

Velimir Šonje

Mirovine za 21. stoljeće

Drugo izdanje



MIROVINE
ZA 21.
STOLJEĆE

Drugo izdanje
2025.

Velimir Šonje | MIROVINE ZA 21. STOLJEĆE
Drugo izdanje 2025.

Arhivanalitika
Biblioteka Ekonomski lab

IZDAVAČ:
Arhivanalitika d.o.o.
Ivana Kukuljevića 32
10000 Zagreb
www.arhivanalitika.hr

BIBLIOTEKA:
Ekonomski lab

UREDNIČKA I REDAKTORICA:
dr. Amina Ahec Šonje

RECENZENT:
dr. Danijel Nestić

LEKTOR:
dr. Amina Ahec Šonje

OBLIKOVANJE OVITKA:
Robert Borenić

GRAFIČKA OBRADA I PRIPREMA:
Robert Borenić

TISAK:
Kerschoffset d.o.o., Zagreb

ZA IZDAVAČA:
dr. Amina Ahec Šonje

CIP zapis je dostupan u računalnome katalogu Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu pod brojem 001260107.

ISBN 978-953-50152-1-5

© Arhivanalitika 2025

Sponzor:



Raiffeisen Mirovinski Fondovi

U okviru strateškog, sustavnog i dugoročnog cilja osnaživanja financijske pismenosti među građanima Republike Hrvatske, serijom tekstova u autorstvu neovisnog ekonomskog analitičara Velimira Šonje željeli smo čitateljima približiti funkcioniranje mirovinskog sustava. Tekstovi su namijenjeni široj publici, svojom dinamikom i jednostavnim izričajem privlače sve one koji o temi mirovina žele znati više. Radni vijek svakoga od nas završava mirovinom, stoga je ova tema svima važna.

Sadržaj

Predgovor	9
Uvod	11
Prinosi i strukture ulaganja mirovinskih fondova.....	15
Što je MIREX i kako se MIREX B kretao od početka mirovinske reforme do kraja 2024.	16
Rizik je prvenstveno stvar kratkoga roka	23
Vremenski horizont ulaganja i utjecaj individualnog tijeka novčanih uplata	26
Strukture portfelja i kategorije rizika	30
Strukture portfelja mirovinskih fondova.....	35
„Podjela“ obveznih mirovinskih fondova i „sigurnost“ mirovinskih fondova C kategorije.....	38
Alokacija imovine unutar kategorija rizika	42
Zaključak dosadašnjih nalaza o prinosima u drugom stupu	46
Prinosi u dobrovoljnom trećem stupu	49
Ocjena adekvatnosti prinosa mirovinskih fondova	51
Međunarodne usporedbe prinosa mirovinskih fondova	52
Usporedbe prinosa mirovinskih fondova s orijentacijskim vrijednostima.....	58
Šira slika: sustavna uloga prinosa i njihova važnost za odabir načina isplate mirovine	62
Potencijal fiskalnog rasterećenja prvog stupa	70
Strogi uvjet društvene isplativosti obvezne mirovinske štednje.....	75
Pogled unazad: drugi stup kao fiskalna rezerva.....	76
Pogled unaprijed kroz vrijeme.....	84
Dodatak uz drugo poglavlje: 5-godišnji realni prinosi te 10 i 20-godišnji realni prinosi na korigiranim uzorcima uz strukture portfelja mirovinskih fondova.....	89
Uzgređne koristi od štednje za mirovinu i položaj hrvatskog mirovinskog sustava u međunarodnoj usporedbi	92
Stopa zaposlenosti starijih radnika	93
Veza između opcije povratka u prvi stup i optimalne strukture ulaganja mirovinskih fondova.....	99

Šira slika: Mercerov globalni indeks i EU Ageing Report 2024.	101
Dodatak trećem poglavlju: vrijednosti Mercerovog indeksa.....	104
Rizici i potencijali u fazama akumulacije i isplate štednje za mirovinu	106
Prije isplate: liberalizacija ulaganja mirovinskih fondova, financijska pismenost i razvoj tržišta kapitala.....	108
Odlazak u mirovinu iz drugog stupa (I): problem isplate 20%	117
Odlazak u mirovinu iz drugog stupa (II): problem odabira anuitetskih proizvoda	122
Odlazak u mirovinu iz drugog stupa (III): problem naknadnog usklađivanja mirovina	134
Visina doprinosa i dobrovoljna mirovinska štednja	140
Isplate u trećem stupu.....	141
Opća ocjena dosadašnjeg poslovanja trećeg stupa u Hrvatskoj.....	143
Prinosi, (ne)likvidnost i psihološke pristranosti pri odlučivanju o mirovinskoj štednji	145
Mjere za povećanje likvidnosti dobrovoljne mirovinske štednje	148
Spektar ponuđenih štednih proizvoda, naknade i razvoj tržišta	152
Uvod u omasovljenje trećeg stupa: državna poticajna sredstva.....	156
Automatsko članstvo uz opciju slobodnog izlaza	159
Zaključak: sažetak preporuka.....	173
O autoru	192

Predgovor

Drugo izdanje knjige Mirovine za 21. stoljeće izlazi tri godine nakon prvog iz 2022. zahvaljujući suradnji sa sponzorom knjige, Raiffeisen mirovinskim društvom, u čijem sam osnivanju pred mnogo godina početkom ovoga stoljeća sudjelovao. Dvadeset i pet godina bavljenja temom mirovina, ponajviše drugim i trećim mirovinskim stupom, i to iz različitih kutova – kao menadžer, konzultant-analitičar i perspektivni umirovljenik – bilo je dovoljno dugo razdoblje za ohrabrenje za nastanak obje knjige.

Tema o mirovinama u uvjetima starenja stanovništva jedna je od najvažnijih ekonomskih i društvenih tema u 21. stoljeću. Mirovinski sustav svojom složenošću i stalnim prilagodbama izmiče jednostavnim uvidima i preporukama koji se mogu čuti u javnosti. Takvi uvidi i preporuke u središtu pažnje najčešće imaju mali broj izoliranih segmenata sustava, pri čemu se ne vidi šira slika. A upravo je šira slika mirovinskog sustava nužan uvjet za raspravu o mirovinama. Zbog toga ova knjiga ima za cilj predstaviti cjelinu.

Osim slaganja kockica mozaika prvog, drugog i trećeg mirovinskog stupa te povezivanja njihovih elemenata u smislenu cjelinu, za širu sliku je važna i vremenska perspektiva. Mnogi nesporedaji o funkcioniranju mirovinskog sustava nastaju zbog kratkoročnog ili srednjoročnog sagledavanja funkcioniranja sustava čija se stvarna narav razotkriva samo ako se o mirovinama promišlja u dugoročnoj perspektivi od nekoliko desetljeća. Tek u dugom roku snažno će se osjetiti utjecaj demografskih promjena. Stoga će ova knjiga ispuniti svoju svrhu ako Vas, poštovani čitaoci, navede na promišljanje i zaključivanje u vremenskoj perspektivi druge polovine ovoga stoljeća.

Uzbudljivost teme o mirovinama leži u imperativu vremenske perspektive u kojoj se nameću međugeneracijska pitanja: kako će naše današnje odluke o mirovinama utjecati na perspektivu mirovina naše djece i unuka kada njihov broj bude znatno manji nego što nas ima, te kako osigurati da međugeneracijska solidarnost prema starijim članovima društva ne zamre pod teretom starenja stanovništva.

