



Република Србија

ФИСКАЛНИ САВЕТ

АНАЛИЗЕ, СТАВОВИ И ПРЕДЛОЗИ

15 ГОДИНА ПРИВАТНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА У СРБИЈИ:

Досадашњи развој и препоруке за реформе

Материјал за јавну расправу

Београд, 26. јануар 2022. године

РЕЗИМЕ

- Република Србија је 2005. године законски регулисала рад добровољних приватних пензијских фондова (ДПФ) са циљем обезбеђивања додатних прихода у старости, као додатак државном систему који остаје главни извор пензијских прихода.
- Током претходних 15 година приватни пензијски фондови остварили су реалне стопе приноса од 2,2% годишње али нису оправдали реформска очекивања:
 - Досадашња инвестициона политика која се доминантно ослања на државне обвезнице није у стању да штедишама пружи задовољавајуће стопе приноса који су у 2020. и 2021. години били негативни у реалном износу (-0,3% и -6,1%).
 - Упркос издашним и ексклузивним пореским олакшицама, пензијски фондови нису успели да се пробију на тржишту рада – мање од 10% радника има отворене рачуне, док свега 3% иоле редовно штеди у пензијским фондовима.
- У овом материјалу за јавну расправу Фискални савет, на основу међународних искустава, излаже препоруке за унапређење постојећег система како би се грађанима омогућиле боље стопе приноса и проширио обухват пензијске штедње:
 - Укинути лимит да само 10% имовине сме бити инвестирано у иностранство.
 - Омогућити гаранције позитивних номиналних приноса фондовима који желе да искључиво инвестирају у државне обвезнице, уз вишеструко смањење накнада које наплаћују од штедиша.
 - Постојеће регресивне и издашне пореске олакшице би требало заменити скромнијим и прогресивнијим директним буџетским субвенцијама.
- Суштинско проширење покривености пензијском штедњом захтева корениту промену постојећег система и активну интервенцију државе ка отклањању иманентних недостатака тржишта приватних пензијских фондова:
 - Тендерски одабир приватне инвестиционе компаније која би пензијску штедњу пасивно инвестирала на међународне берзе у циљу остваривања оптималних приноса за штедише, са минималним трошковима.
 - Инвестициони портфељи би, почев од 10 година пре пензионе доби, прогресивно били пребацивани у државне обвезнице да би се избегао ризик губитка уштеђевине услед волатилности берзи (*life-cycle investing*)
 - Део средстава би се пасивно инвестирао у Београдску берзу и државне обвезнице, чиме би се стимулисао развој домаћих тржишта капитала.
 - Учешће запослених било би на добровољној основи док би држава нови систем могла да подржи потенцијалним гаранцијама поврата уложених средстава и/или системом аутоматског пријављивања радника.
- Организовати портал *e-Пензија* који би радницима пружао информације о стању уплаћених ПИО доприноса, очекиваном будућем износу државне пензије и могућностима за додатну приватну пензијску штедњу.

Прегледна табела: Недостаци система приватне штедње за пензију и препоруке

Проблем	Опис	Препоруке
Приватни пензијски фондови доминантно инвестирају у државне обвезнице Републике Србије	Услед ограничења да се само 10% имовине може инвестирати у иностранству, као и недовољно неразвијеног домаћег тржишта капитала, приватни пензијски фондови практично су се свели на "препродавце" државних обвезница.	- Укинути ограничење и омогућити пензијским фондовима да слободно инвестирају у земљи или иностранству, у складу са начелима одговорне инвестиционе политике.
		- Установити специјализоване фондове које би, са вишеструко мањим накнадама, инвестирали искључиво у државне обвезнице и пружали гаранцију позитивних номиналних приноса штедишама.
Пореске олакшице за приватне пензијске фондове дискриминишу друге легитимне облике штедње за старост.	Штедња у пензијским фондовима, до 6.062 динара месечно, је ослобођена од пореза и доприноса на зараде, док се дугорочна штедња у банкама или животном осигурању регуларно опорезује.	- Издашне и ексклузивне регресивне пореске олакшице заменити скромнијим и прогресивнијим директним буџетским субвенцијама за пензијску штедњу.
		- Пример: буџетска субвенција од 100 евра годишње за раднике који штеде 5% своје зараде
		- Размотрити могућности за укључивање других посредника, попут банака, у систем пензијске штедње
Пензијски фондови нису се осетније пробили на тржишту рада - мање од 10% радника има отворен рачун, док само 3% радника иоле редовно штеди.	И поред ексклузивних пореских олакшица током претходних 15 година, грађани доминантно не користе овај облик штедње за старост, већ се углавном ослањају на банке, животна осигурања и куповину непокретности.	- Организовати портал <i>eПензија</i> где ће се грађани информисати о будућем износу своје државне пензије и могућностима за додатну приватну пензијску штедњу.
		- Размотрити ограничено трајање буџетских подстицаја за приватну штедњу на период од 10 година.
Тржиште приватних пензијских фондова иманентно пати од проблема асиметричних информација и нерационално високих трошкова.	Чак и у најразвијенијим земљама, већина грађана није финансијски едукована да би рационално изабрали оптималан начин штедње за пензију, чиме се ствара потреба за интервенцијом државе.	- Организовати јавно-приватно партнерство у коме ће приватна инвестициона компанија пасивно инвестирати у међународне берзе у циљу остваривања оптималних приноса за штедише, са минималним трошковима.
		- Уоставити аутоматско пријављивање радника за штедњу у новом систему, уз могућност да грађани самоиницијативно одбију додатну штедњу за пензију.

Садржај:

1. УВОД.....	4
2. ПЕРФОРМАНСЕ ПРИВАТНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА У СРБИЈИ.....	5
3. ПОРЕСКЕ ОЛАКШИЦЕ И СУБВЕНЦИЈЕ ЗА ПЕНЗИЈСКУ ШТЕДЊУ	9
4. МОГУЋНОСТИ ЗА УНАПРЕЂЕЊА ПОСТОЈЕЋЕГ СИСТЕМА.....	12
5. ПРЕДЛОГ СИСТЕМСКЕ РЕФОРМЕ.....	15
6. ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА.....	18

1. УВОД

Србија се, као и већина других земаља у Европи и свету суочава са демографским старењем у виду продужења животног века и смањеним рађањем деце (стопе фертилитета). Демографско старење узрокује скромније износе државних пензија те се јављају могућности, и потребе, за додатном штедњом за старост. Грађани могу да самоиницијативно организују додатну штедњу у банци или животном осигурању, али је постала међународна пракса да државе организују систем приступа пензијској штедњи како би што већи број радника био покривен и да би се оствариле повољније стопа приноса.

Успостављањем добровољних приватних пензијских фондова пре 15 година и Србија је покушала да уведе ефикасан систем за додатну штедњу. Нажалост, досадашњи резултати не пружају основу за оптимизам - и поред ексклузивних и издашних пореских олакшица свега 3% радника иоле редовно штеди у приватним фондовима. Такође, постојећа структура високих накнада и инвестиција готово искључиво у државне обвезнице - није у стању да пружи задовољавајуће стопе приноса који су у 2020. и 2021. години били негативни у реалном износу од -0,3% и -6,1%, респективно.

