u koaliciji sa preuzimačem, bilo je teško razlikovati prijateljska preuzimanja od neprijateljskih. Ta eksproprijacija često je uključivala i ukidanje prava na raspolaganje sopstvenom imovinom ili pritiske na manjinske akcionare da akcije prodaju uz veliki diskont. Nizak kvalitet korporativnog upravljanja i nemogućnost radnika-akcionara da tim mehanizmima zaštite svoja vlasnička prava (iako su ih prema propisima uživali) dodatno su ubrzali konverziju diskontinualnog tržišta u tržište korporativne kontrole.

7.2.4. Posebna ograničenja za penzijske fondove

I pored visokog prinosa (i visokog sistematskog rizika) koji je ostvarivan pre finansijske krize, finansijsko tržište Srbije nameće posebna ograničenja institucionalnim investitorima. Ova ograničenja su vidljiva i u sadašnjoj fazi evolucije tržišta. Neka ograničenja mogu se ukloniti u kratkom, a neka će se zadržati na srednjem i dugom roku.

Na kratak i srednji rok akutna ograničenja vezana su za mogućnost diverzifikacije portfolija. Naime, tražnja i individualnih i institucionalnih investitora koncentriše se na relativno ograničen segment tržišta. Cene akcija na tom tržištu rastu i opadaju brzo i u velikim amplitudama. Drugo veliko ograničenje jeste odsustvo instrumenta niskog ili relativno niskog rizika. Osim obveznica devizne štednje, čije je tržište relativno plitko, ne postoje klasični niskorizični instrumenti iz municipalnog i korporativnog sektora. Rezultat je relativno plitka diverzifikacija portfolija, visoko učešće gotovine i relativno nizak prinos.

U Srbiji je još uvek teško utvrditi stabilnu stopu prinosa penzionih fondova zbog česte fluktuacije vrednosti investicionih jedinica penzionih fondova (ne uzimajući u obzir trenutnu finansijsku krizu). Troškovi poslovanja fondova su visoki, što značajno umanjuje prinos (detaljnije u *odeljku 4.3.*). Pri tom je oko 55-60% imovine fondova iskazano u dinarima, a ostatak u evrima. Zbog ovako visokog procenta imovine u evrima, investicione jedinice imaju trend sličan kursu dinara i indeksa Beogradske berze.

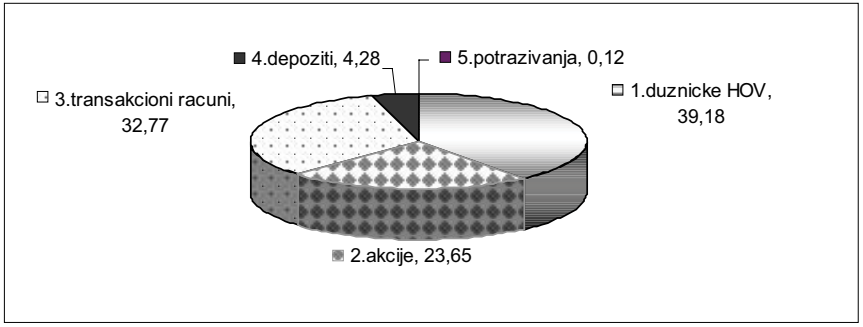
Tokom 2007. godine, pre ulaska u finansijsku krizu, uočljiva je bila tendencija povećanja ulaganja u akcije, neznatnog smanjenja učešća dužničkih HOV i veliko povećanje iznosa transakcionih računa, što je posledica nerazvijenosti tržišta kapitala, slabe ponude finansijskih instrumenata i početne akumulacije sredstava.

Da bi se ponuda instrumenata uvećala i diverzifikovala, pored smanjivanja sistematskih rizika poželjno je:

a) menjanje bazičnih zakona o finansijskom tržištu koje bi omogućilo emitovanje hartija iz javnog i korporativnog sektora sa tolerantnim transakcionim troškovima;
b) emitovanje državnih i municipalnih hartija, što zahteva relativno duboku reformu u upravljanju državnom svojinom u smislu podele na svojinu centralne Vlade i lokalnih organa vlasti;
c) formulisanje državne strategije upravljanja javnim dugom;
d) smanjivanje provizija regulatornog tela;
e) razvijanje tržišne infrastrukture, koje bi omogućilo kreiranje primarnog tržišta instrumenta;

f) zaustavljanje procesa pražnjenja tržišta akcija.

Figura br. 7-5 **Struktura ukupne imovine penzionih fondova u Srbiji, septembar 2007. godine**



Izvor: Narodna banka Srbije, *Sektor dobrovoljnih penzionih fondova*, Beograd, oktobar 2007.

Važna konsekvenca prethodnih nalaza tiče se aktuelnih ograničenja u rešavanju problema optimizacije portfolija institucionalnih investitora. Iako je koeficijent korelacija na tržištu verovatno nizak, široka diverzifikacija je ograničena niskom likvidnošću akcija. To različite grupe institucionalnih investitora dovodi u različite situacije. Investicioni fondovi koji mogu preuzeti visoki rizik (posebno tzv. privatni fondovi) i društva za neživotna osiguranja mogu, konceptualno, preuzeti veći rizik od penzijskih (dobrovoljnih i obaveznih) fondova. Zbog toga je sposobnost optimizacije portfolija prve grupe institucionalnih investitora veća nego kod druge. Ova pojava je registrovana u dosadašnjem ponašanju investicionih i dobrovoljnih penzionih fondova. Problem je radikalizovan tokom 2007. godine kada je prirast tražnje, pri ograničenom nivou i strukturi ponude dovodio do pojave ubrzanog rasta cena i koncentracije prometa na malom broju akcija.

Uska investiciona baza. Ukoliko se ne uklone visoki rizici otvaranja preduzeća, asinhronizacija dinamike prirasta tražnje i ponude može dovesti do poremećaja na tržištu. U sadašnjim uslovima promet se očigledno koncentriše na nekoliko akcija i jednu državnu obveznicu. Ukoliko novih emisija dužničkih i vlasničkih

instrumenata ne bude bilo u srednjem roku, otvoriće se problem opstanka tržišta i rasta sistematskih rizika. Konsekvenca eventualnog ubrzanog rasta tražnje biće dodatno smanjivanje kapaciteta i efikasnosti diverzifikacije. Ovo svojstvo tržišta verovatno će se održati i na srednjem roku što, konzistentno, ugrožava efikasnost institucionalnih investitora, posebno investitora čiji je kapacitet preuzimanja rizika ograničen standardnim regulatornim normama.

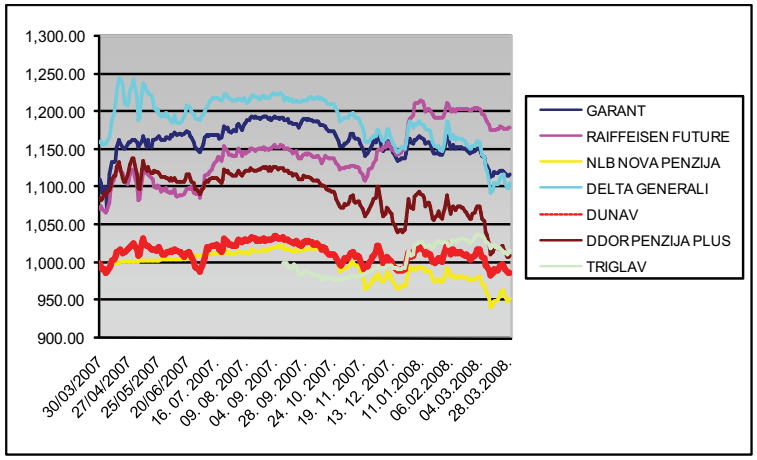
Dakle, uska investiciona baza na tržištu akcija čini da fundirani penzijski fondovi nemaju dobre i raznovrsne investicione alternative, već se moraju orijentisati na manji ili čak mali broj hartija u koje će ulagati svoja sredstva. Takav oslonac na mali broj hartija svakako nije dobar za sigurnost i prinose fondova jer: (1) postoji visok rizik za akcije, pošto poneki od manjeg broja izdavalaca hartija može propasti i ugroziti imovinu fonda; (2) rizik volatilnosti (promenljivosti) kretanja vrednosti ovih hartija može biti visok, što nije u skladu sa potrebom stabilnosti i održanja vrednosti imovine fonda; (3) postoji znatna verovatnoća da se ulaganjem u samo nekoliko hartija veštački uveća njihova vrednost što kasnije, kroz pucanje balona, može ugroziti stabilnost fondova.

Drugim rečima, obilan priliv investicionih sredstava iz penzijskog sistema na finansijsko tržište trebalo bi da dovede do pojave brojnih novih izdavalaca hartija od vrednosti i do razvoja ovih tržišta, ali je za takav pozitivan razvoj potrebna dobra finansijska regulativa, valjan nadzor nad finansijskim tržištima i poverenje potencijalnih investitora u domaće hartije i finansijsko tržište u celini. U Srbiji, po svemu sudeći, niti je kvalitet regulative dovoljan, niti je poverenje u nove emitente dovoljno veliko i nove hartije nailaze na skroman interes investitora. Stoga je, ukoliko bi došlo do orijentacije na fundirane fondove, verovatniji prvi scenario, tj. bitno povećanje tražnje za etabliranim hartijama, bilo državnim, bilo onim koje pripadaju nekolikim većim firmama.

Ograničena likvidnost i mala dubina tržišta i na srednji rok će ograničavati mogućnost konzervativnih institucionalnih investitora da se prilagode cenovnim šokovima koji dolaze sa tržišta. Na taj način regulacija fondova dospeva u krizu. Standardna ograničenja maksimalne izloženosti fonda postaju nedelotvorna ukoliko se brzo menja status hartije u smislu likvidna/nelikvidna. Ova pojava je i prema dosadašnjem iskustvu registrovana u ponašanju dobrovoljnih penzionih fondova na tržištu akcija. Njihova sposobnost da se zaštite od cenovnih promena i da u okolnostima

koje je zadala regulativa i padom berzanskog indeksa očuvaju trend rasta vrednosti investicione jedinice, tokom 2007. godine pokazala se ograničenom. Plitko tržište stavlja ovu grupu investitora pred poseban problem: povlačenjem iz neke hartije (dezinvestiranjem) oni značajno uvećavaju njenu ponudu i tako smanjuju cenu. Ova pojava nije registrovana kod investicionih fondova, kojima pravila **struktuiranja** portfolija daju veću slobodu izbora kod ulaganja u manje likvidne hartije sa diskontinualnog segmenta tržišta.

Figura br. 7-6 **Varijacije cena investicionih jedinica dobrovoljnih penzionih fondova u Srbiji (30.03.2007 - 28.03.2008), u dinarima**



Nelikvidnost mnogih hartija, a posebno akcija na Beogradskoj berzi, primarno označava da je njih teško prodati pošto je malo potencijalnih kupaca, odnosno da pokušaj prodaje vodi znatnom smanjenju prodajnih cena. Stoga je na plitkom i nelikvidnom tržištu, kakvo je ono u Srbiji, veoma otežano sprovođenje prirodnog poslovanja penzijskih fondova, usmerenog na promenu investicionog portfelja, onda kada je to potrebno. Svaka promena strukture hartija teško je izvodljiva i skopčana je sa visokim troškovima jer je, najjednostavnije rečeno, hartije teško prodati.

Limiti ulaganja imovine. Penzioni fondovi u Srbiji, na osnovu Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima i penzionim planovima u Republici Srbiji, mogu ulagati sredstva bez ograničenja u dužničke hartije od vrednosti Narodne banke Srbije i Republike Srbije, kao i u one koje izdaju pravna lica uz garanciju

Republike Srbije. Limiti ulaganja imovine su definisani na sledeći način:

- u dužničke hartije od vrednosti, koje izdaju jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave Republike Srbije, 20% imovine;
- u dužničke hartije od vrednosti pravnih lica do 20% imovine fonda;
- u hipotekarne obveznice koje se izdaju na teritoriji Srbije 30% vrednosti imovine fonda;
- u depozitne potvrde koje izdaju banke sa sedištem u Srbiji 20% imovine fonda;
- u akcije pravnih lica sa sedištem u Srbiji, koje su na listingu A Beogradske berze, do 40% vrednosti imovine fonda;
- u akcije pravnih lica sa sedištem u Republici Srbiji koje se ne nalaze na A listingu Beogradske berze (i to od 1. septembra do 31. decembra 2007. godine 20% imovine fonda, od 1. januara do 31. marta 2008. godine do 15% imovine fonda, a od 1. aprila 2008. godine 10% imovine fonda).