Drugo izdanje je potpuno nova knjiga u odnosu na prvu. Iako su od prvog izdanja 2022. prošle samo tri godine, sustav se u nekim elementima promijenio. U nekim su se detaljima promijenili i moji uvidi i preporuke. Stoga sama mogućnost da nakon tri godine nastane potpuno nova knjiga svjedoči da je riječ o iznimno složenom i dinamičnom sustavu koji traži stalnu pažnju i preispitivanje.

Za razliku od prvog izdanja koje je bilo namijenjeno široj čitateljskoj publici i u kojemu sam objašnjavao osnove sustava, ovdje sam napustio izlaganje osnova i veću pažnju posvetio analizi i preporukama. Međutim, nisam potpuno zanemario šire čitateljstvo. Svaki budući umirovljenik, a posebno osoba koja se nalazi neposredno pred odlaskom u mirovinu, ima potrebu za korisnim servisnim informacijama koje mogu pomoći u donošenju dobrih odluka o štednji ili isplati mirovine. Zbog toga su u knjigu uvršteni i praktični alati – upute na izvore informacija i jednostavne računske operacije koje mogu pomoći pri donošenju praktičnih odluka.

Zahvaljujem svim suradnicima koji su omogućili izlazak ove knjige. Svojim radom i komentarima poboljšali su sadržaj i izgled konačnog proizvoda. Bez članova uprave Raiffeisen mirovinskog društva Gordana Šumanovića, Eve Horvat i njihovih suradnika koji su u okviru programa promidžbe financijske pismenosti odlučili financijski poduprijeti pisanje ove knjige, ona vjerojatno nikada ne bi nastala. Korisne komentare dali su i Ivan Grbac i Arijana Kokot iz Raiffeisen mirovinskog osiguravajućeg društva te, ponajviše, recenzent Danijel Nestić s Ekonomskog instituta u Zagrebu. Zahvaljujem i dugogodišnjem suradniku, grafičkom uredniku Robertu Boreniću. Robert svojim predanim radom uobličuje moje knjige i priprema ih za tisak. Zahvaljujem i urednici biblioteke Ekonomski lab i supruzi Amini Ahec Šonje. Bez nje Arhivanalitika ne bi imala izdavačku djelatnost, a ja ne bih imao poticaj za pisanje knjiga.

Naposljetku treba istaknuti da spomenuti suradnici nisu odgovorni za kvalitetu sadržaja, analiza i preporuka iznesenih u ovoj knjizi. Rezultati, stavovi i preporuke ne predstavljaju službene rezultate, stavove i preporuke sponzora knjige. Odgovornost za sadržaj, što uključuje i odgovornost za eventualne pogreške, pripada isključivo meni.

Velimir Šonje, u Zagrebu, veljača 2025.

Uvod

U gotovo tri godine koliko je prošlo od izlaska prvog izdanja knjige *Mirovine za 21. stoljeće* (2022.) puno se toga promijenilo u mirovinskom sustavu. Gospodarski rast i rast broja zaposlenih doveli su do povećanja omjera broja aktivnih osiguranika koji plaćaju mirovinske doprinose i broja korisnika hrvatskih mirovina s 1,28 na kraju 2021. na 1,39 na kraju 2024. No neke se temeljne stvari nisu promijenile. Unatoč gospodarskom rastu, deficit prvog stupa mirovinskog osiguranja nije se smanjio. Iznosio je oko 4% BDP-a 2024. To odgovara dugoročnom prosjeku, što je još jedan podsjetnik na to pod kakvim se fiskalnim pritiskom nalazi naš mirovinski sustav.

Nagli rast svjetskih kamatnih stopa 2022.-2023. izazvao je korekciju na financijskim tržištima koja je oborila vrijednost mirovinske štednje širom svijeta, pa tako i u Hrvatskoj. Potom je započelo razdoblje relativno brzog oporavka vrijednosti u kojemu se nalazimo u trenutku dovršetka ove knjige.

Izmjene zakona koje su stupile na snagu 2024. godine, od kojih su neke bile na tragu preporuka iz prvog izdanja knjige, promijenile su način funkcioniranja mirovinskog sustava u nekoliko važnih detalja. Promijenjena je formula za izračun mirovinskog dodatka na osnovnu mirovinu za osobe koje pri odlasku u mirovinu biraju takozvanu kombiniranu mirovinu koja se sastoji od osnovne mirovine iz prvog stupa i mirovine iz drugog mirovinskog stupa. Ukinuta je zakonska obveza preseljenja osobnog mirovinskog računa u drugom mirovinskom stupu u konzervativno upravljani obvezni mirovinski fond kategorije C pet godina prije starosne dobi za mirovinu. Sada se mirovina može dočekati i u obveznom mirovinskom fondu kategorije B. Nadalje, u toku radnoga vijeka moguće je dulje vrijeme, čak i do 35 godina, ostaviti individualni mirovinski račun u obveznom mirovinskom fondu kategorije A koji više ulaže u rizičnije imovine. Postotak uštedenih sredstava obvezne mirovinske štednje koji se može jednokratno isplatiti u trenutku umirovljenja, tj. s prvom mjesečnom mirovinom u slučaju odabira kombinirane mirovine, povećan je s 15 na 20%. Od 2025. godine primijenit će se i nova, povoljnija formula za usklađivanje visine mirovina iz prvog stupa s rastom plaća i stopom inflacije. Očekujemo i da

će se dodatno priznati radni staž za majke povećati sa 6 na 12 mjeseci po djetetu. Naposljetku, iz godine u godinu sve veći broj novih umirovljenika dolaze iz populacije koja je obavezno štedjela 5% bruto plaće u drugom mirovinskom stupu od početka mirovinske reforme 2002. godine. Zbog toga se sve glasnije postavljaju pitanja koliki dio novih umirovljenika bira kombiniranu osnovnu i mirovinu iz drugog stupa, a koliko ih bira povratak u prvi stup u fazi isplate, te koje su posljedice takvog odabira.

Tri godine koje su prošle između prvog i drugog izdanja ove knjige ipak su relativno kratko razdoblje. Većina stvari u vezi s mirovinama nije se promijenila. Tvrdokornost fiskalnog deficita prvog stupa sama po sebi trebala bi uputiti na zaključak da su isplate državnih mirovina iz prvog stupa financijski ograničene. Radi perspektive ostvarivanja adekvatnih mirovina u budućnosti treba se više osloniti na individualnu štednju za mirovinu. Unatoč tome, i dalje se postavljaju pitanja ima li obvezna mirovinska štednja smisla: jesu li dugoročni prinosi na mirovinsku štednju adekvatni, tako da u dugom roku smanje pritisak na rast deficita prvog mirovinskog stupa međugeneracijske solidarnosti i u isto vrijeme omoguće bolje mirovine od onih koje bismo imali da se oslanjamo isključivo na državni proračun odnosno prvi mirovinski stup kojim upravlja Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje (HZMO)?