У овој анализи идентификујемо могућности за реформе и унапређење система: 1) промена инвестиционе политике пензијских фондова како би инвестирали у међународне берзе и повећали стопе приноса, односно знатно смањење накнада за фондове који наставе да инвестирају (искључиво) у државне обвезнице, 2) замена издашних и регресивних пореских олакшица прогресивнијим буџетским субвенцијама циљаним на раднике са (испод)просечним зарадама, 3) разматрање укључивања других посредника, попут банака, у систем како би се проширио обухват радника који додатно штеде за пензију.

Иако би поменуте реформе значајно унапредиле перформансе постојећег система, међународна искуства показују да је потребна симбиоза тржишних механизма и државне интервенције како би се остварили оптимални резултати. У том контексту, у Србији би било оптимално размотрити јавно-приватно партнерство где би на међународном тендеру био изабран приватни инвестициони фонд који би средства пасивно инвестирао (са минималним трошковима) у међународне берзе у циљу остваривања оптималних приноса за штедише.

Овај материјал за јавну расправу је организован на следећи начин: у другом делу описујемо перформансе приватних пензијских фондова током претходних 15 година. У трећем делу приказујемо да су постојеће пореске олакшице регресивне и да представљају једне од најскупљих буџетских субвенција посматрано по броју запослених у индустрији пензијских фондова. Четврти део приказује могуће мере за унапређење постојећег система. Пети део објашњава да је за значајније унапређење неопходна коренита реформа и оснивање јавно-приватног партнерства са циљем оптимизације приноса за штедише. Закључна разматрања су дата у шестом делу.

2. ПЕРФОРМАНСЕ ПРИВАТНИХ ПЕНЗИЈСКИХ ФОНДОВА

Законом о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима 2005. године успостављен је системски оквир за додатну, добровољну пензијску штедњу поред обавезног државног система базираног на текућем финансирању. Након усвајања неопходне пратеће регулативе, први приватни пензијски фонд почео је са радом крајем 2006. године да би током 2007. године дошло до експанзије тржишта и оснивања већег броја друштава за управљање пензијским фондовима. Након светске финансијске кризе долази до консолидације тржишта које од 2013. године чине четири друштва за управљање која контролишу седам различитих пензијских фондова – Табела 1. У индустрији приватних пензијских фондова била су запослена 123 радника у 2021. години.

Пензијски фондови у Србији функционишу по принципу капиталисане штедне где се осигураницима не гарантује унапред ниво приноса који ће остварити. Србија се, као и већина земаља у Источној Европи, определила да уведе тзв. фондове дефинисаних доприноса (енгл. *defined-contribution*) у које радници уплаћују своје штедне улоге. За разлику од штедне у банкама где је каматна стопа унапред позната, стопа приноса пензијских фондова зависи од успешности њихових инвестиционих политика – тако да није унапред позната и осигураници немају експлицитних гаранција у погледу приноса које ће остварити. Овај концепт ослања се на очекивање да би инвестирањем у (међународна) тржишта капитала пензијски фондови требало да, у просеку, осигураницима пруже више стопе приноса од камате у банци, али због волатилне природе тржишта капитала није могуће унапред гарантовати стопу приноса која ће бити остварена. Иако емпиријски резултати начелно потврђују да је дугорочну пензијску штедњу пожељније инвестирати у тржишта капитала него држати у банци, у пракси већег броја земаља забележени су проблеми и изазови што је доводило до лошијих резултата приватних пензијских фондова.

Табела 1 – Основне статистике тржишта приватних пензијских фондова у Србији

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Број друштава за управљање	7	9	9	6	6	6	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Број пензијски фондова	7	10	10	8	9	9	6	6	7	7	7	7	7	7	7
Број уговора о чланству	158,461	201,610	215,704	220,451	234,405	240,369	244,462	252,072	258,068	250,460	253,900	261,726	275,833	279,495	282,403
Број чланова	н.д.	155,954	165,244	166,780	174,868	179,823	183,508	187,997	190,492	183,553	185,445	192,295	201,587	204,969	206,830
Чланови, % запослених	н.д.	7.5%	8.3%	8.8%	9.4%	9.6%	9.8%	10.2%	10.0%	9.6%	9.4%	9.4%	9.6%	9.5%	9.4%
Број активних уговора	91,991	77,524	81,910	94,664	84,392	75,007	75,574	76,038	63,402	69,253	79,135	79,639	85,285	87,736	86,279
Број активних чланова	н.д.	64,903	59,527	73,290	61,395	54,801	55,537	58,840	48,253	52,351	62,259	64,133	69,290	72,300	70,759
Активни чланови, % запослених	н.д.	3.1%	3.0%	3.9%	3.3%	2.9%	3.0%	3.2%	2.5%	2.7%	3.1%	3.1%	3.3%	3.4%	3.2%

Извор: Народна банка Србије – сектор за супервизију пензијских фондова, Министарство финансија за укупан број запослених радника.

Напомена: Подаци за 2021. годину се односе на прву половину године.

Законом из 2005. године само су приватни пензијски фондови препознати као легитиман, порески стимулисан облик штедне за пензију. Дугорочну штедњу за пензију могуће је организовати и у облику штедних рачуна у банкама или животним осигурањима, што многе државе препознају као легитиман облик штедне која ужива исте пореске олакшице као и пензијски фондови. Заправо, и пре доношења Закона о пензијским фондовима 2005. године осигуравајућа друштва су клијентима нудиле полисе животног осигурања базиране на истим принципима капиталисане штедне које користе пензијски фондови. Међутим, Закон из 2005. године препознао је искључиво специјализоване приватне пензијске фондове као легитиман, порески стимулисан облик штедне па је преко

100.000 полиса пензијског осигурања базираних на капиталисаној штедњи морало бити пренесено из осигуравајућих друштава у ново-формиране пензијске фондове.

Мање од 10% запослених радника су чланови добровољних пензијских фондова. Важно је напоменути да сваки грађанин може склопити уговоре о чланству са више пензијских фондова тако да је у 2021. години 206 хиљада грађана склопило близу 280 хиљада уговора о чланствима у пензијским фондовима. Као што можемо видети у Табели 1, на почетку функционисања пензијских фондова, у 2007. и 2008. години, број чланова је износио преко 150 хиљада, односно око 7,5% запослених радника - првенствено услед раније поменутог трансфера преко 100.000 полиса пензијског осигурања својевремено организованих од стране осигуравајућих друштава. Током наредних петнаестак година број чланова је бележио релативно скромно увећање тако да се стабилизовао на око 10% запослених радника, односно преко 200 хиљада чланова у 2021. години.

Само 3% запослених радника су активни чланови пензијских фондова. Да би пензијски фондови могли да пруже адекватан износ средстава у старости неопходно је да радници у њима редовно штеде у виду месечних одвајања од својих зарада. Међутим, званична статистика показује да је тек сваки трећи члан пензијских фондова активан у смислу да је имао бар једну штедну уплату у последњих 12 месеци. Неактивни чланови не могу да очекују задовољавајуће износе пензијске штедње, што потврђују званичне статистике – у јуну 2021. године просечан износ акумулиране штедње на рачунима активних чланова износио је 450.000 динара наспрам непуних 120.000 динара на рачунима неактивних чланова. При том, треба имати у виду да ни активни чланови не штеде редовно сваког месеца јер је довољна једна уплата у последњих 12 месеци да би члан пензијског фонда био категорисан као активан. Тако на пример, хипотетички осигураник који од јануара 2007. године редовно штеди сваког месеца и чије су уплате једнаке статистичком просеку реализованих уплата у том месецу према евиденцији Народне банке Србије у Табели 3 – имао би износ акумулиране штедње од око 1,2 милиона динара у 2021. години, што је скоро три пута више од тренутне просечне акумулације активних чланова.