Fondovi mogu ulagati u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju teritorijalne jedinice lokalne samouprave, ako je nominalna vrednost emisije iznad 1,500,000 evra u dinarskoj protivvrednosti i ako je kreditni rejting tih hartija od vrednosti najmanje A po metodologiji rejting agencije Standard&Poor's, odnosno A2 po metodologiji rejting agencije Moody's.[182]. Ukoliko dužničke hartije od vrednosti pravnih lica ispunjavaju pomenuti rejting, penzioni fond, pod određenim uslovima, može i u njih ulagati.

Imovina fonda može se ulagati u inostranstvu do 10% imovine fonda u sledeće alternative:

- u dužničke hartije od vrednosti država, međunarodnih institucija, pravnih lica sa sedištem u državama članicama Evropske unije, odnosno organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD);
- u akcije pravnih lica sa sedištem u državama koje su članice EU i/ili OECD;
- u depozitne potvrde koje izdaju banke sa sedištem u državama članicama EUi/ili OECD.

Prema zakonu nije dopušteno ulagati investicione alternative kao što su: finansijski derivati, HOV koje je emitovalo društvo za upravljanje, kastodi banka,

[182] Videti Službeni glasnik RS, br. 63/2007 i 67/2007.

akcionari društva za upravljanje ili neko drugo lice koje je sa njima povezano. Komparativno posmatrano, ova ograničenja su slična ograničenjima u uporedivim zemljama.

Tabela br. 7-7 **Uporedni pregled ograničenja investiranja penzijskih fondova u Hrvatskoj, Makedoniji, Sloveniji i Srbiji[183]**

Vrsta imovine	MK	HR	SL	SR
Ulaganje u inostranstvu	20%	15%	100%	10%
Državne obveznice	80%	min50%	100%	100%
Municipalne obveznice	-	30%	-	20%
Korporativne obveznice	40%	30%	-	20%
Hipotekarne obveznice	-	-	5%	30%
Akcije	30%	30%	30%	30%
Dep. kod banaka i HOV	60%	5%/15%	30%	5%/20%
Investicioni fondovi	20%	-	40%	-
Finansijski derivati	Ne	Da/Ne	Ne	Ne
Nekretnine	Ne	Ne	30%	15%

Najviše sporova registruje se oko pitanja da li treba dozvoliti ulaganje u nekretnine. Problem se javlja zbog obaveze da se vrednost investicione jedinice objavljuje svakodnevno, a kod nas ne postoji mogućnost procenjivanja nekretnina na dnevnoj osnovi, iz prostog razloga što ne postoji sofisticirano tržište nekretnina.

Regulatori se u opisanoj situaciji nalaze u teško rešivoj dilemi šta je osnovni cilj regulacije: sigurnost ili perspektiva razvoja (ekspanzija) fondova. Ova dilema je, za sada, rešena u korist prvog cilja. Osnovna strategija regulacije je vidljiva iz komparativnog pregleda: limiti maksimalne izloženosti postavljeni su tako da se pri investiranju više vodi računa o sigurnosti

[183] Uporedni prikaz ograničenja nije potpun jer nisu uniformno definisane imovinske grupe. Prazna polja znače da ta zemlja nije precizno definisala ograničenje za tu kategoriju imovine, a ne da se u tu imovinu ne može ulagati.

nego o profitabilnosti ulaganja. Neka ograničenja skoro su podudarna za sve zemlje. Tipičan primer je ulaganje u akcije i državne obveznice. Jedino je u Hrvatskoj dozvoljeno ulaganje u finansijske derivative, ali samo pod određenim uslovima. Što se nekretnina tiče, one mogu činiti deo imovine fonda samo u Sloveniji i Srbiji, dok u Hrvatskoj i Makedoniji fondovi ne mogu investirati u njih. Očigledno je da sve posmatrane zemlje imaju manje ili veće probleme sa nerazvijenošću domaćeg finansijskog tržišta. Ograničenja investiranja u inostranstvu trebalo bi da obezbede da se sredstva fondova najvećim delom plasiraju u zemlji u kojoj ti fondovi posluju, kako bi doprineli razvoju finansijskih tržišta tih zemalja. Na taj način sprečava se preterani odliv sredstava u inostranstvo i stimuliše se njihovo zadržavanje u matičnoj zemlji. Ostaje otvoreno pitanje koliko je ovaj cilj ostvarljiv na kratak rok.

Važan element investicione politike je državna regulacija investicija fondova. Na taj način država teži smanjenju rizika poslovanja fonda i, eventualno, ostvarenju drugih ekonomskih ciljeva. To se najčešće čini propisivanjem granica kod strukture portfelja fonda.

Kritične tačke za poslovanje fonda i njegovu sigurnost jesu dve odluke. Prva je u vezi sa odnosom domaćih i stranih hartija u strukturi portfelja. Propisivanje obaveze da fond plasira određeni procenat (do 100%) u domaće hartije nikako nije dobro za prinose fonda, jer mu ograničava pristup na inostrana finansijska tržišta na kojima su često i prinos viši i rizik niži nego na domaćem tržištu. Sa druge strane, ukupna socijalna korist od investiranja može biti veća ukoliko se novac ulaže u domaće hartije jer se time podstiče domaći ekonomski razvoj. No, ovde treba biri veoma oprezan, budući da će prisiljavanje fonda na domaće investicije pre upropastiti fond nego podići domaću ekonomiju, što svakako ne treba da bude cilj. Fond treba da doprinese razvoju finansijskih tržišta u Srbiji, ali to ne sme da mu bude osnovna uloga, niti on treba da bude glavni pokretač ovog razvoja. Naime, on treba da ostvaruje visok prinos uz umeren rizik, da bi odgovorio svojoj osnovnoj ulozi, pa ga ne treba izlagati rizicima neizgrađenog i plitkog domaćeg tržišta. Na primer, fond treba da ima diverzifikovan portfelj, što nije nemoguće na plitkom srpskom finansijskom tržištu, gde bi neminovno bio veoma usmeren na nekoliko velikih preduzeća i zavisan od kretanja cena njihovih akcija, što je suviše rizična opcija. Ili, fluktuacije cena hartija na domaćem tržištu mogu biti i verovatno će biti velike, što bi se nepovoljno odražavalo na finansijsku poziciju fonda, isto kao i nelikvidnost (nemogućnost prodaje ili teškoće da se hartija proda) mnogih domaćih hartija.

Sledeća odluka regulatora tiče se učešća akcija i obveznica u strukturi portfelja fonda, a među ovim poslednjim i učešća državnih obveznica. Naime, akcije su rizičnije vrednosne hartije, pa opreznost investiranja svakako uključuje obveznice kao osnovni stabilizujući element. Međutim, uobičajena težnja država je da pod maskom zaštite fonda od preteranih rizika propišu obavezu ovakvih fondova da u visokom procentu portfelja drže domaće državne obveznice, što nije dobro ni za fond (smanjuje mu prinose), ni za državu (uvlači je u sve veće deficite). Irska je ovu opasnost po fond sprečila zakonskom zabranom investiranja kapitala fonda u državne obveznice.

Sa stanovišta razumno upravljanog fonda, ograničavanje investicione aktivnosti u bilo kom pravcu nije potrebno, jer je puna sloboda najbolja osnova za maksimalan investicioni prinos, uz željeni nivo sigurnosti. Drugim rečima, svako ograničenje investicija donosi smanjenje broja investicionih opcija i stoga je štetno.

Ukoliko se pak oceni nužnim postavljanje određenih limita, onda se mogu preporučiti neka pravila:

- neka se restrikcije smanjuju tokom vremena, jer početno opravdanje neiskustvom uprave fonda kasnije gubi na uverljivosti;
- neka se ne postavljaju donji limiti (»najmanje ... procenata«), već isključivo gornji (»najviše do ... procenata«); ovo pravilo je usmereno protiv preteranog usmerenja na državne obveznice kroz propisivanje obaveze držanja njihove značajne količine kroz visok minimalni prag;
- neka se propiše zaštita od previsokih rizika iz derivata, posebno kada nisu osigurani (hedžovani) od kursnog rizika.

Na dugi rok je rešenje konflikta između sigurnosti i prinosa ulaganja moguće. Kada se dostigne određeni nivo razvoja domaćeg finansijskog tržišta, preporučljivo je da se ograničenja ulaganja u inostranstvu liberalizuju, kao uostalom i sva ostala ograničenja investiranja. Na kratak rok će insistiranje na sigurnosti usporiti ekspanziju fondova. Sama priroda funkcije fonda nameće potrebu da supervizor što više podstiče ulaganje u sigurnije HOV, a da ograniči preterano ulaganje u visoko rizičnu imovinu. Kredibilni regulator ne može dozvoliti masovni moralni hazard da težnja za što većim prinosima dovede do gubitka sredstava. Ako se ima u vidu da na domaćem tržištu ne postoje korporativne, municipalne, hipotekarne obveznice, može se dokazivati da zakon ide ispred prakse. Iako je ovo bolja opcija nego da je obrnuto,

problem optimizacije portfolija će se održavati sve dok se struktura tržišta ne normalizuje. Kritična tačka jeste ponašanje (ne)likvidnosti diskontinualnog segmenta tržišta. Od ovog segmenta tržišta u Srbiji će zavisiti (ne)formiranje kritične mase investitora na strani tražnje. Ovo se posebno odnosi na buduće strategije svih institucionalnih investitora, pa i penzijskih fondova. Oni nisu posebno prisutni na ovom delu tržišta. U kratkom roku nije realistično očekivati značajno pomeranje tražnje prema ovom segmentu jer je čak i mnogo dublje kontinualno tržište visoko osetljivo i na male priraste i promene u strukturi tražnje. Ključni rizik ovog segmenta tržišta jeste niska zaštita investitora. Zbog toga se ovo tržište i dalje prazni. Ako se ne otklone uzroci pražnjenja (pre svega loša zaštita vlasničkih prava investitora), pad tražnje neizbežno dovodi do pada cena. Ovaj segment tržišta kapitala će u tom slučaju funkcionisati sve dok postoje resursi za raspodelu odnosno ponuda akcija nastalih privatizacijom. Ono neće vršiti nijednu od svojih osnovnih funkcija. Neophodan uslov za to je temeljna promena regulacije tog tržišta, jačanje nadzora na finansijskim tržištima (izgradnja institucija) i efektivna zaštita vlasničkih prava.

Problem deficita i nepovoljne strukture ponude hartija na kratak i srednji rok može se radikalizovati ukoliko se značajno uveća tražnja pri sadašnjem nivou i strukturi ponude. Brzo povećanje tražnje izazvalo bi uvođenje drugog stuba (obaveznih penzionih fondova) pri sadašnjem stanju tržišta. Svi sadašnji problemi osiguranika i regulatora bi se multiplikovali. Samo tržište ušlo bi u stanje konjunkture, u kome bi se vrlo verovatno na sadašnjim njegovim aktivnim segmentima pojavili cenovni baloni.

Tabela br. 7-8 **Potencijalna tražnja obaveznih penzionih fondova (u evrima)**

	varijanta 1	varijanta 2	varijanta 3	varijanta 4
2009	137.241,589	205.862,384	176.453,472	264.680,208
2010	160.447,763	233.378,564	206.289,981	300.058,154
2011	186.000,616	263.500,873	239.143,649	338.786,836
2012	214.095,260	296.439,590	275.265,334	381.136,616
2013	242.804,592	329.520,518	312.177,332	423.669,237
2014	271.347,349	361.796,465	348.875,163	465.166,884
2015	301.895,094	396.237,311	388.150,835	509.447,971

Izvor: : PMP, USAID/BearingPoint (2006)

NAPOMENA: - varijanta 1 - 7% i starosna granica 30 godina;

- varijanta 2 - 7% i starosna granica 35 godina;
- varijanta 3 - 9% i starosna granica 30 godina;
- varijanta 4 - 9% i starosna granica 35 godina.