Rasprave o mirovinama najčešće su sumorne i prepune kritika zbog niske vrijednosti prosječne mirovine u Hrvatskoj i starenja stanovništva. Zbog toga svi očekuju još sumorniju perspektivu. Međutim, visina prosječne mirovine u javnosti se često pogrešno tumači kao prosjek koji uzima u obzir i mirovine koje se isplaćuju prema međunarodnim ugovorima. To je pogrešno jer uključuje korisnike hrvatskih mirovina izvan Hrvatske. Ispravno protumačeni podaci izgledaju ovako: prosječna neto mirovina nakon poreza za sveukupan broj korisnika mirovina u Hrvatskoj (1,23 milijuna) iznosila je 553,58 eura prema isplatama u prosincu 2024. za mjesec studeni. Prema rezultatima Popisa stanovništva 2021. u Hrvatskoj živi malo više od milijun umirovljenika. Zbog toga treba promatrati prosječnu mirovinu bez isplata prema međunarodnim ugovorima, koja je iznosila 574,71 euro. Taj prosjek uključuje i u prosjeku niže obiteljske i invalidske mirovine koje su plod provedbe socijalne politike kroz mirovinski sustav. Promatra li se prosjek samo za starosne mirovine, iznosio je 611,14 eura, a bez prijevremenih mirovina koje su umanjene, 628,31 eura. Prosječan radni staž hrvatskih starosnih umirovljenika, njih 701 tisuću, iznosio je 33 godine.

Ove brojke su polazište za ocjenu adekvatnosti mirovina iz prvog stupa. One su u svakom slučaju skromne zbog čega se stječe dojam kako postupno sazrijeva saznanje, osobito među mladima, da je dugoročna privatna štednja za mirovinu nužnost. Međutim, građani hrvatske nemaju puno iskustva s kombiniranim mirovinama koje sadrže komponente iz prvog (osnovna mirovina) i iz drugog stupa. Do sada je zanemariv broj umirovljenika koji su dio karijere uplaćivali i 5% u drugi mirovinski stup izašao u mirovinu. Među njima je velik dio onih s pravima na obiteljske i invalidske mirovine pa je prerano za ocjenu adekvatnosti mirovina novih generacija umirovljenika iz drugog stupa. Zbog toga još uvijek nije sazrio prevladavajući stav o tome je li odluka o mirovinskoj reformi iz 2002. bila dobra.

Hrvatski mirovinski sustav koji počiva na tri mirovinska stupa – prvom stupu međugeneracijske solidarnosti koji organizira Vlada, drugom stupu obvezne mirovinske štednje koji Vlada regulira, ali je privatno organiziran, i trećem stupu dobrovoljne mirovinske štednje koji Vlada regulira i potiče – predmet je stalnog propitivanja. I to je dobro. Financijsko opismenjavanje napreduje kroz rasprave. No pitanje je napreduje li dovoljno brzo: koristi li dovoljan broj ljudi sve mogućnosti osobne mirovinske štednje ili se ljudi i dalje većinom oslanjaju na uvjerenje da će se za adekvatnu individualnu mirovinu pobrinuti sustav u okviru prvog i drugog stupa mirovinskog osiguranja? Tek za 10-20 godina skupit će se dovoljno iskustva za ocjenu doprinosa mirovinske reforme adekvatnosti mirovina. Do tada će trajati žustre rasprave koje propituju same temelje sustava.

U ovoj knjizi nećemo se vraćati na tumačenja osnovnih postavki mirovinskog sustava. Prvo izdanje bilo je namijenjeno široj publici. Sadržavalo je i preporuke, ali one su bile u drugom planu u odnosu na tumačenje osnova funkcioniranja mirovinskog sustava. Ovo izdanje mjestimice zahtijeva tehnička predznanja i poznavanje funkcioniranja mirovinskog sustava. Utoliko je prvenstveno namijenjeno užoj publici u usporedbi s prvim izdanjem: kreatorima politike, financijskoj industriji, stručnjacima, akademskoj zajednici i zainteresiranim studentima, urednicima i novinarima koji prate mirovinski sustav, ukratko, svim zainteresiranim pojedincima koji makar površno poznaju bitne elemente i probleme sustava.

Ipak, u pripremi ove knjige nisam odustao od ostalih čitatelja. Naprotiv, knjiga je namijenjena svim članovima mirovinskih fondova koji nastoje bolje shvatiti mirovinski sustav i štednju za mirovinu te poboljšati svoje financijske

odluke. Stoga je tekst prožet prikazom izvora informacija i praktičnim analitičkim alatima čija je svrha poboljšati financijsku pismenost zainteresiranih.

U prvom dijelu knjige bavit ćemo se događajima u protekle tri godine: sagledat ćemo učinke nedavnih zakonskih izmjena i pokušati još jednom dokazati glavnu tezu da je hrvatski mirovinski sustav konstrukcijski dobro postavljen, ali postoji značajan prostor za poboljšanja kroz niz malih promjena i dorada koje mogu povećati adekvatnost mirovina, a da fiskalna održivost državnog mirovinskog sustava pri tome ne bude pogoršana. U Hrvatskoj postoji prostor za poboljšanje mirovina bez povećanja doprinosa za prvi ili drugi mirovinski stup. Preporukama ćemo se baviti u drugom dijelu knjige nakon što kroz prva tri poglavlja prikažemo kretanje prinosa mirovinskih fondova, posljedice odabira načina isplate mirovine, položaj hrvatskog mirovinskog sustava u međunarodnim usporedbama i druge analitičke rezultate koji su neophodni za predviđanja i razumijevanje smisla novih preporuka. Četvrto poglavlje sadrži razradu preporuka za unaprjeđenje drugog mirovinskog stupa i faze isplate mirovine iz drugog stupa. Peto poglavlje bavi se trećim stupom dobrovoljne štednje za mirovinu. Šesto zaključno poglavlje rezimira preporuke pretvarajući ih u logičnu cjelinu - u paket mjera koje se uzajamno podupiru i prožimaju.

Prinosi i strukture ulaganja mirovinskih fondova

Prije obrade suštinskih pitanja o mirovinskom sustavu poput što bi bilo s mirovinama i fiskalnim opterećenjem u uvjetima starenja stanovništva da nema mirovinske štednje u dugom roku, na početku moramo obraditi nekoliko praktičnih pitanja. Prvo se odnosi na ocjenu prinosa mirovinskih fondova, a drugo na odabir načina isplate mirovina. Radi se o važnim pitanjima za više od 2,3 milijuna članova mirovinskih fondova obveznog drugog mirovinskog stupa i za oko 467 tisuća članova dobrovoljnog trećeg mirovinskog stupa na kraju 2024. godine.

Ocjena prinosa na ulaganja mirovinskih fondova važna je zbog utjecaja prinosa na ulaganja mirovinske štednje na visinu buduće mirovine i zbog raširene percepcije o neadekvatnim prinosima mirovinskih fondova u Hrvatskoj. Čemu raspravljati o mirovinskom sustavu individualne kapitalizirane štednje ako je točno da prinosi nisu adekvatni – navodno ne osiguravaju bolje buduće mirovine od mirovina koje bismo imali u slučaju da cjelokupan mirovinski sustav ostaje oslonjen samo na prvi mirovinski stup međugeneracijske solidarnosti. Ako prinosi nisu adekvatni, cijeli model štednje za mirovinu dolazi pod znak pitanja.

Kako bismo provjerili je li ova tvrdnja točna moramo pažljivo definirati pojam adekvatan prinos na mirovinsku štednju i – izmjeriti ga. Ako uspijemo pokazati da mirovinska štednja odnosno prinosi imaju potencijal poboljšanja mirovina bez stvaranja novih fiskalnih opterećenja, onda možemo potražiti odgovore na pitanja kako poboljšati funkcioniranje cjelokupnog mirovinskog sustava i kako uvećati vjerojatnost da što veći broj ljudi ima veće mirovine u budućnosti.