Просечна реална стопа приноса износила је 3% у периоду 2007-2019. године. Акумулација задовољавајућег износа пензијске штедње захтева да радници, са своје стране, редовно штеде и да фондови, са своје стране, обезбеде адекватне стопе приноса.¹ Из Табеле 2 можемо израчунати да је просечна реална стопа приноса у периоду 2007-2019. године износила 3,05% - што се може сматрати адекватним резултатом, нарочито имајући у виду глобалну финансијску кризу 2008. године. Међутим, ови резултати нису дугорочно одрживи јер су приноси остварени практично искључивим инвестирањем у државне обвезнице Републике Србије које су, услед фискалне кризе, пружале изузетне високе каматне стопе у периоду 2012-2016. године.

¹ Подсећамо да је важно пратити реалну стопу приноса, односно приносе умањене за стопу инфлације, будући да инфлација знатно обезвређује штедњу током дужег низа година.

Табела 2 – Основне финансијске перформансе ДПФ

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Номинална стопа приноса	12.25%	-6.96%	15.51%	9.65%	5.79%	12.54%	12.03%	11.44%	16.56%	7.69%	4.66%	5.51%	7.05%	0.97%	1.28%
Инфлација	11.15%	9.54%	6.54%	10.45%	7.18%	12.07%	2.20%	1.70%	1.50%	1.60%	3.00%	2.00%	1.90%	1.30%	7.90%
Реална стопа приноса	1.0%	-15.1%	8.4%	-0.7%	-1.3%	0.4%	9.6%	9.6%	14.8%	6.0%	1.6%	3.4%	5.1%	-0.3%	-6.1%
Акумулирана средства, млрд.	3.1	4.6	7.2	9.9	12.5	16.0	19.7	23.6	28.9	32.8	36.2	40.2	45.3	47.0	48.2
Акумулирана средства, % БДП	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
Структура портфеља, у %															
Државне обвезнице	38.6	33.7	71.8	64.9	74.9	69.6	83.9	86.8	82.8	77.0	83.6	83.1	78.2	73.5	77.3
Депозити у банкама	38.9	58.3	19.9	21.6	18.2	25.9	11.7	8.9	12.8	14.7	7.2	7.5	6.9	10.8	9.7
Акције и деонице	22.4	6.3	7.2	11.7	5.4	2.9	2.8	3.9	4.1	7.7	8.8	8.9	11.6	12.5	13.0
Остало	0.0	1.7	1.1	1.9	1.4	1.7	1.6	0.3	0.2	0.6	0.3	0.3	3.3	3.2	0.0

Извор: НБС, РЗС.

Напомена: Подаци за 2021. годину се односе на прву половину године.

Од 2020. године реални приноси пензијских фондова постају негативни. Након успешно спроведене фискалне консолидације долази до оштрог пада каматних стопа на државне обвезнице што се пресликава на смањење приноса пензијских фондова. Иако су последњих неколико година приметни покушаји диверсификације инвестиционих портфеља улагањем у деонице, услед скромне понуде на домаћем тржишту и рестриктивних ограничења за инвестирање на страним тржиштима капитала – обвезнице Републике Србије остале су доминантна инвестициона категорија. Као резултат, реална стопа приноса у 2020. години је била благо негативна и износила -0,3%, док је убрзање инфлације у 2021. години реалну стопу приноса гурнуло дубоко у негативну територију од -6,1%.

Фондови наплаћује несразмерно високе накнаде у односу на структуру инвестиционих портфеља. Висина годишње накнаде за управљање законски је ограничена на 1,25% вредности акумулиране штедње и практично сви пензијски фондови наплаћују овај максимални могући износ. Годишње накнаде у висини од 1,25% имовине су присутне у међународној пракси, али само у случају фондова чији су портфељи високо диверсификовани и укључују активна улагања у међународна тржишта капитала. Фондови који инвестирају искључиво у домаће државне обвезнице имају далеко мање оперативне трошкове тако да њихове накнаде начелно не прелазе 0,3% до 0,4%. Имајући у виду да државне обвезнице (и депозити у банкама) убедљиво доминирају домаћим инвестиционим портфељима, можемо закључити да српски пензијски фондови наплаћују несразмерно високе накнаде у односу на међународну праксу и (малу) додатну вредност коју стварају за штедише. При том, важно је напоменути да годишње накнаде за управљање експоненцијално умањују штедњу тако да накнада од 1,25% годишње умањује акумулирана средства осигураника за близу 25% током 30-40 година пензијске штедње.

Оквир 1: Ефекат накнада на смањење пензијске штедње осигураника

Субоптимални исходи за кориснике (енгл. *market failures*) добро су познат недостатак система приватних пензијских фондова. Отуда је, у циљу заштите корисника, иницијални Закон из 2005. године прописивао ограничења на висину накнада које друштва за управљање смеју да наплаћују. Накнада при уплати доприноса била је ограничена на 3% сваке уплате, док је годишња накнада за управљање била ограничена на 2% имовине.

Накнаде при уплати доприноса нису проблематичне јер су ове накнаде видљиве за кориснике (одузимају се од њихових месечних уплата) и зато што ове накнаде линеарно умањују штедњу (накнада при уплати од 3% смањује крајњи износ пензијске штедње за 3%) тако да су и корисници који нису финансијски верзирани свесни последица ове накнаде.

Са друге стране, међународна искуства показују да су накнаде за управљање главни узрок прекомерног умањења штедње осигураника – јер корисници нису потпуно свесни финансијских ефеката ове накнаде која се наплаћује сваке године као проценат акумулиране штедње и самим тим има експоненцијални ефекат. Тако накнада за управљање од 2% годишње смањи крајњи износ штедње за близу 40% током 30-40 година радног стажа.

У циљу боље заштите корисника, законске измене из 2011. године су либерализовале наплату накнаде при уплати доприноса али је накнада за управљање додатно смањена са 2% на 1,25% вредности имовине. Нажалост, прописан је дугачак транзициони период тако да је примена ове одредбе кренула тек 2018. године. Међутим, услед постојеће симплистичке структуре инвестиционих портфеља и снижена годишња накнада од 1,25% може се сматрати непримерено високом и захтева додатна смањења и прилагођавања.