Relativni pritisak koji bi nova tražnja izvršila na postojećim segmentima tržišta može se proceniti upoređivanjem dodatne tražnje sa postojećom. Grafikon br. 2 daje grubu sliku nivoa tražnje na tržištu, koja je tokom prvog kvartala 2008. godine iznosila oko 100 miliona evra (procena je izvedena uzimanjem stvarnog nivoa obima prometa u prvom kvartalu od 16,58 milijardi dinara). Brzo aktiviranje obaveznih fondova bi već u sledećoj godini multiplikovalo sadašnju tražnju u razmerama od 1,3 do 2,6 puta. Ako se ne bi značajnije menjala struktura ponude i nivo rizika, očekivani efekat bio bi dodatna koncentracija tražnje na sadašnjim likvidnim akcijama.

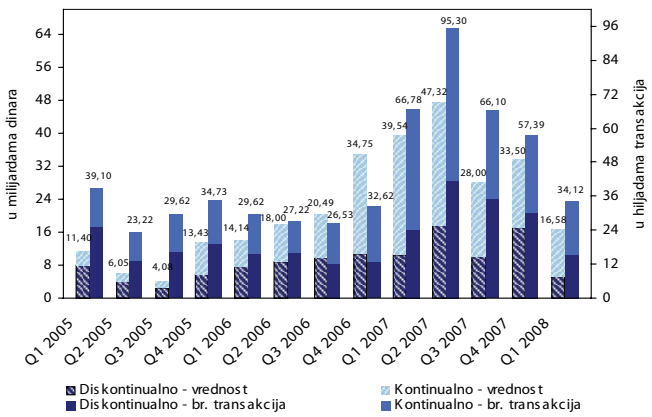
Izlazna strategija u ovoj situaciji može da bude strategija »punjenja« tržišta sledećim bitnim segmentima registra:

- obveznicama javnog sektora, primarno državnim pa zatim municipalnim;
- obveznicama korporativnog sektora, posebno javnih preduzeća;
- akcijama javnih preduzeća;
- aktiviranjem tržišta IPO iz segmenta komercijalnih preduzeća.

Tržište instrumenata sa fiksnim prinosom je kritično važno za efikasnost penzijskih fondova, zbog njihove strategije optimizacije portfolija i odsustva regulatornih limita za ulaganje. Otvaranje javnih preduzeća može rešiti problem konflikta prinosa i sigurnosti, koji se trenutno registruje u regulaciji strukture portfolija penzijskih fondova. Ali pre nego što ove akcije budu relevantan deo portfolija institucionalnih investitora, potrebno je smanjiti rizik od eksproprijacije prinosa manjinskog vlasnika, u koje ova vrsta investitora po definiciji spada.

Pored prinosa i rizika tržišta aktivnost institucionalnih investitora je uslovljena i visinom posebnog rizika kome je on izložen kao *per definitionem* manjinski vlasnik. To je rizik od eksproprijacije prinosa i imovine, koji nastaje u uslovima niske zaštite investitora. Dosadašnja analiza indicira da niska pravna zaštita nema svoj koren u neadekvatnim pravnim pravilima (propisima) koja regulišu oblast kompanijskog prava. Problem pre leži u: (1) masovnom kršenju ovih pravila i nemogućnosti akcionara da obezbede eventualnu prinudnu primenu tih propisa i (2) teškoćama akcionara

Tabela br. 7-9 **Obim i struktura trgovanja akcijama, 2006–2008.**



Izvor: *Kvartalni monitor*, br 1, 2008.

da glasaju izlaskom iz firme, tj. da »kazne« menadžment prodajom svojih akcija na nelikvidnom tržištu kapitala. Prvi skup problema rešava se revizijom korporativnog zakonodavstva i povećavanjem efikasnosti institucionalne suprastrukture (regulatornih tela i sudova). Drugi problem ima poreklo u neefikasnom i neadekvatnom uređivanju tržišta preuzimanja. Potrebna je radikalna revizija sadašnjeg zakona o preuzimanju.

Osnovni rizik budućeg razvoja penzijskih fondova nije dominantno uslovljen konfiguracijom finansijskog sistema zemlje. Nezavisno od toga da li će u budućnosti to biti *bank based* ili *market based* sistem, prostor za efikasno delovanje institucionalnih investitora postoji. Rizik jeste i biće dominacija komercijalnog bankarstva u finansijskom posredovanju i njegova (eventualna) institucionalna zaštita, što je maloverovatan ishod buduće evolucije. Ključni rizici su locirani na samom tržištu. Regulacija tržišta treba da usmeri njegovu evoluciju od (sadašnjeg) mehanizma preraspodele vlasničkih prava generisanih procesom privatizacije na mehanizam finansiranja korporativnog i javnog sektora. Osnovni uslovi potrebni za emitovanje državnih, municipalnih i korporativnih obveznica ostvarljivi su u srednjem roku. Državne obveznice mogu se pojaviti na tržištu i u kratkom horizontu od 1 do 2 godine. Javna preduzeća, pod uslovima koji su prethodno navedeni (od kojih je najvažniji smanjivanje transakcionih troškova emisije), mogu takođe u kratkom roku kreirati visokokvalitetne i niskorizične instrumente sa fiksnim prinosom. Prisustvo

institucionalnih investitora generiše tražnju za ovim instrumentima i smanjuje cenu kapitala pribavljenog na ovaj način. Posle javnih za ovu alternativu biće zainteresovana i komercijalna preduzeća sa visokim rejtingom.

Hartije ovih preduzeća bile bi adekvatna investiciona alternativa za penzijske fondove kako sa aspekta visine prinosa tako i sa aspekta visine rizika. Sposobnost penzionih fondova da na dugi rok upravljaju kamatnim rizikom generiše tražnju i za obveznicama relativno niskog prinosa. Aktiviranje ovog tržišta povećava verovatnoću aktiviranja simbioze između tržišta i penzionih fondova. Već registrovani efekat produženja ročnosti obveznica pod uticajem investicione aktivnosti penzionih fondova može pogodovati i državi i komercijalnom sektoru. Osnovni rizik tržišta akcija je, kako je rečeno, proces pražnjenja tržišta koncentracijom vlasništva, i taj proces će se nastaviti ukoliko se ne dogodi značajna promena regulative**.** Ova pojava će trajati sve dok se ne razvije IPO tržište. Proces koncentracije dodatno sužava investicionu bazu i ograničava efikasnost institucionalnih investitora. Ovo svojstvo tržišta bitno je kod procenjivanja efekata otvaranja odnosno listiranja javnih preduzeća. I njihove akcije će verovatno zahvatiti proces koncentracije, ukoliko se prethodno ne revidira bazično zakonodavstvo o tržištima.

Pretpostavka o nastavljanju procesa pražnjenja tržišta akcija zasniva se na proceni da će se nizak nivo zaštite investitora održati na dugi rok. Argumenti u korist ove prognoze su iskustva sličnih zemlja. Povećanje kvaliteta institucionalne suprastrukture jeste, pored reforme zakonodavstva o tržištima i korporacijama, osnovni uslov promene kvaliteta i nivoa zaštite investitora. Nizak nivo zaštite investitora i niska likvidnost tržišta sa jedne strane i disperzija vlasništva sa druge strane nekompatibilna su kombinacija. Studije su pokazale da je koncentracija vlasništva mnogo veća u zemljama sa niskim nivoom zaštite, kao i da se vlasništvo najčešće koncentriše u rukama insajdera[184] koji su u strateškoj koaliciji sa menadžmentom. U isto vreme, postoji i povratna sprega pošto sama koncentracija vlasništva vodi nerazvijenom i nelikvidnom tržištu kapitala. Naime, ukoliko preovladava koncentrisana svojina, onda su finansijski instrumenti u rukama malog broja investitora što automatski vodi redukovanoj likvidnosti. Takvo nelikvidno tržište konzervira postojeću koncentraciju svojine. Nelikvidno tržište konzervira i nisku zaštitu

[184] Videti: Shleifer, A. and Vishny, R., *A Survey of Corporate Governance,* Journal of Finance 52, 1997, 737-783.

akcionara koji nemaju izlaznu strategiju i ne mogu da utiču na menadžment pretnjom izlaskom (prodaja akcija). U prethodnom poglavlju predočena je nerazvijenost i nelikvidnost srpskog tržišta akcija koja srpskom akcionaru alternativno »glasanje« izlaskom iz firme čini slabom alternativom.

7.2.5. Penzijski fondovi i razvoj finansijskog tržišta

Jedna atraktivna ideja u korist drugog stuba jeste ta da razvoj investicionih penzijskih fondova i razvoj finansijskih tržišta idu ruku pod ruku, a na korist svih – i penzijskih fondova i osiguranika i finansijskih tržišta i nacionalne ekonomije u celini. Na taj način se koncept obaveznih investicionih penzijskih fondova prikazuje kao koristan ne samo za buduće penzionere, već i za sve ostale aktere ekonomskog života.

Kod zemalja sa nerazvijenim tržištem kapitala, kakva je Srbija, pomenuta logika zasnovana je na očekivanju da bi priliv investicija penzijskih fondova uvećao tražnju na tržištu i omogućio njegov brzi razvoj, finansijske inovacije, produktivne investicije i slično. Implicitna pretpostavka je da proces teče u dobro regulisanim okvirima, tj. da država unapređuje finansijsku regulaciju na vreme i na najbolji način. Na žalost, ova pretpostavka ne mora biti zadovoljena, a neretko je tako, o čemu svedoči ne samo iskustvo više zemalja, već i iskustvo same Srbije. Tako je raširenо uverenje da regulacija finansijskih tržišta u Srbiji nije dovoljno dobra, uključujući i nedovoljnu zaštitu investitora,[185] što ograničava razvoj finansijskih tržišta i podstiče penzijske fondove na ulaganja u državne obveznice i držanje novca u obliku depozita po viđenju. A to onda ne doprinosi razvoju finansijskih tržišta, niti obezbeđuje visok prinos penzijskim fondovima.

Ideja da sistem investicionih penzijskih fondova obezbeđuje razvoj tržišta kapitala svakako je atraktivna sa makrostanovišta, pošto se na taj način, makar u optimističkom scenariju, jednim potezom obezbeđuju dva poželjna procesa – razvoj penzijskog sistema i razvoj tržišta kapitala. Međutim, takav koncept je rizičan za penzijske fondove, pošto bi oni trebalo da podnesu sve teškoće razvoja tržišta kapitala: od slabosti regulacije, preko prirodne kolebljivosti tržišta

[185] *Korporativno upravljanje: pet godina kasnije,* CLDS, 2008; *Reforme u Srbiji: dostignuća i izazovi,* CLDS, 2008.

u vreme njegove nezrelosti, do povremenih kriza berzi koje su neminovne i za one razvijene. Pri tome, posebno je kritičan prvi period, period nezrelosti, koji može diskreditovati ideju fundiranog penzijskog osiguranja, kao što je to slučaj u Hrvatskoj. Drugim rečima, pitanje je da li je dobro stavljati obaveznom privatnom penzijskom osiguranju u zadatak razvoj finansijskih tržišta ili je ipak pametnije razviti ta tržišta uz pomoć finansijskih institucija koje traže rizik i na riziku posluju (komercijalni investitori, investicione kuće, brokeri-dileri), pa tek onda uključiti obavezne penzijske fondove.

Naime, penzijsko osiguranje je po svojoj prirodi dugoročan posao, gde je potrebno investicione rizike svesti na nizak nivo i tako obezbediti sigurnost budućih penzija svih osiguranika. To, dakle, nije uobičajen berzanski posao, u kome je investitor pohlepni ulagač koji nastoji da maksimizira vrednost svog portfelja na kratak rok, pa je sa društvenog stanovišta irelevantno da li će on uspeti, a drugi izgubiti, ili obrnuto.

Poseban problem obaveznom privatnom penzijskom osiguranju donose finansijske krize, kao što je ova sadašnja. Naime, tada vrednost akumuliranog kapitala na računu i pojedinaca i fonda u celini opada, sa znatnim posledicama. Tako je vrednost indeksa Dow Jones sa njujorške berze prepolovljena u poslednjih godinu dana. Ili, vrednost Beleksa, indeksa Beogradske berze, u martu 2009. iznosi samo jednu desetinu vrednosti iz proleća 2007. godine.