Osim rasprave o funkcioniranju mirovinskog sustava uzgredni cilj ovoga teksta je pružiti čitateljima, naročito onima koji nisu ekonomisti, uvide u praktične alate za donošenje zaključaka i odluka. Ocjena prinosa je jedan od takvih alata. Stoga je svaki odjeljak koji sadrži uvid u praktične alate posebno označen i započet riječju **Alat** te rednim brojem 1, 2, i tako dalje. Svi predstavljeni alati su jednostavni i nadograđuju se na srednjoškolsko znanje i poznavanje Excela.

U ovom poglavlju predstavljena su četiri takva alata, a u narednima će ih biti više. Ako ste vješti u ekonomskim i financijskim analizama možete preskakati alate i pratiti glavnu liniju izlaganja.

ŠTO JE MIREX I KAKO SE MIREX B KRETAO OD POČETKA MIROVINSKE REFORME DO KRAJA 2024.

MIREX je ključan pokazatelj za ocjenu prinosa obveznih mirovinskih fondova. Radi se o indeksu vrijednosti udjela u obveznim mirovinskim fondovima (OMF) koji pokazuje kretanje vrijednosti mirovinske štednje neovisno o uplatama. MIREX se računa kao vagani prosjek vrijednosti obračunskih jedinica u četiri obvezna mirovinska fonda u Hrvatskoj. Vrijednost udjela koju možete svakodnevno očitati na internetskim stranicama vašeg mirovinskog fonda proporcionalna je vrijednosti imovine u koju je uložena mirovinska štednja. Promjene MIREX-a mjere prinos.

U Hrvatskoj imamo tri kategorije obveznih mirovinskih fondova (OMF) koji se razlikuju prema riziku: OMF A više ulažu u rizične imovine (A znači aktivni), OMF C najmanje ulažu u rizične imovine (C potječe od engleske riječi *conservative*) te ulažu pretežno u državne obveznice, a OMF B su „mješanci“ između A i C (B znači balansirani ili mješoviti fondovi). Zbog toga imamo i tri kategorije MIREX-a koje nazivamo MIREX A, MIREX B i MIREX C.¹ Sva četiri mirovinska društva koja se bave upravljanjem imovinom u drugom mirovinskom stupu nude sve tri kategorije obveznih mirovinskih fondova, a članovi, uz neka ograničenja o kojima će biti riječi u knjizi, mogu birati u kojoj kategoriji i kod kojeg upravitelja žele imati individualni mirovinski račun.

MIREX B možemo pratiti od početka mirovinske reforme. Obvezni mirovinski fondovi počeli su poslovati kao formalno balansirani fondovi 30.4.2002. Međutim, pravila njihova poslovanja odnosno ulaganja mirovinske štednje u međuvremenu su mijenjana. Razlog je u tome što mirovinski fondovi u početku zapravo nisu bili balansirani nego vrlo konzervativno upravljani. A-B-C

1 MIREX računa regulator HANFA, a ne društva za upravljanje mirovinskim fondovima. MIREX je zbog toga imun na sukob interesa pri računanju, a kontrole računanja su dobre. Radi se o neto prinosima nakon što su iz obračuna oduzete naknade za upravljanje. To su prinosi na uplate članova mirovinskih fondova nakon izuzimanja ulazne naknade koja je ove godine ukinuta, o čemu će biti više riječi u nastavku nakon prikaza MIREX-a B.

podjela OMF-ova prema kategorijama rizika provedena je tek u kolovozu 2014. godine, dvanaest godina nakon početka mirovinske reforme.

Mirovinski fondovi su u početku morali najmanje 70% štednje budućih umirovljenika ulagati u domaće državne obveznice. To ih je učinilo sličnijima konzervativnim obvezničkim fondovima koje danas označavamo slovom C nego mješovitim fondovima koji približno polovinu, a najmanje 30% imovine plasiraju u rizičnije imovine poput dionica. Regulativa je u međuvremenu u nekoliko navrata mijenjana. Zbog toga se mijenjala i struktura ulaganja fondova u pravcu preuzimanja većih rizika. To je ujedno značilo i potencijale za veći očekivani dugoročni prinos od onoga koji bi bio ostvaren da su pravila ulaganja ostala konzervativna. Kao što ćemo vidjeti iz usporedbe rezultata fondova A, B i C, vrijeme je pokazalo da je labavljenje strogih limita ulaganja bilo opravdano.

Radi praktičnosti prikaza govorimo o kontinuitetu MIREX-a B od 30.4.2002. To je najvažniji MIREX. Oko 1,8 od 2,3 milijuna članova mirovinskih fondova kategorije B, ili oko 80% od ukupnoga broja osiguranika koji imaju otvorene osobne mirovinske račune u drugom stupu, u fondovima kategorije B imaju oko 20,7 milijardi eura neto imovine na kraju 2024. To je 89% od ukupno oko 23,2 milijarde eura imovine pod upravljanjem u mirovinskim fondovima drugog stupa. Ukupna imovina u obveznim mirovinskim fondovima značajna je, te predstavlja oko 27,5% procijenjenog BDP-a za 2024. godinu. To je relativno najveća vrijednost mirovinske imovine među sličnim državama srednje i istočne Europe.

Alat #1: Gdje mogu pronaći ove podatke?

Regulator tržišta financijskih usluga HANFA potkraj mjeseca za svaki prethodni mjesec na pod-stranici Statistika objavljuje izvješća u obliku preglednih Excel datoteka. Vrijednosti obračunskih jedinica i prinosi za pojedine mirovinske fondove drugog stupa te MIREX-i nalaze se u listu „Tablica 1.9.“ Radi lakšeg pretraživanja, krenite iz lista „2 Sadržaj“ gdje ćete pronaći i druge korisne statistike poput podataka o članstvu i strukturi ulaganja fondova. U tablicama se nalaze izračunati neto prinosi za tekuću godinu, u zadnjih godinu dana, zadnjih 3, 5 i 10 godina, i od početka poslovanja. U tablici možete vidjeti kako vaš mirovinski fond stoji u usporedbi s drugima. Ako vas zanimaju dugoročne

vremenske serije, dnevni i mjesečni podaci nalaze se na drugom mjestu na web-u HANFA-e u sekciji Statistika – Mirovinski fondovi u datoteci C-3.

Indeks MIREX B rastao je od vrijednosti 100,00 na dan 30.4.2002. do vrijednosti 329,85 na dan 31.12.2024. Ukupna vrijednost udjela u OMF kategorije B rasla je po stopi od 229,85% u razdoblju od 22 godine i 8 mjeseci. To je ekvivalent prosječnog godišnjeg nominalnog prinosa od 5,40%. U isto vrijeme, ukupna inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena Državnog zavoda za statistiku iznosila je 76,9% ili 2,55% u prosjeku na godinu. Dakle, realan MIREX B prilagođen za inflaciju od početka mirovinske reforme zabilježio je ukupno kumulativno povećanje za 86,17%. To znači da je realni prosječni godišnji prinos MIREX-a B iznosio 2,78% na godinu. U Alatu #2 je objašnjeno kako se računaju ove stope promjene jer realan prinos je ključan koncept za ocjenu adekvatnosti prinosa koji, da bi se uopće mogao ocijeniti kao potencijalno adekvatan, prvo mora pobijediti inflaciju u dugom roku.

Alat #2: Što je prosječni godišnji nominalni prinos, a što realni prinos?