За више техничких детаља о ефектима накнада за управљање на умањење акумулиране штедње видети извештај Организације за економију и радњу (OECD, 2001) - *Administrative charges for funded pensions: Comparisson and Assesment of 13 Countries, Edward Whitehouse.*

Народна банка Србије организовала је квалитетну супервизију индустрије приватних пензијских фондова у складу са добром међународном праксом. За успешно функционисање индустрије приватних пензијских фондова од кључне важности је да се избегну контроверзе или проблеми у пословању који би могли да угрозе професионални интегритет и поверење грађана. Тако су поједини негативни примери у земљама у транзицији урушили поверење грађана у приватне фондове, а последњи је забележен 2019. године у Црној Гори када су корисници једног од фондова остали без своје штедње јер је имовина овог пензијског фонда (супротно устаљеној међународној пракси) укључена у стечајну масу банке која је организовала друштво за управљање пензијским фондом. Како би се обезбедио највиши степен финансијског и пословног интегритета, супервизија пензијских фондова поверена је Народној банци Србије (НБС). Током претходних 15 година сектор за надзор добровољних пензијских фондова обезбедио је кредибилно функционисање ове индустрије, организујући при том транспарентан и обиман систем статистичког праћења у складу са добром међународном праксом.

3. ПОРЕСКЕ ОЛАКШИЦЕ И СУБВЕНЦИЈЕ ЗА ПЕНЗИЈСКУ ШТЕДЊУ

Државе улажу напоре да стимулишу додатну пензијску штедњу. Као што је поменуто, демографско старење проузрокује скромније износе државних пензија и ствара потребу за додатном пензијском штедњом. Међутим, иако постоји потреба и могућност (барем дела) грађана да додатно штеде за старост, у пракси се то не дешава у довољном обиму, пре свега услед недовољне финансијске писмености и кратковидости грађана – појединци превише одлажу да крену да штеде за старост и на тај начин долазе у ситуацију да више немају могућности да уштеде одговарајући износ пензијских средстава. Кратковидост грађана је заправо била једна од водила зашто су многе државе почетком 20. века увеле законски обавезне националне пензијске системе. Стимулација добровољних приватних пензијских фондова често је организована у виду пореских олакшица, тако што су иницијалне месечне уплате у пензијски фонд ослобођене пореза и доприноса, приноси фонда се такође не опорезују, тако да је само последња фаза повлачења уштеђених средстава након пензионисања подложна опорезивању (тзв. *Exempt-Exempt-Tax* модел). И Србија се 2005. године определила да пензијску штедњу стимулише на овај начин.²

Уплате до 6,000 динара месечно у пензијски фонд ослобођене су пореза на зараде и доприноса за социјално осигурање. Уплате од стране запослених радника су ослобођене пореза на зараде, док су уплате од стране послодавца у име радника, или уплате послодавца у оквиру пензијских планова, поред пореза на зараде додатно ослобођене и плаћања доприноса за обавезно социјално осигурање. Износ месечног лимита који је порески стимулисан се сваке године индексира за стопу инфлације, тако да је од иницијалних 3.000 динара месечно у 2007. години порастао до 6.062 динара у 2021. години (Табела 3). Током претходних 15 година износ неопорезованог цензуса је релативно блиско пратио кретање зарада и износио око 10% просечне зараде. Просечан износ реализованих уплата у пензијске фондове је током првих неколико година, закључно са 2010. годином, блиско пратио максимални неопорезив износ, да би се од 2011. године успорио раст реализованих уплата које износе око 80% дозвољеног неопорезивог цензуса у периоду од 2011. до 2021. године.

Табела 3 – Износи порески стимулисаних уплата и просечних уплата, 2007-2021

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Месечни лимит за пореске олакшице	3,000	3,303	3,528	3,894	4,343	4,647	5,214	5,329	5,420	5,501	5,589	5,757	5,872	5,984	6,062
Просечна месечна уплата	н.д.	н.д.	3,281	3,600	3,689	3,953	4,054	4,236	4,444	4,944	4,707	4,812	4,946	4,343	4,311
Просечне нето зарада	27,759	32,746	31,733	34,142	37,976	41,377	43,932	44,530	44,432	46,097	47,893	49,650	54,919	60,073	64,294

Извор: НБС, РЗС, Закон о порезу на доходак грађана. Подаци за 2021. су за прву половину године.

Емпиријска истраживања доводе у питање ефективност пореских стимулација за пензијску штедњу. Основна дилема у вези са пореским олакшицама за пензијску штедњу је начин на који ове стимулације мењају понашање – да ли грађани који претходно нису штедели за пензију почињу да штеде, или грађани који су и иначе штедели мењају форму своје штедње како би искористили пореске олакшице и додатно зарадили? Емпиријски

² Заправо, у Србији се повлачење пензијске штедње само делимично опорезује (у случају програмираних исплата) или се не опорезује уопште (у случају куповине ануитета), што домаћи порески третман чини осетно повољнијим од међународне праксе. Међутим, порески стручњаци Међународног Монетарног Фонда указују да одсуство опорезивања у свим фазама акумулације крши основна на чела пореске правичности и да је Закон о порезу на доходак грађана потребно усагласити са међународном праксом у овом сегменту. За више детаља видети извештај „Унапређење ефикасности и правичности директних пореза“, Мансур и др, март 2017. године.

налази по овом питању нису једнозначни, али резултати углавном показују да значајан део штедње који ужива пореске привилегије не представља нову/додату штедњу већ реалокацију постојеће штедње у циљу остваривања додатних пореских олакшица. Ови налази у великој мери доводе у питање ефективност пореских олакшица за стимулисање пензијске штедње и умањују њихову оправданост са буџетског становишта.

Пореске олакшице за пензијску штедњу су регресивне. Поред питања учинковитости, важан аспект при сагледавању оправданости ових олакшица су њихови редистрибутивни ефекти. Наиме, значајно је већа вероватноћа да ће добро ситуирани радници са високим зарадама бити у могућности да штеде за старост у односу на раднике са испод-просечним примањима којима свакодневне потребе често не остављају могућност за додатну штедњу. Отуда ове пореске олакшице врше регресивну редистрибуцију дохотка – од грађана са нижим зарадама ка радницима са вишим зарадама. Постојање месечног лимита од 6.000 динара само ограничава, али не отклања, иманентну регресивност пореских олакшица овог типа.

Директне буџетске субвенције представљају алтернативу пореским олакшицама за пензијску штедњу. У жељи да повећају учинковитост и смање регресивност, поједине државе се последњих година више ослањају на директне буџетске субвенције уместо на пореске олакшице за пензијску штедњу. Мотиви за овакву промену леже у томе што су буџетске субвенције „видљивије“ за грађане, те се очекује да би ова видљивост у већој мери могла да утиче на промену понашања – тако да грађани који претходно нису штедели почну да штеде за пензију. Такође, буџетске субвенције могуће је организовати тако да се додатно умањи регресивност редистрибуције дохотка. На пример, могуће је прописати да грађани који уштеде 1% *своје* плате добију субвенцију у висини 1% *просечне* плате, чиме се финансијски фаворизују грађани са испод-просечним зарадама у односу на оне са високим зарадама. Иако директне буџетске субвенције несумњиво имају своје предности у односу на пореске олакшице, и њихова оправданост може бити упитна са буџетског становишта. Отуда све већи број земаља користе не-финансијске приступе, базиране на бихевиоралној економији, како би стимулисали грађане да штеде за пензију, о чему ће бити више речи у петом делу ове студије.