Takav drastičan gubitak na kapitalu fondova ne može da nema ozbiljne posledice po penzijsko osiguranje. Prvo, zaposleni koji se penzioniše u vremenu krize neminovno ima znatno nižu penziju od ostalih, jer se penzija određuje na osnovu vrednosti kapitala akumuliranog na njegovom računu, a on je niži nego ranije. Takav rezultat ne samo da potencijalno ugrožava egzistenciju ovog penzionera, već ozbiljno ugrožava i načelo pravednosti, pošto dvojici po svemu jednakih penzionera daje značajno različite penzije.

Drugo, sa padom berze sa problemima se suočavaju i penzijski fondovi koji isplaćuju penzije jer se njihove obaveze po penzijama ne menjaju (one su fiksirane na dan penzionisanja, uz eventualnu indeksaciju), dok se izvor za finansiranje penzija – njihova imovina – tokom krize smanjio. Tako nastaje manjak kapitala u odnosu na obaveze, koji na duži rok može ugroziti funkcionisanje fonda. Glavna nada u ovakvoj situaciji leži u tome da poremećaj neće dugo trajati, te da će se brzo oporaviti i ponovo krenuti da raste, čime

će se sanirati finansije fonda. Iako uobičajen, ovakav razvoj događaja nije neminovan, već se mogu javiti dugoročne stagnacije berzanskih indeksa. Tako je indeks Tokijske berze drastično opao početkom 1990-ih godina, pa je zatim stagnirao sve do ove krize, kada je dodatno opao.

Treće, isti se problemi javljaju i ukoliko penziju isplaćuje osiguravajuće društvo preko rentne polise.[186] Tada osiguravajuće društvo ulazi u finansijske teškoće, jer i kod njega raspoloživi kapital opada dok obaveze ostaju nepromenjene, pa se javlja manjak koji ugrožava finansijsku solidnost društva.

Navedeni rizici svakako komplikuju sliku privatnog penzijskog osiguranja i navode na oprez prilikom izbora penzijskog modela.

[186] Tu je aranžman sledeći: u trenutku penzionisanja osiguranik povlači iz penzijskog fonda sva svoja sredstva i obavezno kupuje rentnu polisu osiguravajućih društava, po kojoj prima određenu sumu novca dok je živ.

8. Zaključci i preporuke

U dosadašnjem toku reformi u Srbiji, odlučeno je da se penzijski sistem oslanja na dve komponente: na tekuće finansiranje penzija (PAYG), organizovano u okviru državnog fonda (I stub), i na razvoj dobrovoljne štednje za starost u privatnim penzijskim fondovima (III stub). Tokom prvog talasa reformi odbačena je ideja da se pored ove dve komponente u penzijski sistem uključi i obavezna štednja u privatnim penzijskim fondovima, tzv. II stub.

Zaključak studije »Izazovi uvođenja obaveznog privatnog penzijskog sistema u Srbiji« glasi da ni danas uvođenje II stuba u Srbiji nije preporučljivo. Argumenti i objašnjenja ovakvih zaključaka mogu se rezimirati na sledeći način:

KOMPARATIVNI ARGUMENT

Penzijski sistemi u svetu vrlo su složeni, često istorijski uslovljeni i nužno ne podrazumevaju postojanje komponente II stuba, odnosno obavezne štednje ili osiguranja za starost u privatnim penzijskim fondovima. II stub nije karakterističan za visokorazvijene zemlje, te se ne može tvrditi da je Srbija jedina zemlja koja nema ovu komponentu penzijskog sistema.

Sa izuzetkom samo četiri zemlje, obavezni državni sistemi sa tekućim PAYG finansiranjem penzija (I stub) prisutni su u svim zemljama OECD-a, i oni funkcionišu na veoma sličan način kao u Srbiji. Dobrovoljno penzijsko osiguranje i štednja za starost su takođe rasprostranjeni. *II stub, međutim, nije karakterističan za sve zemlje***.**

U visokorazvijenim zemljama dominiraju obavezni državni sistemi, razvijena je i dobrovoljna komponenta penzijskog sistema, ali preko 80% zemalja nije uvelo obaveznu štednju u privatnim fondovima. Drugim rečima, II stub u najvećem broju visokorazvijenih zemalja uopšte ne postoji. Uprkos relativno razvijenoj dobrovoljnoj komponenti, za prosečnog radnika državni PAYG sistem ima ključnu ulogu u ovim zemljama.

U istočnoevropskim zemljama dominiraju mešoviti sistemi, i u gotovo svim penzijskim sistemima, pored obaveznog državnog tekućeg finansiranja penzija, prisutan je i II stub. Osim Srbije, komponentu obavezne štednje u privatnim fondovima nisu uvele samo još Češka i Slovenija. U svetlu pak današnje finansijske krize, nekoliko zemalja preispituje ovu komponentu. Penzijske reforme koje podrazumevaju oslanjanje na tri stuba, u istočnoevropskim zemljama izvršene su na osnovu preporuka Svetske banke, koja je nakon 2005. godine ublažila svoje stavove i insistiranje na ovakvom dizajnu penzijskog sistema.

U latinoameričkim zemljama pak najčešće dominira II stub, kao jedina komponenta obaveznog penzijskog osiguranja/štednje, uz prisustvo i dobrovoljnog osiguranja/štednje.

Pojedinačna iskustva zemalja koje su uvele II stub

Uprkos razlikama, zajednička iskustava ***Mađarske i Hrvatske***, koje su uvele II stub kao jedan deo penzijskog sistema, pokazuju da je realna stopa prinosa privatnih penzijskih fondova bila niska, dok su njihovi troškovi poslovanja bili vrlo visoki, uz umanjenje sredstava na računima budućih penzionera. Takođe, tržište privatnih penzijskih fondova vrlo brzo se monopolisalo, došlo je do njihove koncentracije, pa privatizacija u osnovi nije donela uobičajene prednosti konkurencije. Zbog nerazvijenosti finansijskih tržišta i neophodne kontrole investicija radi smanjenja rizika, fondovi su sredstva dominantno ulagali u državne hartije od vrednosti. To zapravo znači da štednja prikupljena kroz penzijske fondove nije investirana u privredu i nije omogućila podsticanje privrednog rasta, već je omogućavala državi da više troši, sa potencijalno negativnim implikacijama na povećanje javnog duga. Tranzicioni trošak, implicitni ili eksplicitni, u oba slučaja bio je visok.

Iskustva ***latinoameričkih zemalja*** su mešovita; među njima su i zemlje koje su odustale od obaveznosti II stuba tako što su ga suštinski pretvorile u dobrovoljno osiguranje/štednju. Za razliku od istočnoevropskog iskustva, uticaj privatnih penzijskih fondova na razvoj finansijskih tržišta u Latinskoj Americi bio je pozitivan. Iako manji nego u istočnoevropskim zemljama, i u ovim zemljama je, međutim, udeo ulaganja u državne obveznice bio znatan i čak značajnim delom odgovoran za visoke prinose. Takođe, bruto prinos ulaganja

bio je visok, uz tendencije usporavanja poslednjih godina, i znatne fluktuacije vrednosti sa nepovoljnim posledicama za pojedince koji su se penzionisali u »slabijim« godinama. Pri tom, naravno, treba imati u vidu da podaci o neto prinosima nisu dostupni, te da su kao i u istočnoevropskim zemljama naknade i troškovi poslovanja fondova vrlo visoki, što relativizuje ocenu i značaj visokih prinosa. Ono što je zajedničko sa iskustvima istočnoevropskih zemalja jeste i mala konkurencija među administratorima penzijskih fondova. Posebno treba naglasiti čileansko iskustvo sa vrlo visokim tranzicionim troškom, koji i posle više od 28 godina još uvek traje. Najizrazitiji problem sa kojim su se zemlje Latinske Amerike suočile jeste nizak obuhvat ekonomski aktivnih pojedinaca penzijskim osiguranjem. U Čileu je uvođenje II stuba zapravo najviše pogodovalo pojedincima sa stabilnim i sigurnim zaposlenjem. Daljnji planovi za reforme otuda podrazumevaju državnu intervenciju i različite vrste angažovanja budžetskih sredstava za smanjenje siromaštva starih.

DEMOGRAFSKI ARGUMENT

Starenje stanovništva je demografska realnost Srbije, kao i većine zemalja u svetu. Demografsko starenje je i jedan od osnovnih motiva za pokretanje penzijskih reformi. Pitanje je, naravno, da li uvođenje individualnih štednih računa u penzijski sistem predstavlja rešenje za sve veći udeo stare populacije.

Odgovor na ovo pitanje potvrdan je samo u slučaju da uvođenje privatnih fundiranih sistema u penzijski sistem podstiče štednju i investicije, i da zahvaljujući boljem uređenju tržišta rada i kapitala obezbeđuje veću proizvodnju u budućnosti. Iskustva drugih zemalja koje su se na ovaj eksperiment odlučile su različita, a ni na teorijskom planu ne postoje čvrsti zaključci. Pitanje se, međutim, može i drugačije postaviti: da li je uvođenje II stuba, imajući u vidu neke druge nepovoljne karakteristike, najbolji način za obezbeđenje bržeg privrednog rasta u Srbiji?

U ovom kontekstu posebno treba naglasiti da nepovoljan odnos između broja onih koji uplaćuju doprinose i broja penzionera u Srbiji danas nije pretežno rezultat demografskog starenja već, pre svega, visoke nezaposlenosti i rasprostranjene sive ekonomije.

Ekonomski argumenti – više penzije, veća štednja i investicije, brži privredni rast

Da li bi penzije budućih penzionera u Srbiji bile više?

Da bi penzije generacija koje su danas ekonomski aktivne uvođenjem II stuba bile više, potrebno je da se sredstva na individualnim računima usled investicionih prihoda uvećavaju više nego što penzije rastu prema penzijskoj formuli u PAYG sistemu.

Teorijski argumenti indiciraju da bi u redovnim uslovima, na duži rok i u dinamično efikasnoj privredi, realna kamatna stopa morala biti viša od stope privrednog rasta i od rasta zarada, te bi bruto prinosi na individualne račune trebalo da budu viši čak i od »velikodušne« penzijske formule. Visina penzija iz II stuba, međutim, ne zavisi od bruto prinosa, već i od administrativnih troškova privatnih penzijskih fondova, koji po prirodi stvari moraju da budu viši nego za centralizovani jedinstveni državni fond. Kao što se moglo videti na primeru izabranih zemalja, administrativni troškovi penzijskih fondova variraju, ali su po pravilu visoki. Njihova visina u konkretnim uslovima zavisi od konkurencije, a može se umanjiti centralizovanjem nekih delova administrativnih procedura.

U Srbiji se ne može očekivati da usled konkurencije administrativni troškovi budu niski jer se u malim zemljama, kao što i iskustva drugih zemalja pokazuju, ovo tržište po pravilu brzo monopoliše, omogućavajući održanje naknada na višem nivou, sa visokim profitima za administratore.

I viši prinosi od kapitala nego od rada u budućnosti, međutim, mogu da se dovedu u pitanje ako rad usled starenja stanovništva postane »redak resurs«. Na kratak i srednji rok, na pitanje viših prinosa i samim tim viših penzija iz II stuba u odnosu na I stub, još je teže odgovoriti u kontekstu investicionih rizika. Šta sa generacijama kojima finansijska kriza, ratne godine i slične vanredne okolnosti »pojedu« penzije?