HANFA ne objavljuje realne prinose prilagođene za inflaciju nego prosječne godišnje (nominalne) prinose. Pojam prosječni godišnji prinos nije najsretnije odabran. Ne naglašava razliku između aritmetičke i geometrijske sredine (HANFA-in podatak je geometrijska sredina). Zamislite da imamo četiri razdoblja s prinosima 6%, 2%, 6% i 2%. Ako biste mislili da je ovo aritmetički niz, izračunali biste jednostavan aritmetički prosjek koji iznosi 4,00%. Međutim, procesi kontinuirane promjene su geometrijski nizovi. Prijeđeni put moramo opisati umnoškom $1,06 \times 1,02 \times 1,06 \times 1,02 = 1,169$, što znači da je u ovom primjeru ukupan rast iznosio 16,9%. Prosječni godišnji rast kroz četiri godine možemo izračunati uz pomoć funkcije POWER u Excelu $=(POWER(1,169;1/4)-1)*100$ (možete koristiti i SQRT), što daje 3,98%. (Ako koristite Excel funkciju =GEOMEAN pazite da ju ne koristite na stopama rasta nego na obliku 1+stopa). Razlika između 3,98% i 4,00% čini se mala. Međutim, što je vremensko razdoblje analize dulje, a varijacije prinosa veće – a takvi su nam izračuni potrebni kada su u pitanju mirovinski fondovi - razlike između geometrijske i aritmetičke sredine bit će veće. Istu logiku primjenjujemo kod računanja realnog prinosa prilago-

denog za inflaciju. Zamislimo da je u našem jednostavnom primjeru s četiri razdoblja inflacija svake godine bila 2,00%. Ako primijenite aritmetičku logiku, činit će vam se da je realni prinos 4,00% - 2,00% = 2,00%. Međutim, točan izračun je drugačiji. Možete ga dobiti na nekoliko načina u Excelu, a u nastavku su prikazana dva - prvi je uz pomoć ukupnog (kumulativnog) prinosa, a drugi uz pomoć prosječnog godišnjeg prinosa:

$$\begin{aligned} &= (\text{POWER}(1,169/\text{POWER}(1,02;4);1/4)-1)*100 \\ &= ((1,0398/1,02)-1)*100=1,94\%<2,00\%. \end{aligned}$$

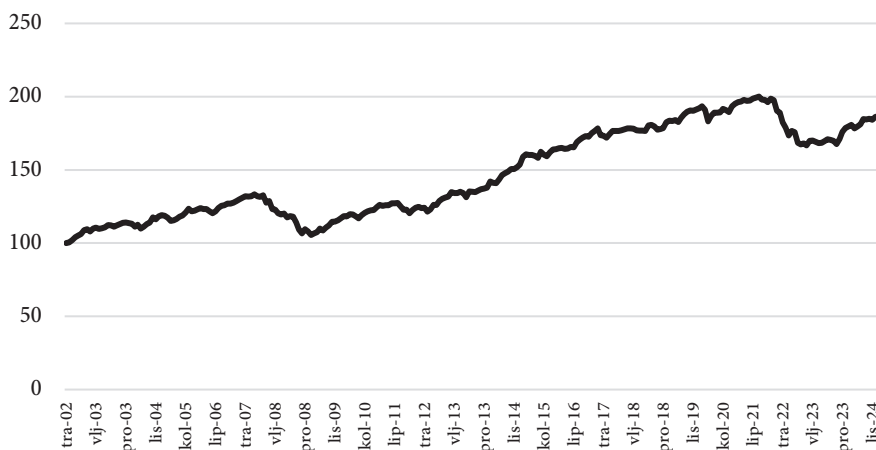
Sada možete sami replicirati moj izračun realnog MIREX B kroz 22 godine i 8 mjeseci:

$$\begin{aligned} &=(\text{POWER}(3,2925/1,769;1/(22+8/12))-1)*100 \\ &=((1,0540/1,0255)-1)*100=\mathbf{2,78\%} \end{aligned}$$

(uz moguću razliku od 0,01 postotnog boda zbog zaokruživanja decimala da se prikaz ne pretvori u „kobasicu“).

Slika 1 prikazuje kretanje prosječne vrijednosti udjela OMF kategorije B od početka ulaganja u drugi mirovinski stup 2002. do kraja 2024. Realni MIREX B uglavnom je stabilno rastao. Međutim, povremeno - približno svakih 15 godina - prolazio je kroz velike rupe po putu. U trenutku pisanja ove knjige nalazimo se na putu izlaska iz rupe koja je nastala zbog visoke inflacije u protekle tri godine. Sjetimo se da je godišnja inflacija na vrhuncu krajem 2022. i početkom 2023. bila dvoznamenkasta – u jednom trenutku je kratko prešla prag od 10% na godinu. To je izravno utjecalo na smanjenje realnih prinosa. No, na smanjenje realnih prinosa 2022. utjecao je i pad nominalnih prinosa zbog pada vrijednosti financijskih imovina u uvjetima rasta kamatnih stopa. Do toga je došlo kada su se središnje banke širom svijeta 2022. i 2023. počele rastom kamatnih stopa boriti protiv inflacije. Prema tome, kolebanja linije na Slici 1 odraz su sprege makroekonomskih i financijskih rizika: veći padovi realnog prinosa poput onih 2008.-2009. i 2022.-2023. nastajali zbog kombinacije pada nominalnih prinosa - povremenih smanjenja vrijednosti financijskih imovina u portfelju mirovinskih fondova (učinak brojnika) – i/ili rasta inflacije (učinak nazivnika). Učinak inflacije bio je dominantan u zadnjem ciklusu.

Slika 1. Realni MIREX B od početka poslovanja
2002:04 - 2024:12, 2002:04=100



Izvor: HANFA, DZS, izračun autora

Prva velika rupa lijevo na slici trajala je gotovo pet i pol godina. Toliko je trebalo da realni MIREX B u siječnju 2013. prestigne raniji maksimum prije Velike recesije u srpnju 2007. Iz druge velike rupe desno na slici tek izlazimo. Pad je trajao približno od kraja 2021. do kraja 2022. Od sredine 2023. traje postupni izlazak iz rupe prinosa: nominalni prinosi ponovo su veći od stope inflacije, no linija još uvijek nije prešla raniji gornji rub koji je određen maksimumom iz 2021.

U vrijeme pada u prvu rupu prinosa (2008. – 2009.) trajao je najveći val kritika mirovinske reforme. Vlada Ive Sanadera razmatrala je mogućnost uklanjanja drugog mirovinskog stupa kako bi popunila ispražnjeni državni proračun. Od toga je odustala pod pritiskom javnosti koja je šest godina nakon početka uplata doprinosa u obvezne mirovinske fondove počela doživljavati mirovinsku štednju kao privatnu imovinu koja ima veći dugoročni potencijal za uvećanje budućih mirovina od političkih obećanja.

U zadnjoj rupi prinosa (2022. - 2023.) zahtjevi za demontažom drugog mirovinskog stupa nisu bili tako glasni kao 2008.-2009. Mogući razlog je narasla svijest o prolaznosti takozvanog vanjskog šoka zbog rasta kamatnih stopa i ubrzanja inflacije. Međutim, nije moguće točno predvidjeti koliko će vremena

biti potrebno za povratak realnog MIREX-a B na raniji maksimum koji je bio dostignut u kolovozu 2021. Razumno je očekivati da će se to dogoditi u ne tako dalekoj budućnosti.