Постојећи систем у Србији одудара од међународне праксе и основних пореских начела јер су олакшице омогућене – искључиво пензијским фондовима. Међународна пракса сугерише да се коришћење пореских олакшица омогући свим легитимним облицима штедње за старост који су релевантни у датим државама. Тако на пример Словенија, као и многе друге државе, омогућава да се пореске олакшице користе у случају регистроване пензијске штедње у банкама. Такође, државе у којима је популарна штедња путем осигуравајућих друштава, попут Немачке, омогућавају да се у овим случајевима користе пореске олакшице за пензијску штедњу. Постојеће пореске олакшице у Србији одударају од међународне праксе и у супротности су са основним пореским начелима јер дискриминишу легитимне облике штедње за старост, попут штедње у банкама, и без основа фаворизују приватне пензијске фондове.³ Овакав приступ је тим пре неоснован јер је штедња у банкама

³ Изменама Закона о порезу на доходак грађана 2013. године примена пореских олакшица за добровољне пензијске фондове проширена је и на добровољно здравствено осигурање, што представља корак у добром смеру. Међутим, и даље остаје нерешено питање пореске дискриминације других легитимних облика штедње за старост, пре свега дугорочне штедње у банкама.

најприступачнији облик дугорочне штедње за велики део грађана, па се њеним искључивањем у великој мери ограничава домет додатне пензијске штедње.

Пореске олакшице за приватне пензијске фондове умањују приходе државног буџета за преко 10 милиона евра годишње. Према званичним статистикама НБС, укупне годишње уплате доприноса у пензијске фондове износиле су око 3,5 млрд динара у просеку. Највећи део ових уплата, око две трећине, односе се на уплате послодаваца кроз пензијске планове и у име својих запослених, те уживају ослобађање од пореза и доприноса на зараде. Преостали износ чине појединачне уплате које уживају само ослобађање од пореза (или у случају уплата незапослених лица не уживају никакве олакшице, али се ради о минималном учешћу оваквих случајева). Можемо дакле закључити да се ради о годишњем умањену буџетских прихода од 1,2 до 1,5 млрд динара, односно преко 10 милиона евра на основу олакшица за приватне пензијске фондове.

Посматрано по броју запослених, пореске олакшице за индустрију пензијских фондова издашније су од свих постојећих субвенција за инвеститоре и запошљавање. Формално посматрано, корисници пореских олакшица су запослени грађани који штеде за пензију. Међутим, имајући у виду да постојеће олакшице дискриминишу друге легитимне облике штедње за старост, ове олакшице се могу посматрати и као облик пореског стимулисања индустрије приватних пензијских фондова која једина може да их користи. Ова индустрија броји 123 запослена, од којих су многи продавци штедних полиса са скраћеним радним временом, што одговара еквивалентном броју од 90 запослених са пуним радним временом. Можемо дакле закључити да пореске олакшице за пензијску штедњу износе преко 10.000 евра по сваком запосленом у индустрији пензијских фондова, што је већи износ и од најиздашнијих постојећих програма за субвенционисање (страних) инвеститора и запошљавање. При том, поменуте субвенције за запошљавање се исплаћују једнократно, док се пореске олакшице од преко 10.000 евра по запосленом у индустрији пензијских фондова – исплаћују сваке године. Ова чињеница додатно указује на питање учинковитости и оправданости постојећег система пореских олакшица.

И поред ексклузивних пореских олакшица, заступљеност пензијских фондова је изузетно скромна у односу на упоредиве штедне инструменте. Акумулирана штедња у пензијским фондовима износи око 50 млрд динара, што је свега 3,3% укупне штедње у банкама која прелази 1.500 млрд динара. Наравно, штедња у банкама укључује различите намене, али једна од намена је управо штедња за пензију. У односу на мешовите полисе животног осигурања, које по својој функцији блиско кореспондирају са пензијским осигурањем и чије премије износе преко 10 млрд динара годишње, годишње уплате у пензијске фондове су три пута ниже и износе око 3,5 млрд динара. На крају, интересантно је поређење са инвестиционим фондовима који послују на истом принципу као пензијски фондови, али без пореских олакшица и без старосног ограничења за подизање штедње. Средства инвестиционих фондова су крајем 2013. године била вишеструко мања од пензијских фондова (5 млрд и 20 млрд, респективно), да би након брзог раста током година инвестициони фондови претекли пензијске са 70 млрд динара имовине у 2021. години.

4. МОГУЋНОСТИ ЗА УНАПРЕЂЕЊА ПОСТОЈЕЋЕГ СИСТЕМА

Три су основна недостатка тренутног система добровољне пензијске штедње које је потребно унапредити и отклонити:

- 1) немогућност да штедишама обезбеди адекватне стопе приноса на штедњу и/или гаранција на приносе
- 2) недовољно интересовање радника за овај вид пензијске штедње
- 3) регресивне пореске олакшице упитне оправданости и учинковитости

МОГУЋА РЕШЕЊА

Да би се омогућило повећање стопа приноса у наредном периоду потребно је омогућити фондовима да слободно инвестирају средства у иностранство. Сврха пензијских фондова је да инвестирају средства штедиша у разноврсне облике финансијских инструмената који најчешће нису доступни на локалним тржиштима земаља у развоју па је неопходно омогућити пласирање средстава на међународна тржишта капитала. Услед ограничења дозвољених инвестиција у иностранство (10%) пензијски фондови доминантно инвестирају у српске државне обвезнице. Иако је ова „изнуђена“ инвестициона стратегија пружала солидне стопе приносе у периоду 2012-2017 године, након успешно спроведене фискалне консолидације дошло је до великог пада камата по којима се Република Србија задужује. Ово је последично довело и до пада приноса пензијских фондова који су у 2020. години у реалном износу постали негативни (-0,3%) да би у 2021. години склизнули дубоко у негативну територију (-6,1%) услед убрзања инфлације. Јасно је да наставак политике инвестирања у државне обвезнице више неће моћи да обезбеђује адекватне стопе приноса. Отуда је потребно укинути ограничење да пензијски фондови само 10% средстава могу да инвестирају у иностранство и омогућити им да инвестирањем у међународна тржишта капитала остваре више стопе приноса за своје чланове.⁴

Фондови који се одреде да искључиво инвестирају у државне обвезнице требало би да гарантују позитивне номиналне стопе приноса и вишеструко смање накнаде које наплаћују од штедиша. Комплементаран приступ укидању ограничења за инвестиције у иностранство је оптимизација постојећих инвестиционих политика тако што би би фондови, који се за то одреде, инвестирали искључиво у државне хартије од вредности Републике Србије (и депозите у банкама). Будући да су државне обвезнице убедљиво доминантна категорија и да, заједно са депозитима у банкама, чине преко 80% инвестиционих портфеља, искључивање других облика улагања (акције, инвестициони фондови) не би осетније утицало на висину приноса које пензијски фондови тренутно остварују. Међутим, овај приступ би омогућио да пензијски фондови штедишама пруже експлицитне гаранције позитивних номиналних стопа приноса. Будући да би фондови инвестирали искључиво у државне обвезнице, заправо би Република Србија, кроз обвезнице које иначе издаје, била гарант позитивних номиналних приноса за штедише пензијских

⁴ Чињеница је да пензијски фондови тренутно не користе ни постојећи лимит од 10%. Међутим, разлози неинвестирања у иностранство су практичне природе – када не постоји могућност адекватне географске диверсификације инвестиционог портфеља, са трошковног аспекта фондовима се не исплати да инвестирају свега 5% или 10% својих средстава у иностранство јер на овај начин неће моћи да осетније повећају стопе приноса за осигуранике, док ће трпети несразмерно повећање трошкова.