Poseban problem stvaraju ozbiljne finansijske krize, kao što je ova sadašnja, kada vrednost kapitala akumuliranog u penzijskim fondovima drastično opadne. Tako je u SAD za pola godine vrednost akcija prepolovljena, dok je u Srbiji pad bio daleko veći: za poslednje dve godine (od marta 2007) vrednost

indeksa Beleks je opala na jednu desetinu vrednosti. Takav gubitak vrednosti ima razne nepovoljne posledice. Prvo, pojedinci koji se penzionišu tokom krize nužno imaju znatno niže penzije nego oni koji se penzionišu pre krize, jer je vrednost kapitala na njihovom računu manja. Drugo, finansijska institucija koja isplaćuje penzije (penzijski fond ili osiguravajuće društvo za rentnu polisu) ulazi u krizu, jer su njene obaveze ostale iste, a vrednost njenog kapitala je bitno smanjena. Naravno, može se očekivati da berza posle nekog vremena počne da raste i da se na taj način finansijske institucije učine solventnim, ali to ne mora uvek da bude slučaj: japanska berza, na primer, posle znatnog pada početkom 1990-ih godina nije se oporavila, nego je stagnirala sve do poslednje krize, znači više od petnaest godina.

Da li bi penzije sadašnjih penzionera u Srbiji bile više?

Penzije sadašnjih penzionera, naravno, ne mogu direktno da se povećaju uvođenjem II stuba, jer se njihove penzije obezbeđuju isključivo iz tekućeg PAYG državnog sistema. Uvođenje II stuba, međutim, povećava rizik da se penzije sadašnjih penzionera smanje, odnosno da sporije rastu.

Obaveza da pojedinci štede i u državnom i u privatnim penzijskim fondovima podrazumevala bi da se njihovi penzijski doprinosi »dele«, odnosno da se uplaćuju i u I i u II stub. To zapravo znači da bi stopa penzijskih doprinosa morala da poraste ili da bi ukupni doprinosi koji se slivaju u državni penzijski fond bili manji.

Ekonomski je neodrživo da se znatnije poveća opterećenje zarada većim penzijskim doprinosima, jer bi to radnu snagu u Srbiju učinilo skupom i nekonkuretnom. Realno je, dakle, očekivati da se u Srbiji usled uvođenja II stuba smanji priliv penzijskih doprinosa u državni, I stub sistema. Tako u državnom fondu nastaje (još veći) manjak ili deficit za finansiranje penzija sadašnjih penzionera. Kao što se može videti na primeru drugih zemalja, ovaj manjak se može pokriti na više načina. Jedan od njih svakako je da država smanji/uspori rast penzija sadašnjih penzionera i da promeni pravila u I stubu kako bi smanjila ne samo deficit koji danas postoji, već i onaj koji bi nastao uvođenjem nove komponente u penzijski sistem. Ovo bi praktično značilo da se tranzicioni trošak prevaljuje na sadašnje generacije penzionera. Potpuno je, međutim, jasno da pored pitanja pravednosti takvog rešenja ono ima svoje limite ne samo političke već i ekonomske i socijalne prirode

– od smanjenih motiva da se uplaćuju doprinosi do povećanog siromaštva među penzionerskom populacijom. U drugim zemljama ovakvo finansiranje tranzicionog troška pokazalo se nerealnim.

Da li bi uvođenje II stuba smanjilo ukupno opterećenje penzijskim rashodima?

Zagovornici ideje II stuba i u Srbiji pre svega ukazuju na problem visokih rashoda za penzije i veliki deficit u državnom penzijskom fondu. Glavni argument za uvođenje II stuba je smanjenje javnih rashoda za penzije.

Ne ulazeći u raspravu o realnosti tvrdnji o visini deficita, odnosno o njegovoj prirodi, niti u problem visoke nezaposlenosti i malog broja osiguranika u Srbiji, u kontekstu razmatranja teze o opravdanosti uvođenja II stuba pre svega treba razjasniti pitanje njegovog potencijalnog uticaja na ukupne penzijske rashode.

Javni rashodi za penzije mogu da se smanje tek kada počnu da se isplaćuju penzije iz oba sistema, i to pod uslovom da je II stub ispunio minimum za koji država garantuje. To je upravo i momenat kad tranzicioni trošak počinje da se smanjuje.

U zemljama kao što je Srbija, koje imaju zreo PAYG sistem, sa velikim brojem penzionera, pojavljuje se, kao što je već naglašeno, visok tranzicioni trošak. Implicitni (bruto) tranzicioni trošak za Srbiju iznosio bi između 0,6% i 1,7% BDP-a godišnje i trajao bi više od 40 godina. Ukupno opterećenje penzijskim rashodima, dakle, ne bi se smanjilo nego bi se povećalo, a u čitavom periodu bilo bi uvećano za 50% BDP-a.

Drugo je pitanje kako bi se tranzicioni trošak finansirao. Ako bi se finansirao parametarskim promenama u I stubu (smanjenjem penzija i sl.) argument da je uvođenje II stuba neophodan uslov za smanjenje ukupnih penzijskih rashoda potpuno gubi na validnosti. Rashodi se, dakle, mogu smanjiti i parametarskim promenama u I stubu bez uvođenja II stuba. Ukoliko se tranzicioni trošak finansira iz budžeta, ukupni penzijski rashodi se povećavaju i to na dugi rok.

Dakle, penzijski rashodi se u kratkom i srednjem roku nikako ne smanjuju, štaviše, postoji problem dvostrukog finansiranja postojećeg i novog sistema, a smanjenje rashoda iz državnog sistema možemo očekivati tek u dalekoj budućnosti.

Da li bi reformisani penzijski sistem bio manje redistributivan i podsticajniji za plaćanje doprinosa?

PAYG sistemima koji funkcionišu po principu unapred definisanih penzija često se zamera da omogućavaju redistribuciju te da su penzije pojedinaca u neskladu sa doprinosima koje su uplaćivali tokom svog radnog veka. Činjenica je, međutim, da je reformama iz 2003. godine (uvođenje bodovnog sistema, prelazak sa deset najboljih godina na celokupan radni vek...) Srbija u značajnoj meri smanjila redistributivnu komponentu, kao i da se pod uslovom da je to uopšte i poželjno, »prelivanja« mogu eliminisati i daljnjim promenama u okviru postojećeg sistema. Prema empirijski dokumentovanim istraživanjima, visina penzija u Srbiji u visokoj je korelaciji sa zaradama pojedinaca tokom njihovog radnog veka.

Osim toga, i u zemljama koje su prešle na II stub država iz budžeta na različite načine dodatno štiti pojedince sa vrlo niskim penzijama, ili isplaćuje socijalne penzije. U celini posmatrano, redistribucija nije nužno obeležje I stuba, niti je nužno eliminisana čak ni u uslovima kada u penzijskom sistemu funkcionišu samo privatni penzijski fondovi.

Eventualni podsticaj za plaćanje penzijskih doprinosa u uslovima funkcionisanja II stuba može se naći u psihološkoj sferi, usled činjenice da pojedinac eksplicitno u svakom trenutku može da sagleda situaciju na svom individualnom računu, što može da ga motiviše da nastoji da u što većoj meri legalizuje svoje aktivnosti i da plaća penzijske doprinose. Dosadašnje iskustvo, međutim, pokazuje da se u praksi to nije dogodilo, te da se u pojedinim latinoameričkim zemljama obuhvat osiguranjem nakon reformi čak i smanjio.

Da li bi uključivanje privatnih penzijskih fondova u Srbiji povećalo štednju, investicije i privredni rast? Da li bi u Srbiji došlo do razvoja tržišta kapitala?

U Srbiji se može očekivati povećanje ukupne štednje stanovništva/domaćinstava uvođenjem II stuba, umanjeno usled eventualnog odustajanja od štednje za starost, koja danas postoji u dobrovoljnom delu penzijskog sistema. U osnovi, ovo pitanje ni teorijski nije jasno, te je veoma teško predvideti efekte na štednju, posebno nacionalnu, za koju je relevantan i način finansiranja tranzicionog troška.

Da bi povećana štednja stanovništva mogla da ima pozitivne implikacije na privredni rast u Srbiji, potrebno je da ta štednja ima gde da se plasira u nacionalnim okvirima i to po kriterijumima koji daju prednost sigurnosti investicija.

Kako pokazuju analize, danas u Srbiji mogućnosti za ulaganja nisu velike, a pogotovo za ona koja podrazumevaju nizak rizik i relativno visok prinos. Finansijsko tržište je nedovoljno razvijeno, sa značajnim problemima, koji veoma otežavaju normalno funkcionisanje penzijskih i drugih fondova i ugrožavaju vrednost njihove imovine. Problemi postoje kako na strani regulacije, tako i u domenu nedovoljne i neadekvatne ponude hartija od vrednosti za ulaganje. Ovi problemi bi se multiplikovali brzim povećanjem tražnje, koje bi neminovno nastalo uvođenjem obavezne štednje u privatnim penzijskim fondovima.

Najverovatniji scenario je sledeći: kao i u drugim istočnoevropskim zemljama, zbog faktora sigurnosti i nametnutih zakonskih ograničenja, kao i nedovoljnih investicionih opcija, penzijski fondovi bi najveći deo prikupljene štednje ulagali u državne obveznice, koje bi bile emitovane sa ciljem da se pokrije tranzicioni trošak, tj. manjak sredstava za isplatu penzija sadašnjim penzionerima iz državnog penzijskog fonda, a koji nastaje zbog uvođenja II stuba. Na taj način bi se, pojednostavljeno govoreći, zadržao postojeći sistem po kome se penzije sadašnjih penzionera finansiraju iz tekućih doprinosa, i samo bi se uključio još jedan skupi posrednik – privatni penzijski fondovi.

Čak i ukoliko pretpostavimo da bi se na duži rok povoljno rešili problemi slabosti regulacije i ponude kvalitetnih hartija od vrednosti u Srbiji, ostaje pitanje da li bi i tada ukupna štednja bila povećana i rast ubrzan. Definitivnog odgovora na ovo pitanje nema, ni na osnovu prakse zemalja koje su ga uvele, ni u ekonomskoj teoriji.

Posebno je pitanje, naravno, koliko u današnjim uslovima globalizacije povećanje domaće štednje uopšte predstavlja važan uslov za porast investicija i za brži privredni rast u nacionalnim okvirima.

POLITIČKI ARGUMENT

Jedan od važnih motiva za uvođenje II stuba je i njegova naizgled veća otpornost na političke uticaje. Jasno je da je i u Srbiji tema penzija politički izuzetno atraktivna i u predizbornim kampanjama često korišćena, s obzirom na to da penzioneri predstavljaju veliki deo biračkog tela. Radi dobijanja vlasti političari su spremni da obećaju, a kasnije i sprovedu promene pravila u penzijskom sistemu sa izuzetno neracionalnim i štetnim posledicama po ekonomiju zemlje. Jednom pak uspostavljena pravila veoma se teško menjaju u pravcu veće racionalizacije sistema, i svakako i u Srbiji nose veliki politički rizik za one koji bi ga eventualno preuzeli. Sa druge strane, država lako može i da izneveri penzionere, kao što je to bio slučaj 90-ih godina. U II stubu sredstva pojedinaca nalaze se na individualnim štednim računima te im političari ne mogu obećati više penzije da bi za njih glasali, niti mogu naizgled po svojoj odluci da im penzije smanje ili uskrate.

Ipak, otpornost II stuba na političke uticaje je iluzija. Najpre, iako je uloga države u okviru ove komponente sistema smanjena, ona i dalje postoji – pre svega kroz regulativnu i kontrolnu funkciju. Slaba, koruptivna država bez institucija koje imaju dužu tradiciju može da propusti u sistem nekredibilne privatne penzijske fondove, da vrši uticaj na investicione odluke, pa i da finansijski ošteti privatni penzijski sistem (Argentina).

U krajnjem slučaju, država može i da ukine II stub, kao što se vidi na primeru Mađarske u periodu 1998-2002, a i danas na primeru više zemalja koje o ovom rešenju razmišljaju u vreme novonastale svetske finansijske krize.