Da bismo shvatili zašto je razumno očekivati izlazak iz aktualne rupe realnih prinosa moramo predstaviti tri fundamentalne ekonomske i financijske zakonitosti koje su važne za razmišljanje o mirovinskoj štednji. Djelovanje tih pravilnosti već je dovelo do toga da su OMF kategorije A izašli iz rupe i kreću se prema dugoročnom rastućem trendu:

1. **Makroekonomski i financijski rizici mogu biti veliki u kraćim vremenskim razdobljima.** Uvijek moramo biti svjesni trenutka – konteksta u kojem raspravljamo o prinosima na dugoročnu mirovinsku štednju – i davati odgovore na pitanja jesu li vrijednosti financijskih imovina u koje je uložena mirovinska štednja niske u odnosu na dugoročni trend (što znači da treba očekivati njihov oporavak), ili su visoke (što znači da treba očekivati njihovu korekciju prema dolje). Povratak prema prosjeku (eng. *reversion to the mean*) jedno je od glavnih obilježja financijskih tržišta kroz povijest.
2. **Štednja za mirovinu stvar je (vrlo) dugog vremenskog roka.** Vrijednost koju ćemo akumulirati do trenutka odlaska u mirovinu puno je važnija od vrijednosti koju smo do sada akumulirali. Ovo osobito vrijedi za mlade. Stoga je za razumijevanje prinosa na uloženu mirovinsku štednju važan dug vremenski horizont koji može primijeniti svatko tko nije blizu mirovine. Dug vremenski horizont također je važan za širu raspravu o mirovinskom sustavu jer starenje populacije djeluje na fiskalnu politiku i prvi mirovinski stup u veoma dugom roku. Zbog toga se o mirovinskim sustavima uvijek treba raspravljati na temelju dugoročnih projekcija, a ne na temelju situacije u trenutku. EU Ageing Report – temeljni dokument EU o posljedicama starenja stanovništva koji izrađuje Europska komisija i koji ćemo koristiti u nastavku knjige – počiva na projekcijama do 2070. godine i pretpostavkama što će se događati s ekonomskim i demografskim trendovima te trendovima na tržištu rada (stopom zaposlenosti) itd. u perspektivi od nekoliko desetljeća. Naravno da su prognoze do 2070. podložne pogreškama, no dugi rok je jedini smisleni okvir za raspravu o mirovinskim sustavima čiji se današnji parametri trebaju podešavati prema vjerojatnim scenarijima za budućnost.

3. **Struktura portfelja u koji je uložena naša mirovinska štednja, očekivani prinosi i odnos prema riziku trebali bi zavisiti o vremenskom horizontu ulaganja.** Primjena ovog načela uvest će nas u razmatranje MIREX-a za druge dvije kategorije obveznih mirovinskih fondova – A i C. U nastavku ćemo vidjeti kako međuigra tri povezana načela (rizik, vremenski horizont i strukture portfelja u koje je uložena mirovinska štednja) može dovesti do toga da konzervativno ulaganje u određenom kontekstu i vremenskom okviru može postati rizičnije od aktivnog ulaganja koje se nominalno označava kao rizičnije zbog veće koncentracije u vrijednosnim papirima poput dionica.

Kao svojevrsni poticaj za razmišljanje o ovoj temi, Tablica 1 prikazuje dugoročne prinose za sve tri kategorije obveznih mirovinskih fondova. Za početak primijetite da prinosi slijede očekivani obrazac *veći rizik – veći prinos* u dugom roku: fondovi kategorije A ostvarili su najveće dugoročne prinose, a fondovi kategorije C imaju najniže dugoročne prinose.

Tablica 1. Nominalni i realni prosječni godišnji prinosi hrvatskih obveznih mirovinskih fondova u različitim razdobljima

	Nominalni	Realni
	<i>Prosječni godišnji prinos</i>	
B (2002:04 – 2024:12)	5,4%	2,8%
B (2014:07 – 2024:12)	5,0%	2,3%
A (2014:07 – 2024:12)	7,7%	5,0%
C (2014:07 – 2024:12)	3,4%	0,7%
A – B (2014:07 – 2024:12)*	2,7	2,7
B – C (2014:07 – 2024:12)*	1,6	1,6
	<i>Ukupan prinos</i>	
B (2021:08 - 2024:12)**	17,0%	-6,8%
A (2021:12 - 2024:12)**	24,8%	2,1%
C (2021:01 - 2024:12)**	2,3%	-20,6%

* Redak pokazuje razliku prosječnih godišnjih prinosa parova kategorija OMF iskazanu u postotnim bodovima

** Redak prikazuje kumulativnu promjenu u postocima od zadnjeg maksimuma realnog MIREX-a do 31.12.2024.. Zadnji maksimumi su bili: siječanj 2021. za C, kolovoz 2021. za B i prosinac 2021. za A, pri čemu je A na 31.12.2024. premašio prethodni maksimum.

Izvor: HANFA, DZS, izračun autora

Izlaganje o prinosima bilo bi lako dovršiti kada bismo već na temelju prikazanih brojki mogli donijeti zaključak jesu li dugoročni prinosi obveznih mirovinskih fondova adekvatni, odnosno jesu li performanse obveznih mirovinskih fondova drugog stupa do sada bile dobre ili loše. Međutim, za donošenje tako dalekosežnih zaključaka prvo trebamo teorijske i analitičke alate kako bismo došli u priliku ocijeniti adekvatnost prinosa. Tri teorijska alata povezana su s tri ranije objašnjena fundamentalna principa dugoročne mirovinske štednje. Ponovimo, ti alati koje pobliže objašnjavamo u nastavku su: (1.) rizik je ponajprije stvar kratkoga roka, (2.) ključan je vremenski horizont ulaganja i (3.) odabir strukture portfelja – alokacije imovine u koju se ulaže mirovinska štednja – zavisi o riziku i vremenskom horizontu ulaganja.

RIZIK JE PRVENSTVENO STVAR KRATKOGA ROKA

Premda je dugoročni (nominalni i realni) prinos mjeren MIREX-om B do sada bio ne samo pozitivan nego i značajan, činjenica je da se prema MIREX-ima B i C nalazimo u rupi prinosa odnosno na putanji izlaska iz nje. Točnije, nalazimo se u točki koja se na kraju 2024. mjereno realnim MIREX-om B i dalje nalazila 6,8% ispod ranijeg maksimuma koji je dostignut sredinom 2021. Očito će proći barem oko četiri godine prije definitivnog izlaska iz rupe. Sjetite se da je za izlazak prošli put trebalo pet i pol godina. Dubinu rupe na dan 31.12.2024. za fondove kategorija A i C također možete vidjeti u dnu Tablice 1. Nasuprot putanji kategorija B i C, OMF kategorije A izašli su iz rupe – prinosi su pozitivni i odnosu na raniji maksimum s kraja 2021.