фондова. Такође, дошло би то великог смањења оперативних трошкова пензијских фондова што би омогућило вишеструко умањење накнада које наплаћују од штедиша. Конкретно, било би могуће постојећу накнаду за управљање смањити на око 0,35% вредности имовине, колико наплаћују слични специјализовани фондови у иностранству. Смањење накнаде за управљање са 1,25% на 0,35% имало би великих ефеката на крајње повећање пензијске штедње осигураника која би се кумулативно увећала за преко 15% за осигуранике који штеде током 30-40 година радног века (види оквир 1).

Табела 4 – Покривеност добровољним пензијским фондовима у Источној Европи, подаци за период 2015-2016

Држава	Статистика ДПФ			
	Година оснивања	Број друштава за управљање	% запослених који уплаћује	Имовина, % БДП
Бугарска	1994	9	20.1%	0.9%
Хрватска	2002	4	17.0%	1.1%
Чешка	1994	8	93.8%	9.0%
Мађарска	1994	44	27.5%	3.4%
Летонија	2001	6	29.4%	1.4%
Румунија	2007	9	4.6%	0.2%
Словенија	2001	9	54.3%	4.3%
С. Македонија	2009	2	3.1%	0.1%
Србија	2006	4	2.7%	0.7%

Извор: Altiparmakov and Matković (2018) “The development of private pensions in Serbia: Caught between a generic blueprint and an uncondusive local environment”, *Transfer: European Review of Labour and Research*, Vol. 24 No. 1.

Емпиријска искуства показују да гарантовање позитивних приноса пружа важан осећај поверења код грађана. Финансијски експерти се, упркос волатилности тржишта капитала из године у године, не плаше губитака приликом штедње за пензију јер знају да је практично немогуће да кумулативна номинална стопа приноса (правилно диверсификованог портфеља) буде негативна током вишедеценијског периода пензијске штедње. Међутим, већина грађана нису финансијски експерти и често зазиру од штедње која подразумева инвестиције у тржишта капитала, попут берзи. Отуда гарантовање позитивних приноса може да позитивно утиче на ширење распрострањености пензијских фондова међу грађанима. Заправо, можемо приметити у Табели 4 да две државе које су рекордери у Источној Европи по заступљености штедње у добровољним пензијским фондовима, Чешка и Словенија – обе пружају грађанима гаранције позитивних номиналних приноса на штедњу. И у Србији, раније поменуте мешовите полисе животног осигурања остварују износ премија које су три пута више од годишњих уплата у пензијске фондове, што се барем делимично може објаснити гаранцијом да осигураници не могу изгубити средства која су уложили у полисе мешовитог животног осигурања. Отуда би овај приступ гарантовања номиналних приноса за пензијске фондове који инвестирају у државне обвезнице могао да

помогне да се повећа веома скромна и стагнантна покривеност радника који штеде у пензијским фондовима.⁵

Могуће је размотрити укључивање других финансијских посредника, попут банака, у систем организоване пензијске штедње. Поред две претходно поменути могућности за унапређење инвестиционих политика пензијских фондова, додатне могућности за повећање покривеност радника који организовано штеде за пензију су путем укључивања и других финансијских посредника, пре свега банака. Као што смо поменули, већина држава у Европи омогућава да се квалификована пензијска штедња организује путем релевантних финансијских посредника, попут банака или осигуравајућих друштава. Отуда је и у Србији, у циљу што веће распрострањености, могуће осмислити различите приступе да се постојеће финансијске институције, пре свега банке које су већини грађана најприступачније – на систематски начин укључе у пружање квалификованих облика дугорочне штедње за пензију.

Потребно је унапредити ниску ефикасност регресивних пореских олакшица. Уместо постојећих ослобађања од пореза и доприноса могуће је, и потребно, осмислити систем субвенција који би био „видљивији“ за грађане, мање издашан али боље циљан на раднике са нижим зарадама. На пример, могуће је размотрити буџетске субвенције у висини од 100 евра годишње за раднике који одвоје 5% своје зараде за пензијску штедњу. На овај начин би се умањила регресивност постојећих пореских олакшица, јер је овај тип буџетских субвенција издашнији за раднике са ниским и испод-просечним примањима. Такође, могуће је ограничити трајање олакшица за пензијску штедњу, на пример на период од 10 година. При том, потребно је имати у виду начелно ограничену учинковитост финансијских мера подршке за пензијску штедњу. Отуда се поједине државе опредељују за не-финансијске методе стимулација, од којих је најчешћа систем „аутоматског пријављивања“ – уместо да се грађани добровољно пријављују да штеде, држава аутоматски пријави све запослене, а онда они имају могућност да се добровољно повуку из програма пензијске штедње. Међутим, систем аутоматског пријављивања подразумева да држава имплицитно гарантује за ефикасно функционисање читавог система, што би у случају Србије захтевало корениту реформу коју разматрамо у наредном делу студије.

⁵ Захтевање од пензијских фондова да гарантују позитивне номиналне стопе приноса није оптималан приступ јер доводи до конзервативних инвестиционих портфела доминантно инвестираних у државне обвезнице. Заиста, реалне стопе приноса у Чешкој и Словенији се крећу око 0% или су чак благо негативне. Међутим, будући да српски фондови тренутно ионако доминантно инвестирају у државне обвезнице, овај приступ би могао да се сматра унапређењем у кратком року.

5. ПРЕДЛОГ СИСТЕМСКЕ РЕФОРМЕ

Међународна пракса јасно сугерише да је за широку покривеност радника пензијском штедњом неопходно активно учешће државе. До сада разматране реформске мере недвосмислено имају потенцијал да отклоне неке од највећих нерационалности тренутног система и да тиме повећају атрактивност добровољне пензијске штедње. Повећање атрактивности ће последично довести и до повећања покривености радника који додатно штеде за старост, али искуства из других земаља Источне Европе у Табели 4 указују да су домети мера овог типа – ограничени. Чак и у случају Чешке и Словеније, две државе које су достигле рекордну покривеност, радници најчешће не одвајају довољно велике нити довољно редовне уплате за пензијску штедњу тако да не могу очекивати значајније износе пензијских акумулација. Да би се у системском смислу остварио значајан степен покривености пензијском штедњом која би у наредним деценија представљала значајан извор прихода у старости – неопходна је активна интервенција државе. У најразвијенијим земљама, попут Канаде или Шведске, интервенција државе била је у форми оснивања капиталисаног пензијског фонда. У Источној Европи доминантна пракса била је увођење законски обавезне штедње у приватним пензијским фондовима (тзв. *други пензијски стуб*).