***

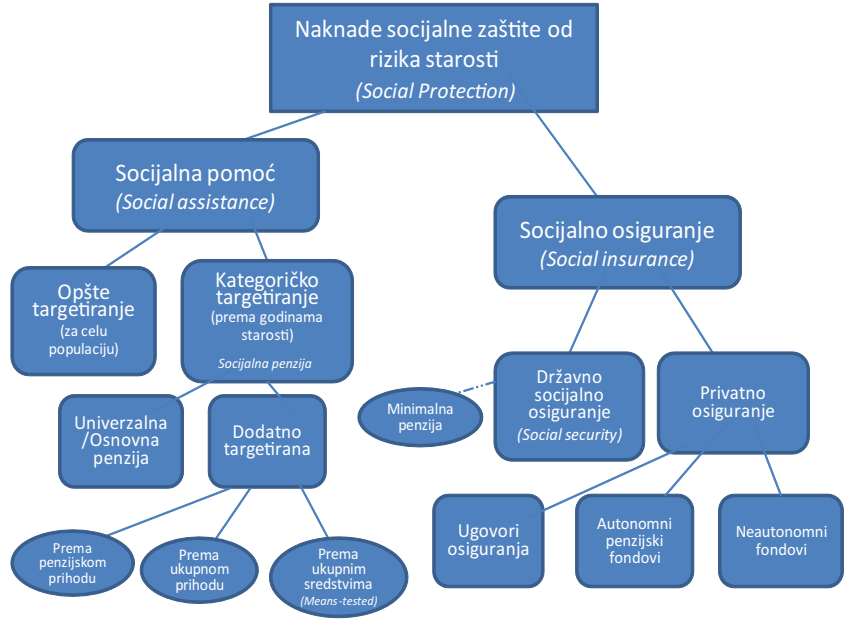
U celini posmatrano, sprovedena analiza pokazuje da u Srbiji danas još uvek nema uslova, a ni dovoljno ubedljivih opravdanja za uvođenje II stuba. Nedostatak uslova ogleda se, pre svega, u nerazvijenom finansijskom tržištu i nedovoljnom administrativnom kapacitetu za njegovu regulaciju. Visoki pak tranzicioni trošak podrazumeva vrlo velike izdatke sa neizvesnim rezultatima na dugi rok. Najzad, ono što je najvažnije, nema jasnog dokaza da bi uvođenjem II stuba za današnjegeneracije zaposlenih bili stvoreni uslovi za sigurniju i dovoljno visoku penziju.

ANEKS br. 1.
Osnovne definicije i klasifikacije

Aneks br. 1A Socijalna zaštita od rizika starosti

Programi socijalne zaštite (*social protection*) sastoje se od socijalne pomoći (*social assistance*) i socijalnog osiguranja (*social insurance*). Osnovna razlika među njima je način organizovanja i finansiranja – programi socijalne pomoći su finansirani iz budžeta (opšti porezi), dok se programi za koje se uplaćuju doprinosi smatraju socijalnim osiguranjem (GFS 2001, SNA93).

Ilustracija br. 1 **Distribucija naknada socijalne zaštite koja štiti od rizika povezanih sa starošću**



Izvor: autori, na osnovu SNA93 i Whitehouse (2007).

Naknade socijalne pomoći su transferi od strane države ili neprofitnih institucija prema domaćinstvima, koji imaju za cilj da ostvare iste potrebe kao i naknade socijalnog osiguranja, ali se obezbeđuju van organizovane šeme socijalnog osiguranja i nisu uslovljene prethodnom uplatom doprinosa[187].

Naknade socijalnog osiguranja su transferi u okviru posebno organizovanih šema socijalnog osiguranja. One mogu biti distribuirane u okviru opšteg državnog programa socijalnog osiguranja (*social security*) ili u okviru privatnih fundiranih šema penzijskog osiguranja (*private autonomous funds*) ili u okviru privatnih nefundiranih šema kojima upravlja zaposleni u korist svojih (*non-autonomous pension fund*)[188].

Dakle, osnovna razlika između socijalnog osiguranja i pomoći je u načinu organizacije/administriranja i finansiranja, kao i u uslovima za dobijanje – kod naknada za socijalno osiguranje postoji uslov uplaćivanja doprinosa. Pored ovih odrednica, za socijalnu pomoć karakteristično je to da je targetirana i najčešće je namenjena samo onom delu populacije koji prema jasno definisanim kriterijumima spada u kategoriju siromašnih.[189] Međutim, ovo ne mora nužno da bude slučaj. Postoje i univerzalni programi namenjeni određenoj skupini, kao što su stari, mladi, invalidi itd., koji imaju preventivni karakter – tzv. *kategoričko targetiranje*.

Penzija kao socijalna naknada može imati i karakteristike naknada socijalne pomoći i socijalnog osiguranja, zavisno ko je isplaćuje – budžet ili institucija socijalnog osiguranja (kod nas PIO fond).

U slučaju da se isplaćuje iz budžeta, u pitanju je naknada socijalne pomoći, i tada se naziva *socijalna penzija*. Socijalna penzija može biti namenjena svim starim licima, bez obzira na prihode (univerzalna/kategoričko targetiranje) ili može biti usmerena samo na one kojima je potrebna (kategoričko uz dodatno targetiranje).

Dakle, socijalna penzija je izdvojen program u okviru socijalne pomoći koji se odnosi isključivo na stare (kategoričko targetiranje) i u pitanju je regularan prihod (jednokratne isplate ne mogu se smatrati penzijom). Ukoliko stari dobijaju regularan prihod u okviru opšteg programa namenjenog celokupnoj populaciji, sa analitičkog aspekta možemo ga smatrati delom penzijskog sistema (npr. kao što to radi Whitehouse 2005, 2007). Međutim, tehnički se ne naziva penzijom i ne spada u rashode za nju.

[187] SNA Glossary.

[188] Isto.

[189] Matković, G. u Matković G., Begoviić B., Popović D., Mijatović B., *From Poverty to Prosperity: Free Market Based Solutions,* CLDS (2007).

Aneks br. 1B Penzijski sistem

Penzijski sistemi mogu se dekomponovati na tri komponente: (1) skup prava i obaveza povezanih sa penzijom, (2) finansijsko-imovinski aspekt i (3) organizacioni aspekt (ko upravlja novcem).

U Srbiji sve tri komponente nalaze se u jednom fondu i stoga je teško uočiti razliku između njih. Međutim, lako je zamisliti razne različite penzijske aranžmane u kojima se stvari odvijaju drugačije i gde je odvojenost komponenti uočljiva – na primer, da penzijski ugovor sa zaposlenim zaključuje poslodavac i da on sutra bude odgovoran za penziju osiguranika; ili da penzijskim fondom, kao računom na kome se nalazi novac osiguranika, upravlja neka profesionalna firma (čiji je motiv zarada), a ne osoblje fonda, pa čak i da fond nema svoje osoblje.

U nastavku ćemo prikazati klasifikaciju i definicije elemenata penzijskih sistema koje je pripremio OECD[190], a koji su zasnovani na pomenutoj trihotomiji penzijskih planova, penzijskih fondova i organizacija koje upravljaju fondovima.

1. Penzijski planovi

Penzijski plan je obavezujući ugovor koji poseduje eksplicitan penzijski cilj, tj. obezbeđenje penzije za osiguranika. Ovaj ugovor može biti deo šireg ugovora o zapošljavanju, može biti dat u sopstvenim pravilima penzijskog fonda ili može biti propisan zakonom. Penzijski plan suštinski određuje prava i obaveze tangiranih stranaka, gde su uvek uključeni penzijski osiguranik i penzijski fond, a mogu biti i poslodavac i država. Pored penzije, penzijski plan može predvideti i druge beneficije za osiguranika, kao što su invalidsko i porodično osiguranje.

[190] Yermo, J., *Revised taxonomy for pension plans, pension funds and pension entities,* OECD, October 2002.

Javni ili privatni penzijski planovi

Javni penzijski plan: to je penzijski plan prema kome država (centralna, republička i lokalna vlast, uključujući i institucije socijalnog osiguranja) formuliše i administrira plaćanje penzijskih naknada (uključujući i penzije). Njihov cilj je obezbeđenje isplata po penzionisanju – svima jednakih ili zavisnih od prethodne zarade – za celo stanovništvo ili najmanje za formalni sektor. Javni planovi su standardno bili zasnovani na tekućem finansiranju (PAYG), ali neke zemlje imaju delimično prefundiranje (kapitalizaciju) budućih penzijskih obaveza ili zamenjuju takve planove privatnim penzijskim planovima.

Privatni penzijski plan: to je plan po kome institucija koja ne pripada državnoj strukturi administrira plaćanje penzijskih obaveza. Ove planove vode i njima upravljaju poslodavci kao sponzori, društva za vođenje penzijskih planova ili privatni provajderi. Privatni planovi mogu biti komplementarni sa državnim planovima ili njihovi supstituti. Privatni planovi su standardno fundirani.

Lični ili planovi po zaposlenju

Planovi po zaposlenju: pravo na učešće u ovom planu vezano je za odnos zapošljavanja između člana plana (zaposleni) i organizacije koja upravlja fondom (sponzor plana, poslodavac). Planove po zaposlenju formira poslodavac ili grupa poslodavaca (i asocijacije), ponekad u saradnji sa sindikatima. U načelu, sponzor plana (poslodavac) dužan je da daje finansijske doprinose penzijskom planu, mada i zaposleni mogu takođe doprinositi. Sponzor takođe može imati administrativne ili nadzorne funkcije za te planove.

Obavezni planovi po zaposlenju: učešće u tim planovima je obavezno za poslodavce prema nacionalnim ili sektorskim sporazumima. Oni moraju ustanoviti plan i plaćati doprinose u njega, dok će se zaposleni, svakako u svom interesu, uključiti u njega, čak i kada je za njih plan dobrovoljan.

Dobrovoljni planovi po zaposlenju: stvaranje ovih planova je dobrovoljno za poslodavce, uključujući i one kod kojih je uključenje automatsko, kao deo radnog ugovora. U nekim zemljama poslodavci mogu na dobrovoljnoj bazi da formiraju planove koji obezbeđuju davanja koja zamenjuju državni penzijski sistem; ovi se planovi nazivaju dobrovoljnima čak i pored toga što poslodavci moraju da nastave da sponzorišu ove planove kako bi postigli izuzeće od plaćanja doprinosa za državno osiguranje.

Lični penzijski planovi: pristup tim planovima nije vezan za zaposlenost, što znači da pojedinci ugovaraju penzijsko osiguranje bez učešća svog poslodavca. Bez obzira na to, poslodavac može plaćati doprinose ličnim penzijskim planovima. Pojedini lični planovi mogu imati ograničen obuhvat članstva: samozaposleni, članovi pojedinih zanatskih i sličnih asocijacija, pojedinci koji ne pripadaju nijednom planu po zaposlenju.

Obavezni lični planovi: u ove lične planove pojedinac se mora uključiti ukoliko zadovoljava uslove. Pojedinci mogu biti obavezani da uplaćuju doprinose za penzijsko osiguranje u penzijski plan po sopstvenom izboru (obično uz ograničenu mogućnost izbora) ili u specificirani plan.

Dobrovoljni lični planovi: učešće pojedinaca u ovim planovima je dobrovoljno i oni nisu dužni da uplaćuju doprinose. U nekim zemljama lični planovi postaju obavezni kada obezbeđuju primanja koja zamenjuju primanja iz državnog sistema (Velika Britanija).

Unapred definisani doprinos ili penzija

Plan sa propisanim doprinosom: to je penzijski plan kod koga je davanje članovima zasnovano isključivo na iznosu doprinosa koji uplaćuje sponzor plana ili članovi, plus investicioni prinos tih doprinosa. Ovo ne uključuje planove kod kojih poslodavac, koji je sponzor plana, garantuje stopu prinosa. Velika većina ličnih planova sadrži propisani doprinos.

Plan sa propisanom isplatom: svaki penzijski plan osim planova sa propisanim doprinosom, uključujući sve planove u kojima finansijski rizik i rizik od dugovečnosti snosi sponzor plana. Davanja članovima tipično su zasnovana na formuli povezanoj sa platom i dužinom radnog staža člana.

Fundirani ili nefundirani penzijski planovi

Fundirani penzijski planovi: penzijski planovi koji imaju akumuliranu namensku imovinu (mogu biti identifikovane rezerve u bilansu stanja ili odvojena

imovina) radi plaćanja penzijskih prava. Osnovni princip je taj da kapitala u fondu uvek bude dovoljno za ispunjenje svih budućih penzijskih obaveza. Način na koji se meri nivo fundiranja razlikuje se od zemlje do zemlje.