Osim što oblikuje javnu raspravu, pad u rupu realnih prinosa, kao i svaka veća oscilacija vrijednosti mirovinske štednje, znači i veoma različita individualna iskustva s prinosima u kratkom roku. Dosadašnje iskustvo s prinosima osobe koja je postala članom obveznog mirovinskog fonda neposredno prije pada u rupu jer nije ulagala u prethodnom razdoblju kada je realni MIREX B rastao, lošije je od osobe koja je ranije postala članom i tako uhvatila dio ciklusa rasta koji je prethodio kritičnoj 2022. godini. Kada dođe do takve manifestacije kratkoročnih rizika, individualna iskustva mlađih članova jako se razlikuju i rađa se strah hoće li se prinosi ikada oporaviti. Različita individualna iskustva ulaganja, različiti vremenski horizonti u pogledu prošlosti ulaganja i u pogledu razmišljanja o budućnosti, različita znanja o prirodi mirovinske

štednje i mirovinskog sustava te različite sposobnosti za izvođenje točnih izračuna, sve to stvara kakofoniju ideja i prijedloga o obveznoj mirovinskoj štednji. Pri tome je strah od kolebanja vrijednosti na financijskim tržištima legitiman kao i pesimizam iz kojeg izvire. Jasno je da ako realni prinos na ulaganja na financijskim tržištima izostane u dugom roku mirovinske štednje onda takav vid štednje za mirovinu nema smisla: možda je bolje štednju za mirovinu ulagati u nešto drugo, na primjer u nekretnine, a za mirovine se u potpunosti osloniti na državni proračun?

Vraćanje na tezu da drugi mirovinski stup nije u javnom interesu i da bi sve obvezne državne mirovine trebalo isplaćivati iz proračuna sjena je prošlosti čija duljina (trajanja) ima brojne uzroke. Kao prvo, u krizama djeluju makroekonomski rizici zbog kojih se povećava deficit državnog proračuna. Političare te dio građana i analitičara to navodi na pomisao da bi bilo pametnije zastati s uplatama 5% bruto plaća u drugi stup i vratiti ih u državni proračun. Jer nekada, tj. prije početka mirovinske reforme 2002. godine, 20% mirovinskog doprinosa uplaćivano je u državni proračun - prvi mirovinski stup međugeneracijske solidarnosti. Godine 2002. 5% bruto plaće preusmjereno je iz državnog proračuna na osobne mirovinske račune u obveznom drugom mirovinskom stupu. Zbog davne podjele doprinosa u supstitutivnom modelu mirovinske reforme (drugi stup je podjelom doprinosa supstituirao prvi), više od dva desetljeća nakon početka reforme žive su ideje o mogućem povratku na stanje prije reforme. U slučaju preusmjeravanja novih uplata 5% mirovinskog doprinosa u državni proračun sredstva se mogu koristiti za smanjenje tekućeg proračunskog deficita ili za neku drugu korisnu javnu namjenu. Zašto ne i za povećanje mirovina iz prvog mirovinskog stupa? Uvijek je moguće pozvati se na primjer neke zemlje koja je to učinila (na primjer Mađarska 2011.). Zbog toga je nekim promatračima intuitivno prijemčivo nazivati tih 5% prepuštenog doprinosa gubitkom za državni proračun, odnosno tranzicijskim troškom mirovinske reforme.

Naravno, to što je neka zemlja koja je ranije imala drugi stup poduzela potez koji nazivamo demontažom mirovinske reforme – ili, bolje, povratkom na početne postavke – ne mora značiti da je takav potez bio pametan. Sve zavisi o vremenskoj perspektivi promatranja. Za društva, kao i za pojedince, vrijedi da povećanje tekuće potrošnje može smanjiti resurse koji će nam stajati na raspolaganju u budućnosti kada će stanovništvo biti manje brojno i kada će manji broj radnika financirati mirovine iz prvog stupa za veći broj umirovljenika.

To je suštinski problem prvog mirovinskog stupa u dugom roku i razlog zbog kojeg kolektivna ili individualna štednja za mirovine ima smisla ako osigurava adekvatan prinos na akumulirana sredstva.

Drugi problem je što se prava u prvom stupu određuju na temelju političkih odluka pa se može činiti da politika može sve. Formula za izračun mirovina u prvom stupu određuje se političkom odlukom, dok mirovine u drugom i trećem stupu ovise o vrijednosti individualne mirovinske štednje. Današnji uplatitelji doprinosa u prvi stup mogu se nadati da će politička formula u nekom obliku biti na snazi kada oni postanu umirovljenici i kada će doprinosi budućih radnika financirati njihove mirovine. U svakom slučaju, veza između prihoda i rashoda puno je slabija u prvom nego u drugom i trećem mirovinskom stupu.

Drugi i treći mirovinski stup nisu nastali zbog toga da u značajnoj mjeri supstituiraju prvi. Drugi i treći stup su dopuna uz prvi stup. Oni funkcioniraju kao element nade budućih umirovljenika da njihove mirovine neće zavisiti samo o političkim odlukama koje su uvijek neizvjesne jer zavise o gospodarskoj situaciji i stanju u proračunu. Štoviše, prilično je izvjesno da će se gospodarske i fiskalne mogućnosti relativno zaoštriti zbog demografskih promjena u dugom roku. Zbog toga smo u prvom stupu izloženi političkim i fiskalnim rizicima. U drugom i trećem stupu izloženi smo rizicima financijskih tržišta. Nema života bez rizika. Bitna razlika tih vrsta rizika je u tome što su prvi rizici dugoročni, a drugi kratkoročni. Naime, opće iskustvo razvijenoga svijeta – a i hrvatsko iskustvo kroz protekle 23 godine od početka mirovinske reforme kao i u 35 godina od stjecanja samostalnosti – pokazuje da je rizik na financijskim tržištima stvar relativno kratkoga roka: krize prolaze, a rast realne vrijednosti dugoročne štednje prije ili kasnije se vraća zbog dugoročne aprecijacije vrijednosti financijskih imovina. Međutim, problem je što sve klase financijskih imovina ne apreciraju istom brzinom u dugom roku.

Zbog toga, odvijanje javne rasprave u valovima pod teretom aktualnog trenutka nije dobra stvar. Tu vrstu rasprave potiču prolazne poteškoće. Međutim, ako nešto u mirovinskom sustavu konstrukcijski nije dobro postavljeno, to mora doći do izražaja i u dobrim vremenima, a ne samo u lošim. Zbog toga ćemo u nastavku pokušati prepoznati o kakvim se konstrukcijskim pogreškama u višestupnom mirovinskom sustavu eventualno radi ne bismo li oblikovali preporuke za njihovo otklanjanje.

VREMENSKI HORIZONT ULAGANJA I UTJECAJ INDIVIDUALNOG TIJEKA NOVČANIH UPLATA

Prinosi su iz prošlosti. Nas zanima budućnost: koliki (realan) prinos na mirovinsku štednju možemo očekivati u budućnosti? Budućnost je bremenita rizicima i neizvjesnošću. Teško je predvidiva ili potpuno nepredvidiva. Osim razumijevanja prirode procesa akumulacije kapitala u dugom roku ne raspoložemo s puno drugih alata za oblikovanje mišljenja o povratu na ulaganja u budućnosti. Zbog toga puno ljudi upada u zamku pogrešnog izvođenja zaključaka na temelju podataka iz prošlosti, osobito one nedavne koja rezonira u sjećanju. Statističkim rječnikom rečeno imamo problem malog (kratkog vremenskog) uzorka na čijem temelju donosimo zaključke.

Utjecaj zamke malih uzoraka iz prošlosti pojačan je slabom ekonomskom i financijskom pismenošću. Jedna od češćih zamki financijske (ne)pismenosti povezana je s individualnim iskustvom dosadašnjih ulaganja. Svatko tko to želi može od upravitelja mirovinskog fonda elektronskom poštom dobivati mjesečno izvješće iz kojeg se vidi koliko je do sada individualnih doprinosa uplaćeno u fond i kolika je bila ukupna vrijednost individualne mirovinske štednje na kraju proteklog mjeseca. Neka mirovinska društva nude i aplikacije na dlanu koje omogućavaju brzi pregled ovih podataka. Pri tome puno ljudi misli da računanjem omjera drugog i prvog iznosa (stanja na računu i ranijih kumulativnih uplata) mogu zaključiti nešto o kvaliteti upravljanja mirovinskom štednjom. Kako je riječ o veoma raširenoj zabludi, potrošit ćemo malo vremena kako bismo pokazali zašto je riječ o pogrešci.