Перформансе обавезних приватних пензијских фондова у Источној Европи су биле лошије од постојећих државних система текућег финансирања пензија. Упркос изузетно великим очекивањима пре две деценије, испоставило се да контроверзно увођење законски обавезне штедње у приватним пензијским фондовима – није ни изблиза оправдало очекивања. Тако су реални приноси обавезних приватних фондова износили свега око 1,5% у Литванији или Бугарској, скромних 0,5% у Словачкој и Естонији, док Летонија бележи негативне реалне стопе приноса од -0,4%. Такође, пензијски фондови у великом броју земаља, попут Мађарске, Пољске, Хрватске и Румуније доминантно инвестирају поверена средства назад у државне обвезнице, што представља прикривено текуће финансирање пензија које је доста неповољније од стандардних државних система текућег финансирања. Тако се испоставило да су радници који су штедели у обавезним приватним фондовима на крају често примали осетно ниже пензије од својих колега који су остали у државном систему, што је изазвало талас незадовољстава и укидања законске обавезе да грађани морају да штеде у приватним фондовима у већини земаља. Детаљнија елаборација лоших перформанси приватних фондова у Источној Европи није у домену наше анализе, али се лоше перформансе и ниске стопе приноса могу довести у везу са иманентним недостацима тржишта приватних пензијских фондова (тзв. *market failure*) који су присутни и у другим развијенијим тржиштима, попут Велике Британије или Аустралије, и који услед превеликих оперативних и маркетиншких трошкова често онемогућавају радницима да остварује задовољавајуће стопе приноса на своју штедњу.⁶

Перформансе државних пензијских фондова у најразвијенијим државама су импресивне али овај приступ није примерен земљама у транзицији. Како би избегли иманентне проблеме са функционисањем тржишта приватног пензијског осигурања, развијеније земље попут Канаде, Новог Зеланда, Норвешке или Шведске су се определиле да државне институције управљају пензијском акумулацијом која покрива све раднике. Досадашњи резултати су импресивни са реалним стопама приноса од око 5% годишње. Међутим, важно је напоменути да ниво институционалног квалитета који је присутан у

⁶ За више детаља видети чланак “25 years of averting the old-age crisis in Eastern Europe”, *Global Social Policy*, Altiparmakov and Nedeljković (2021).

Канади или Шведској, и који је кључан за успешно управљање државним пензијским фондовима – не постоји ни у великом броју ОЕЦД земаља, а нарочито није присутан у транзиционим државама које често имају озбиљних институционалних недостатака. Чак и у случајевима транзиционих држава где би потенцијално било могуће развити адекватне државне институције за управљање пензијском штедњом, овај приступ тешко да би могао уживати поверење грађана које је неопходно за успешно и дугорочно функционисање оваквих система. Отуда у случају Србије није оправдано разматрати реформе које би подразумевале да државне институције непосредно управљају пензијском штедњом.

У Србији би оптимално било јавно-приватно партнерство по коме би приватни инвеститор пасивно инвестирао пензијску штедњу у међународне берзе. Овај приступ намеће се као једини рационалан узимајући у обзир ограничене институционалне капацитете Републике Србије и иманентне проблеме у функционисању тржишта приватних пензијских фондова. Чињеница да занемарљив број активних инвеститора успева да дугорочно оствари више приносе од пасивних берзанских индекса – сугерише да би предложени модел омогућио оптималне приносе за штедише у Србији, уз минималне трошкове који су мањи од 0,1% имовине за инвестиције у берзе развијених земаља и око 0,5% годишње за инвестиције у земље у развоју (у поређењу са тренутним накнадама од 1,25% за инвестиције доминантно у домаће обвезнице). Такође, транспарентан одабир приватног институционалног инвеститора на међународном тендеру би отклонио политички ризик од недовољно квалитетног управљања штедњом осигураника.

Пасивно инвестирање у међународне берзе је оптималан приступ штедњи за пензију. Не само да тржишта приватних пензијских фондова пате од иманентних проблема у виду превеликих оперативних трошкова који умањују приносе осигураника, већ је проблематично и постојање додате вредности у овом случају. Наиме, теорија ефикасних тржишта капитала предвиђа да приватни инвеститори не могу да у дужем року остварују више приносе од просечних приноса на берзи, тзв. *пасивних берзанских индекса*. Заиста, ако погледамо релевантне берзанске статистике, од Сједињених Држава, преко Канаде, до Европе и Аустралије, можемо видети да пасивни берзански индекси пружају супериорне перформансе у односу на приватне фондове. Тако на пример у Сједињеним Државама, пасивни *S&P 500* берзански индекс пружа више приносе од преко 60% инвестиционих фондова у току једне године, али се ова статистика повећава на 72% током петогодишњег периода, 85% током десетогодишњег периода и 92% приватних фондова са инфериорним приносима у односу на берзански индекс током периода од 15 година.⁷ Током 30-40 година пензијске штедње, приватни фондови који би могли да надмаше пасивне берзанске индексе – спадају у домен статистичке грешке. При том, чак и ако би такви фондови постојали, ни финансијски експерти не би могли да унапред, са сигурношћу, тврде који ће то приватни фондови успети да надмаше берзанске индексе.⁸ Управо зато је федерална влада Сједињених Држава за своје запослене организовала пензијску штедњу путем пасивних фондова инвестираних у берзанске индексе (US Thrift Savings Plan <https://www.tsp.gov/>).

⁷ За више детаља видети <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/>

⁸ Интересантно је поменути изазов Ворена Бафета, једног од најбогатијих људи на свету и водећег познаваоца финансијских тржишта, који је упутио менаџерима највећих специјализованих инвестиционих фондова, тзв. хец-фондова, 2008. године да победе *S&P 500* индекс током наредних 10 година. Опклада је прихваћена, али су пет водећих хец-фондова признали пораз увелико пре истека поменутог рока.

Већина грађана нису финансијски верзирани да би самоиницијативно искористили предности пасивног берзанског инвестирања. Реални приноси америчког *S&P-500* индекса износили су близу 6% у периоду 1981-2020. године, што би омогућило издашну пензију радницима који штеде путем пасивних берзанских индекса. Међутим, иако је (пасивно) инвестирање у међународне берзе оптималан приступ, многи грађани који нису финансијски верзирани не би се усудили да своју пензијску штедњу инвестирају на тржиштима капитала. Наиме, истраживања показују да већина грађана има велику аверзију према ризику и да зато избегавају инвестирање у тржишта капитала. Отуда су гаранције за уложену штедњу, које су пружали пензијски фондови у Чешкој и Словенији, или гаранције које пружају осигуравајућа друштва на мешовите полисе животног осигурања у Србији, имале велику улогу у популарисању ових штедних инструмената. Међутим, финансијски експерти су свесни чињенице да, имајући у виду перформансе тржишта капитала у претходним деценијама и вековима - практично је немогуће доћи у ситуацију негативних номиналних приноса током вишедеценијског периода пензијске штедње. Отуда се отвара могућност, и потреба, државне интервенције како би се већини грађана који нису финансијски верзирани омогућио приступ оптималној штедњи за пензију путем берзанских индекса. Један од могућих приступа је да држава пружи гаранције позитивних номиналних приноса на штедњу како би се грађани одважили на овај корак јер ова гаранција практично не би проузроковала никакве додатне трошкове за државу имајући у виду статистичке перформансе тржишта капитала током претходних деценија и векова.⁹ Такође, могуће је грађане стимулисати путем аутоматског пријављивања на нови систем пензијске штедње.