Nefundirani penzijski planovi: oni planovi koji su finansirani neposredno od sponzora plana, provajdera ili učesnika u planu. Za nefundirane planove kaže se da su finansirani iz tekućih rashoda (poznati i kao PAYG – pay-as-you-go metod). Nefundirani planovi mogu imati rezerve za plaćanje neposrednih rashoda. Njih gotovo isključivo organizuje i vodi država.

2. Penzijski fondovi

Penzijski fond: to je imovina (bilo u finansijskom, bilo u drugom obliku) koja je pribavljena uz pomoć doprinosa penzijskom planu ili koja je određena zakonom ili ugovorom kao imovina penzijskog plana.

Autonomni i neautonomni penzijski fondovi i osigurane penzije

Autonomni penzijski fondovi: kod planova po zaposlenosti, penzijski fond koji je pravno odvojen od sponzora plana i koji uzima oblik posebnog pravnog lica ili je poseban račun kojim upravlja neka finansijska institucija u korist članova plana, odnosno fonda. Penzijski fondovi koji prikupljaju sredstva za lične penzijske planove po definiciji su autonomni. I u ličnim i u planovima po zaposlenosti članovi imaju ili zakonsko ili ugovorno ili slično pravo na imovinu autonomnog fonda.

Neuatonomni penzijski fondovi: kod planova po zaposlenosti, to je penzijski fond koji nije pravno odvojen od sponzora plana. Penzijska imovina može biti u obliku rezerve u bilansima sponzora (»knjigovodstvena rezerva«) ili može biti vođena kao pravno zaseban medijum, ali u vlasništvu sponzora plana (»finansijska rezerva«).

Osigurane penzije: kod ličnih planova i planova po zaposlenosti to je penzija koja se isključivo sastoji od proizvoda klasičnog osiguranja (rente, životna osiguranja itd).

Kolektivni i grupni ili individualni penzijski fondovi

Kolektivni penzijski fondovi: fondovi kod kojih se spaja imovina penzijskih planova različitih poslodavaca. Postoje dve vrste ovih fondova: 1) za finansijski povezana preduzeća i 2) za nepovezana preduzeća, ali koja se bave istim ili sličnim poslom.

***Grupni penzijski fondovi*:** penzijski fondovi koji obuhvataju imovinu nepovezanih pojedinaca i/ili preduzeća u istom penzijskom planu.
***Fond povezanih lica*:** penzijski fond koji obuhvata imovinu ograničenog broja povezanih članova koji su svi članovi upravljačkog tela fonda.
***Individualni penzijski fond*:** penzijski fond koji obuhvata imovinu jednog jedinog člana i njegovih naslednika, obično u obliku individualnog računa.

Otvoreni ili zatvoreni fondovi

Otvoreni penzijski fondovi: fondovi koji pokrivaju najmanje jedan plan kod koga ne postoji ograničenje članstva (kolektivno članstvo je takođe moguće).

Zatvoreni penzijski fondovi: fondovi koji pokrivaju samo planove koji su ograničeni na neku vrstu zaposlenih (na primer, za jednog poslodavca ili grupu zaposlenih).

3. Penzijska društva (organizacije)

Penzijsko društvo (organizacija): pravno lice posebne namene, kao što su starateljsko društvo (trust), fondacija ili privredno društvo koje je vlasnik i koje može kontrolisati penzijski fond u ime članova penzijskog plana, odnosno fonda. Članovi plana mogu posedovati pravo svojine nad penzijskim fondom ili ugovorna potraživanja od penzijskog društva (organizacije) u pogledu njihovih prava na imovinu fonda.

Javna ili privatna društva (organizacije)

Javna penzijska društva: ona društva koja su regulisana kroz zakon iz oblasti

javnog sektora. Ovde država reguliše, organizuje, prikuplja sredstva i isplaćuje penzije; njihova načelna prednost je u tome što država poseduje monopol oporezivanja i stoga penzijski fond ne može da propadne kao što privatni može.
Privatna penzijska društva: ona društva koja su regulisana kroz zakon iz oblasti privatnog sektora. Ovde privatna društva organizuju, prikupljaju sredstva, investiraju ih i isplaćuju penzije, ali uz široku regulaciju i nadzor od strane države radi smanjenja rizika za osiguranike i penzionere; glavna zaštita privatnih fondova od propasti su kako državna regulacija i nadzor, tako i prišteđeni kapital, konzervativno investiran.

ANEKS br. 2 Terminologija »stubova« i »slojeva«

U praksi je moguća bilo koja kombinacija navedenih elemenata penzijskih šema (*poglavlje 3.1.*). To daje čitav **spektar kombinacija** tj. mogućnosti za dizajniranje penzionih sistema.

Od više mogućih kombinacija, izdvajamo sledeće vrste penzijskog osiguranja:

- javni fond, PAYG (tekuće finansiranje), unapred definisana penzija;
- javni fond, PAYG, uz stvaranje kapitalnih rezervi;
- privatni fond, fundiran, po zaposlenju, unapred definisana penzija;
- privatni fond, fundiran, propisani doprinos (tzv. individualni računi);
- PAYG, propisan doprinos (NDC).

Imajući u vidu raznolikost penzijskih sistema širom sveta, bilo je mnogo pokušaja da se napravi jednostavna i sveobuhvatna klasifikacija penzijskih sistema i njihovih glavnih karakteristika[191]. Pri klasifikaciji penzijskih sistema uobičajena je i tzv. *terminologija stubova*, koja omogućava klasifikaciju vrlo različitih penzijskih sistema. Međutim, jedinstvena terminologija ne postoji, što unosi delimičnu zabunu.

Terminologija *tri stuba* je opšteprihvaćena, ali ima različito značenje u zavisnosti od toga da li je koristi Svetska banka, Evropska unija, OECD ili ILO[192].
U Srbiji se najčešće koristi **terminologija Svetske banke.** Prema ovoj klasifikaciji, penzijski sistem treba da bude zasnovan na 3 stuba:

Prvi stub – relativno mali, javni sistem, finansiran po PAYG pricipu, sa unapred

[191] *Private pensions: OECD classification and glossary,* OECD 2005.

[192] Neke publikacije, npr. OECD *Taksonomija penzionih planova i fondova* (2001. i 2002) i *Privatne penzije: OECD klasifikacija i rečnik (2005),* pokušavaju da raščiste ove nejasnoće.

definisanom penzijom;

Drugi stub – obavezan, fundiran sa unapred definisanim doprinosom (individualni račun), privatno upravljanje;

Treći stub – dobrovoljan, privatno upravljanje.

Iako je u nekoliko poslednjih godina Svetska banka počela da koristi terminologiju pet stubova, klasifikacija tri stuba je i dalje dominantna, barem kada su u pitanju naši prostori.

ILO sugeriše **terminologiju slojeva (*tier*)** umesto stubova (*pillar*), ukazujući na to da »terminologija stubova sugeriše stabilnost i sigurnost, pa se u slučaju da neki od stubova ne postoji, stvara utisak da sistemu nedostaje stabilnost«[193].

Prvi sloj – Minimalna socijalna penzija (*anti-poverty pension*), svima dostupna ali na osnovu procene imovine, finansirana direktno iz opštih poreza, indeksirana troškovima života;

Drugi sloj – Obavezan javni sistem socijalnog osiguranja koji obezbeđuje adekvatnu stopu zamene. Penzije iz ovog sistema u potpunosti su indeksirane rastom cena i limitirane su do određene visine (»plafon«);

Treći sloj – Fundirani sistem definisanih doprinosa, verovatno privatno upravljanje, koji bi bio dopuna javnom sistemu. Ovaj sloj uključuje i planove po zaposlenju (*occupational*) kao i individualne aranžmane.

OECD terminologija:[194]

Prvi stub – javni PAYG sa unapred definisanom penzijom, koji se finansira iz bruto zarada;

[193] Ervik, R. (2003), *Global Normative Standards and National Solutions for Pension Provision: The World Bank,* ILO, Norway and South Africa in Comparative Perspective, BERGEN UNIVERSITY RESEARCH FOUNDATION – Working paper no. 8.

[194] Revidirana *taksonomija penzionih planova i fondova,* OECD (2002), na osnovu *Maintaining Prosperity in an Ageing Society.*

Drugi stub – privatni aranžmani koji su obezbeđeni kao deo ugovora o radu (*employment contract*);

Treći stub – privatni individualni aranžmani u formi štednje ili anuiteta.

Sličnu **terminologiju,** koju koristi OECD, prihvatila je i **Evropska komisija (EC)**:[195]

Prvi stub – osnovni javni obavezni penzijski sistem. Obično finansiran po principu tekućeg finansiranja (PAYG);

Drugi stub – fundirane penzijske šeme po zaposlenju (*occupational*). Svaki program pokriva grupu radnika, ili na nivou kompanije i/ili na nivou sektora;

Treći stub – individualna štednja za starost. U pitanju su individualni ugovori između radnika i neke privatne institucije (osiguravajuća kompanija, banka itd.).

Međutim, evolucija penzijskih sistema u Evropi dovela je do nejasnoća u postojećoj klasifikaciji. Da bi uzela u obzir nove trendove, i Evropska komisija uvodi termin *sloj* (*tier*), ali ne u značenju koje ima u ILO klasifikaciji. ILO termin sloj koristi kao supstitut za stub, dok ga Evropska komisija prihvata kao termin kojim će bolje oslikati internu strukturu prvog stuba. Tako prvi stub može da se sastoji od sledećih slojeva[196]:

Nulti sloj – socijalne penzije za one kojima su potrebne, na osnovu ukupnih raspoloživih sredstava - i prihod i imovina (*means-tested*);

Prvi sloj – tradicionalni PAYG programi u okviru prvog stuba;

Drugi sloj – fundirane obavezne šeme, finansirane doprinosima. Mogu da budu kolektivni ili individualni programi.

Dok prvi i drug sloj imaju za cilj da obezbede održanje životnog standarda penzionera u odnosu na period pre penzionisanja, nulti sloj je namenjem

[195] Natali, D., *Basic Glossary for the Analysis of Pension System,* Observatoire social europeen, 2004.

[196] Natali, D., *Basic Glossary for the Analysis of Pension System,* Observatoire social europeen, 2004; Social Protection Committee (2004a): Current and Prospective Pension Replacement Rates. Report on Work in Progress, Indicator Sub-Group, Brussels, 23 February 2004.

prevenciji siromaštva među starima.

Od ove klasifikacije unekoliko se razlikuje OECD terminologija koja je korišćena u Whitehouseovim publikacijama[197]. Ovde se razlikuju samo dva obavezna (statutarna) sloja:

Prvi sloj – redistributivni, koji je dizajniran sa ciljem da penzioneri ostvare apsolutni (minimalni) životni standard;

Drugi sloj – penzijsko osiguranje. Ova komponenta je dizajnirana da održi životni standard penzionera na nekom nivou sličnom onom u periodu pre penzionisanja (relativni životni standard).

Dakle, ono što je nulti sloj kod Evropske komisije (EC) prvi je sloj kod Whitehousea; sa druge strane, Whitehouse ne pravi razliku između prvog i drugog sloja kao što to radi EC, već svaku vrstu obaveznog penzijskog osiguranja svrstava u drugi sloj[198]. Stiče se utisak da Whitehouse kao i ILO napušta terminologiju stubova, s obzirom na to da dobrovoljne penzije, bilo individualne ili po osnovu zaposlenja, naziva trećim slojem, a ne stubom.

Kao što možemo da vidimo, korišćenje istih termina (*stubovi* i *slojevi*), ali sa različitim značenjem, može da unese veliku zabunu. Tako npr. predmet ove Studije (obavezni individualni računi) naziva se drugim stubom u modelu Svetske banke, EU (Evropska komisija) ga klasifikuje kao *drugi sloj* (*tier*) prvog stuba, dok u OECD/Whitehouse studijama takođe potpada pod drugi sloj prvog stuba, ali zajedno sa PAYG šemama.

[197] OECD (2005) and (2007), *Pensions at a Glance: Public Policies across OECD Countries;* WHITEHOUSE, E. (2007), Pension Panorama, World Bank.

[198] Svrstavanje šema sa unapred definisanim doprinosom pod termin »penzijsko osiguranje« zapravo je neprecizno s obzirom na to da oni, barem u trenutnoj fazi, nisu organizovani kao osiguranje već kao individualni računi gde korisnik snosi rizik. U širem kontekstu smatramo da je to prihvatljivo, a u toku su metodološke rasprave na tu temu.