Систем аутоматског пријављивања омогућио би значајно већу покривеност радника новим системом јавно-приватног партнерства. Предложена системска реформа отклонила би нерационалности у тренутном систему и увела би економски ефикасан систем пензијске штедње чиме би постало оправдано увођење система аутоматског пријављивања – тако што би радници били аутоматски пријављени да додатно штеде у новом систему, уз опцију да одустану од додатне штедње за пензију, или да штедњу наставе у постојећим приватним пензијским фондовима (или у банкама). Са оперативног становишта, систем аутоматског пријављивања би могао да се имплементира као проширење постојећих електронских сервиса које пружа ПИО фонд. Конкретно, постојеће основне електронске сервисе о уплаћеним доприносима осигураника било би потребно проширити у свеобухватан сервис *е-Пензија* који би пружао осигураницима прелиминарне пројекције вредности пензије које могу да очекују из државног система, као и могућности додатне приватне пензијске штедње које осигураницима стоје на располагању. На овај начин би се омогућила системска интеграција државног пензијског система са приватним облицима пензијске штедње и на тај начин би садашње генерације радника могле да на оптималан начин планирају своје будуће пензијске приходе.

Системска реформа коју предлагемо стимулисала би и развој домаћег тржишта капитала. Највећи део средстава био би пасивно инвестиран у међународне берзе, међутим остаје могућност да се мањи део, око 5% средстава, пасивно инвестира у Београдску берзу. На овај начин би се обезбедио предвидив прилив средстава равномерно распоређених за финансирање развоја фирми листираних на Београдској берзи, а да се притом не угрози

⁹ Ако посматрамо резултате америчке берзе, једино неко ко се пензионисао на врхунцу економске кризе 1929-1931. године могао је да оствари негативне номиналне приносе. Међутим, ове драстичне исходе је једноставно избећи државном редистрибуцијом дохотка током пар година док се берзе не опораве.

принцип прудентне диверсификације инвестиционог портфеља. Такође, у складу са принципом инвестирања у односу на старост осигураника (енгл. *life-cycle investing*), инвестициони портфељи би, почев од 10 година пре пензионе доби, прогресивно били пребацивани у државне обвезнице да би се избегао ризик да радници пред пензијом претрпе осетније губитке уштеђевине услед берзанских волатилности. Ова средства би се инвестирала у обвезнице Републике Србије чиме би се додатно унапредио и овај сектор домаћег тржишта капитала и олакшало финансирање државног буџета.

Предложени модел инвестирања пензијске штедње допринео би одрживом развоју у наредним деценијама. Велики број држава Источне Европе инсистирао је да се пензијска штедња доминантно инвестира у домаће економије, али овај приступ није пружио осетније ефекте на убрзање домаћег привредног раста. Заправо, услед глобализације и модернизације финансирања, са макроекономског становишта домаћа конкурентност се намеће као кључни фактор привредног раста. Са друге стране, инвестирањем пензијске штедње у међународна тржишта капитала смањили би се притисци на реалну апresiasiју динара која по правилу прати земље у развоју (тзв. Балаша-Самјуелсон ефекат) и умањује им међународну конкурентност како се приближавају стандарду развијенијих земаља. Такође, ефикасан приступ међународним тржиштима капитала би представљао важну алтернативу за велики број грађана који тренутно искључиво штеде путем инвестиција у некретнине, чиме би се умањили ризици од прекомерног раста вредности некретнина у наредним годинама и последично негативних друштвених ефеката који би настали ако велики број (младих) породица не буде у могућности да приушти себи породични дом.

6. ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Државни пензијски системи наставиће и у деценијама које долазе да буду доминантни извор прихода старих лица. Ипак, услед демографског старења, државне пензије биће релативно скромније у будућности па је потребно да садашње генерације радника широм Европе размишљају и о додатној приватној пензијској штедњи. У том циљу, Република Србија је 2005. године установила систем добровољних приватних пензијских фондова (ДПФ). Нажалост, након 15 година рада можемо констатовати да овај систем у највећој мери није испунио циљеве због којих је основан – упркос издашним и ексклузивним пореским олакшицама свега 3% радника иоле редовно штеди у приватним фондовима. Додатно, услед несразмерно високих накнада и доминантом инвестирању у државне обвезнице, ДПФ нису у могућности да обезбеде задовољавајуће стопе приноса на штедњу што је постало очигледно након успешно спроведене фискалне консолидације.

Парцијалним мерама могуће је отклонити највеће недостатке тренутног система. Укидањем ограничења на инвестиције у иностранство ДПФ више неће бити ограничени на домаће тржишта капитала, што ће им омогућити да правилно диверсификују инвестиционе портфеље и повећају стопе приноса. Такође, као комплементаран приступ, могућа је специјализација ДПФ који би, уз вишеструко мање накнаде, искључиво инвестирали у државне обвезнице Републике Србије и на тај начин пружили штедишама гаранције позитивних номиналних приноса. Постојећи систем издашних и регресивних пореских олакшица за ДПФ потребно је реформисати и заменити скромнијим и прогресивнијим системом директних буџетских субвенција за пензијску штедњу.

Суштинско укључивање капиталисане штедње у пензијски систем Србије захтеваће корениту реформу и промену садашњег приступа. Иако парцијалне мере

несумњиво могу да отклоне неке од очигледних недостатака тренутног система ДПФ, међународна искуства показују да је за широку покривеност радника пензијском штедњом неопходна активна интервенција државе да би се исправили иманентни недостаци тржишта приватних пензијских фондова. Конкретно, у случају Србије то би значило оснивање јавно-приватног партнерства где би на тендеру био одабран приватни инвестициони фонд који би пензијску штедњу свих штедиша пасивно инвестирао на међународне берзе. Финансијска теорија сугерише да је ово одговарајући приступ да се штедишама обезбеде оптималне стопе приноса, са минималним трошковима (који би износили до 0,1% имовине за инвестиције у берзе развијених земаља у односу на постојеће накнаде од 1,25% имовине годишње). Улога државе би се свела на стимулисање грађана путем потенцијалних гаранција на повраћај уложених средстава и/или путем система за аутоматско пријављивање на пензијску штедњу. На овај начин би се успоставио ефикасан и кредибилан систем пензијске штедње који би се природно интегрисао са државним пензијским системом и будућим корисницима пружао сигурније и издашније приходе у старости.

На крају, потребно је обезбедити интегритет реформског процеса који ће бити вођен искључиво интересом осигураника – садашњих и будућих. Циљ сваког пензијског система је обезбеђивање адекватног нивоа прихода у старости. У случају државних система питање адекватности пензијских прихода је првенствено друштвено-политичке природе, односно међугенерациског договора на који начин ће се расподелити терет демографског старења – између садашњих и будућих генерација радника и пензионера. Међутим, услед потребе за додатном приватном штедњом, финансијска индустрија постаје активни учесник процеса пензијских реформи. Заиста, финансијска индустрија има важну улогу у обезбеђивању пензијских прихода у државама попут Холандије или Швајцарске где државне пензије имају карактер социјалне помоћи. Међутим, кључно је обезбедити да се финансијски посредници успешно интегришу са државним пензијским системом и у најбољем интересу осигураника. Ово нажалост није био случај у већини земаља Источне Европе где су обавезни приватни пензијски фондови увођени на штету државног система и на начин који није применила ниједна развијена земља у Западној Европи. Отуда је важно да Србија избегне болна искуства Источне Европе и будуће реформе приватне пензијске штедње спроводи у складу са локалним потребама и ограничењима, узимајући у обзир добру праксу западно-европских земаља попут Немачке, коју српски пензијски систем прати деценијама од свог оснивања.