ANEKS br. 3
Mini rečnik penzijskih pojmova

Accelerated years of service – beneficirani radni staž
Accrual rate – obračunska stopa
Accumulation phase – faza akumulacija
Actual replacement rate – stvarna stopa zamene
Administrative fees – administrativne nadoknade
Age cohort – starosna grupa
Asset under management fee – naknada za upravljanje fondom
Career length (years of service) – radni staž
Charge ratio – racio naknada
Consumption smoothing – ujednačavanje potrošnje
Contribution fee – naknada prilikom uplata doprinosa
Current replacement rate – sadašnja stopa zamene
Dependancy ratio –odnos radno neaktivnog stanovništvo i radno aktivnog stanovništva
Disability pension – invalidska penzija
Defined benefit – unapred definisana visina penzije
Defined contribution – unapred definisana visina doprinosa
Earnings related – sistem u kojem visina penzije pojedinca zavisi od njegovih zarada tokom radnog veka
Exit fee – izlazna naknada
Flat pension – jednake socijalne penzije
Fees on returns – naknade na prinos
Fixed up front fee – jednokratna uplata za otvaranje racuna
Full-career worker – radnik sa punim radnim stazom
Fully funded – kapitalno fundiran
General point indexation –indeksiranje opšteg boda
German point formula – nemačka bodovna formula
Gross replacement rate – bruto stopa zamene

Hypothetical (theoretical) replacement rate – hipotetička (teoretska) stopa zamene
Income replacement – održanje nivo prihoda
Longevity risk – rizik od dugovečnosti
Means-tested – targetiranje po osnovu ukupnih raspoloživih sredstava (i prihod i imovina)
Notional defined contributions (non-financial defined contribution)– obračunski definisani doprinos (nefinansijski unapred definisani doprinos)
Occupational scheme – penzijski plan
Old-age dependency racio – odnos starog i radno aktivnog stanovništva
Old-age income replacement – održanje nivoa prihoda u starosti
Old-age pension – starosna penzija
Old-age support ratio – Odnos radno aktivnog stanovništva prema neaktivnom starom stanovništvu
One-off fees – jednokratne naknade
On-going fees – tekuće naknade
Pay-as-you-go (PAYG) – sistem tekućeg finansiranja penzija
Partially funded – delimično fundiran
Payout phase – faza isplate
Pension beneficiary – korisnik penzije
Pension benefits in payment / pensions in payment - penzije u isplati
Pension coverage – pokrivenost penzijskim sistemom
Pension system design - tip penzijskog sistema
Pension take-up – penzionisanje
Pension benefit – penzija
Personal coefficient – lični koeficijent
Personal point – lični bod
Phased withdrawal – programirana isplata
Point system – bodovni sistem
Prospective (expected) replacement rate – buduća (očekivana) stopa zamene
Prudent person rule – pravilo opreznosti u investiranju
Reduction in premium – **stopa smanjenja doprinosa**
Reduction in yiled – stopa smanjenja prinosa
Replacement rate – stopa zamene (odnos prihoda nakon penzionisanja i prihoda pre penzionisanja)
Retirement age /statutory retirement age /pension age - starosna granica za penzionisanje

Retirement duration – dužina korišćenja penzije
Re-valued earnings – revalorizovane zarade
Risk adjusted return – prinos kad se uzme u obzir rizik
Support ratio – odnos radno aktivnog stanovništva prema neaktivnom
System dependency ratio – odnos broja penzionera prema broju zaposlenih
System support ratio – odnos broja zaposlenih prema broju penzionera
Social pension – socijalna penzija (penzija koja se finansira iz budžeta)
Survivors' pension – porodična penzija
Swiss formula – Švajcarska formula (indeksiranje 50% rastom zarada i 50% rastom cena)
Targeted pension – targetirana penzija
Total wage bill – ukupna masa zarada
Unfunded pension plan – nefundirani penzijski plan (PAYG)
Up-front fee – naknada na ulazu
Valorization – valorizacija (određivanje vrednosti ranijih zarada)

LITERATURA

ALIBEGOVIĆ, J. *et al*. (2006), *Social Protection and Social Inclusion in Croatia*, The Institute of Economics, Zagreb.

ANUŠIĆ, Z. *et al.* (2003), *Pension Reform in Croatia*, Social Protection Discussion Paper Series, No.0304, The World Bank.

ALTIPARMAKOV, N. sa STANIĆ, K. (2006), *PMP – Pension Modeling Package,* Bearing Point/USAID.

BAJEC, J. i STANIĆ, K. (2005), *Koliki je stvarno deficit penzionog sistema u Srbiji?*, Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 13, FREN.

BARR, N. (2006), *Pensions: overview of the issues*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 22, No.1, 1-14.

BARR, N. and DIAMOND, P. (2006), *The Economics of Pensions*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 22, No.1, 15-39.

BATEMAN, H., KINGSTON, G. and PIGGOTT, J. (2001), *Administrative costs and charges*, Chapter 7 in Bateman, H., Kingston, G. and Piggott, J., *Forced Saving: Mandatory Private Retirement Provision*, Cambridge University Press, 2001.

BROWN, J., MITCHELL, O., POTERBA, J. and WARSHAWSKY, M. (2001), *The Role of Annuity Markets in Financing Retirement,* MIT Press.

CANPIH (Central Administration of National Pension Insurance in Hungary) 2007. *Information on the major benefit regulations and organisational structure of the pension insurance system in Hungary.*

CORSETTI, G. and SCHMIDT –HEBBEL, K., *Pension Reform and Growth*, WP 1471,

The World Bank, 1995.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE – The Congress of the United States (2004). *Administrative Costs of Private Accounts in Social Security.*

DAVID-BARONIJAN, H. (2008), *Siromaštvo među penzionerima i starim licima sa 65 i više godina*, Istraživanje za Tim potpredsednika Vlade za implementaciju Strategije za smanjenje siromaštva, Zavod za statistiku i Ministarstvo za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije, Beograd.

EUROPEAN COMMISSION (2005), Directorate-General for Employment, Social Affairs and Equal Opportunities. *National Strategy Report on Adequate and Sustainable Pensions: Hungary.*

EC-THE SOCIAL PROTECTION COMMITTE (2008), *Privately managed funded pension provision and their contribution to adequate and sustainable pensions,* FELDSTEIN, M. (2005), *Rethinking Social Insurance*, NBER Working Paper No. W11250.

FELDSTEIN, M. and SAMWICK, A. (1996), *The transition path in privatizing social security*, NBER Working Paper Series, No. 5761.

FORNERO, E. Presentation at Adequacy of old age Income Maintenance (AIM) final meeting, Brussels, October 2008

FULTZ, E. ed., *Pension Reform in Central and Eastern Europe, Vol 1, Restructuring with Privatization: Case studies of Hungary and Poland*, ILO,2002.

HANFA – godišnje izvješće 2006.

HERNANDEZ, D. H. and STEWART, F. (2008), *Countries with Private Defined Contribution Pension Systems*, IOPS Working Paper No. 6.

HOLZMAN, R. And HINZ, R. (2005), *Old-Age Income Support in the 21st Century - An International Perspective on Pension Systems and Reform*, The World Bank.

JAMES, E. (1994), *Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth,* The World Bank and Oxford University Press.

JAMES, E. And VITTAS, D. (1999), *Annuitiy markets in comparative perspective: do consumers get their money's worth?*, World Bank Policy Research Working Paper No.WPS 2493.

JAMES, E. and VITTAS, D. (1999), *The Decumulation (Payout) Phase of Defined Contribution (DC) Pillars: Policy Issues in the Provision of Annuities and Other Benefits*, World Bank Policy Research Working Paper No. 2464, World Bank.

JOUSTE, A. (2007), *Public Pension Reform: A Primer*, IMF Working Paper 07/28.

KOTLIKOFF, L. J., *Pension Reform – the Triumph of Form over Substance?*, Lecture Presented to the Latin American Meeting of the Econometrica Society and the Annual Meeting of the Latin American and Caribbean Economic Association, Mexico City, November 2, 2006.

MATITS, A., *Supplementary Pension Funds in Hungary*, Discussion Paper, Budapest, March 2004.

MESA-LAGO, C. (2002), *Myth and Reality of Pension Reform: The Latin American Evidence*, World Development, No. 8.

MILES, D. and TIMMERMANN, A. (1999), *Risk sharing and transition costs in the reform of pension systems in Europe*, Economic Policy, Volume 14, Issue 29, Page 251-286.

MILES, D. and IBEN, A. (2000), *The Reform of Pension Systems: Winners and Losers Across Generations in the United Kingdon and Germany*, Economica, Volume 67, Page 203-228.

MIJATOVIĆ, B. i HIBER, D., *Kapitalizacija penzijskog osiguranja u Srbiji*, CLDS, 2008.

MURTHI, M., ORSZAG, J. M. and ORSAYAG, P. R. (1999), *Administrative costs under a decentralized approach to indidividual accounts: lessons from the United Kingdom*, Discussion Paper, Birkbeck College, London.

NBS, Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova u Srbiji, Izveštaj Q3 2008.

NICKEL, C. and ALMENBERG, J. (2006), *Ageing, pension reforms and capital market development in transition countries*, EBRD.

ORBAM, G. and PLOTAI, D. (2005), *The sustainability of the Hungarian pension system: a reassessment,* MNB (Hungarian Central Bank), Occasional Papers 40.

OECD (2007), *Pension Markets in Focus*, Issue no. 4.

OECD (2008), *Pension Markets in Focus,* Issue no. 5.

OECD/ISSA/IOPS (2008), Complementary and Private Pensions throughout the World.

ORSZAG, P. R. and STIGLITZ, J. (2001), *Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social SecuritySystems, in New Ideas About Old Age Security*, Toward Sustainable Pension Systems in the 21st Century, The World Bank.

PALMER, E. (2007), *Pension Reform and the Development of Pension Systems: An Evaluation of World Bank Assistance*, Hungary Country Study, The World Bank.

PALACIOUS, R. and SLUNCHYNSKY, O. (2006), *Social Pensions Part I: Their Role in the Overall Pension System*, Social Protection Discussion Paper No.0601, World Bank.

ROLDOS, J. (2004), *Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets*, *Working Paper,* International Monetary Fund.

RUTKOWSKI, M., *Key issues in debates on modern pension systems*, World Bank.

SAMUELSON, P. (1958), *An Exact Consumption-Loan Model of Interest With or Without the Social Contrivance of Money,* The Journal of Political Economy.

SCHMIDT-HEBBEL, K., (1998), *Does Pension Reform Really Spur Productivity, Saving, and Growth?*, World Bank manuscript.

SHLEIFER, A. and VISHNY, R. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance 52, 737-783.

STANIĆ, K. (2008), *Uloga penzijskog sistema u održanju nivoa prihoda u starosti – merenje i međunarodna poređenja*, Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 13, FREN.

SUNDEN, A. (2004), *How do individual accounts work in the swedish pension system?, An* issue in brief no. 22, Center for Retirement Research at Boston College.

TAPIA, W. and YERMO, J. (2008), *Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 27, OECD.

THOMPSON, L. H. (2001), *Social Protection in Asia and the Pacific*, edited by Isabel Ortiz, Asian Development Bank.

VUKOVIĆ, S. (2005), *Mirovinski sustav u Republici Hrvatskoj – temeljni podaci*, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, 2005.

VITTAS, D. (2008), *A short note on the ATP Fund of Denmark.*

WHITEHOUSE, E. (2007), *Pension Panorama*, World Bank.

WHITEHOUSE, E., *Administrative charges for funded pensions: comparison and assessment of 13 countries,* Insurance and private pensions compendium for emerging economies, OECD, 2001.

WORLD BANK and IMF (2005), Financial Sector Assessment Program Update, HUNGARY, *Technical Note: Pension – Competition and Performance in the Hungarian Second Pillar.*

WORLD BANK (2006), *Croatia. Living Standard Assessment,* Volume 2: Background Papers, Report no. 37992.

World Bank Pension Reform Primer: *Portfolio Limits.*

Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, Službeni glasnik RS, br. 85/2005.