Zamislimo osobu koja je kroz 266 mjeseci imala istu bruto plaću čijih je 5% - recimo da je to bilo stalnih 100 novčanih jedinica (eura), dakle $100 \times 266 = 26\ 600$ – uplaćivano u drugi stup. Prema mjesečnom izvatku oko sredine 2024. godine ta osoba na individualnom mirovinskom računu ima 49 659 eura ili 23 059 više od iznosa koji je do tada uplaćen kroz doprinose. Sprega varijacija tijeka novca, prinosa i slabe financijske pismenosti može dovesti do nesporeda o prinosu koji je ilustriran sljedećim izmišljenim dijalogom:

Budući umirovljenik: *O kakvom prosječnom godišnjem prinosu od 5 i nešto posto govorimo? Do sada sam uplatio 26 600, a na računu imam 49 659 eura, dakle oko 87% više. Ulažem više od 22 godine, a računati znam: 87% kroz 22 godine, to ispada oko 3% na godinu. U međuvremenu, inflacija je bila oko 2,5%*

na godinu. Znači, u realnom sam plusu od oko 0,5% na godinu. A plaćali smo i ulaznu naknadu od 0,5%. Taj efekt poništava sav realni prinos. U najboljem slučaju sam realno oko nule: drugi stup ne valja.

Ekspert (uobičajeno dosadan): Moramo ići korak po korak. Prvo: ulazna naknada nema veze s rezultatima fondova. Upravitelji su iz sredstava ulazne naknade u naše ime plaćali regulatore i javne servise – HANFA-in nadzor i Registar osiguranika REGOS. Iznosi koje su im do sada uplaćivali bili su znatno veći od prihoda od ulazne naknade. Usto, naknada za upravljanje sredstvima obvezne mirovinske štednje sada je zakonom ograničena na 0,25%. No, efektivna naknada za upravljanje je malo ispod 0,20% jer upravitelji dva najveća mirovinska fonda ne smiju naplatiti naknadu iznad petine ukupno obračunate naknade; višak naknade se ravnomjerno raspoređuje - vraća na račune svih osiguranika u drugom stupu. Ne želim reći da upravitelji gube, naprotiv, ukupno gledano dobro zarađuju, ali mi smo ti koji kroz naknade ne plaćamo samo društva za upravljanje nego i nadzor institucija. Institucije poput HANFA-e i REGOS-a osiguravaju nam miran san – zakonito poslovanje fondova, kontrolu podataka i tijeka novca, i slično. Sada je imovina pod upravljanjem ipak postala dovoljno velika da se ulazna naknada mogla ukinuti, pa se svi administrativni troškovi namiruju iz naknade za upravljanje. I sada će buduća vrijednost mirovinske štednje, ako hoćemo uzeti u obzir i ulaznu naknadu, u prosjeku biti veća jer je naknada ukinuta. Imat ćemo malo više, ali ne zbog prinosa, nego zbog malo većih uplata. Na koncu, ne možemo ulaznu naknadu oduzimati od realnog prinosa koji si, usput, krivo računao, nego od nominalnog prinosa. Ali, to je tehnika na decimali.

Budući umirovljenik: Ni u što me nisi uvjerio, stručnjače. Jasno mi je da ulazna naknada ne utječe na ocjenu uspješnosti fond menadžera i prinos samoga fonda jer taj novac nikada nije ni ušao u mirovinski fond. Međutim, mene kao budućeg umirovljenika nije briga financiram li državu ili fond menadžera. Plaćam sustav koji nisam dužan razumjeti do razine svakog detalja. To je isto kao što iz onih drugih 15% mirovinskog doprinosa za prvi stup plaćam i administraciju Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje. OK, priznajem da je dobro ako je ulazna naknada u drugom stupu sada ukinuta; to je bolje rješenje nego u prvom stupu, ali ključ je u prinosima, a oni su sramotno niski.

Ekspert (uobičajeno dosadan): *Probat ću ti intuitivno približiti gdje griješiš kod računanja prinosa. Da si 26 600 uplatio prvi dan, uz prosječni godišnji prinos od 5,40%, što je kumulativno 230% od 2002., sada ne bi imao 49 659 na računu, nego, evo računam ... oko 87 800 eura. Ako podijelim 87,8 s 26,6, to je oko 3,3, dakle, 230%. Trik je u tome što tvoja kumulativna stopa uvećanja vrijednosti uplata od oko 87%, što dobiješ kada podijeliš 49 659 s 26 600, nije prinos. Jer nisi od početka imao uloženi 26 600, nego puno manje. Do 26 600 ukupnoga uloga doprinosa došao si na kraju perioda od oko 23 godine uplaćujući male pojedinačne iznose svaki mjesec. Vezu između prinosa i tijeka novca intuitivno ćeš shvatiti ako se zapitaš koliko si imao u prosjeku uplaćenih sredstava na računu kroz 22 godine; recimo, pola od 26 600. To je 13 300. Ako svojih 49 659 podijeliš s 13 300, došao si približno do puta 3 odnosno do prinosa od 200%, a ne 87%. Ni to nije precizno, ali sada možeš intuitivno shvatiti što je prinos i zašto tvojih 87% nije ni blizu ostvarenog prinosa na ulaganja koji je u stvari puno veći.*

Budući umirovljenik: *Sada mi je jasnije. Kako mogu jednostavno i brzo naučiti računati prinos?*

Alat #3: Što je prinos i kako se računa iz novčanog toka?

Kalkulacija prinosa je Sveti Gral financija. Tko njime ovlada, obavio je više od pola posla. Prinos je stopa koja izjednačava novčane tijekomove u vremenu. U konkretnom slučaju, ukupan tijek prošlih uplata treba izjednačiti s današnjom vrijednošću na računu individualne mirovinske štednje. Excel je dobar za računanje jer možemo pristupiti rješenju na različite načine. Prvo se možete poigrati funkcijom buduće vrijednosti (FV - future value). Funkciju =FV(rate;nper;pmt) možete popuniti tako da umjesto nper (number of periods) upišete 266 – to je broj mjeseci u našem primjeru. Zatim, umjesto pmt (payment) upišete 100, što znači da pretpostavljate fiksnu mjesečnu uplatu od 100 novčanih jedinica. Možete varirati stopu (rate) sve dok buduća vrijednost barem približno ne izjednači 49 659. Skratit ću vam put: mjesečna stopa od 0,4313% (ekvivalent godišnje stope od 5,30%) proizvodi buduću vrijednost od 49 659. No, FV funkcija je nezgrapna. Pretpostavlja konstantne periodične uplate. Stvarni novčani tokovi variraju u kraćim razdobljima. Takav je slučaj s uplatama u drugi miro-

vinski stup: plaće se mijenjaju; neki se ljudi zaposle pa nakon nekog vremena budu nezaposleni i tada nema uplata u drugi stup, itd. Zbog toga je korisno naučiti pravu funkciju za prinos u Excelu – IRR (eng. *internal rate of return*). Tu funkciju možemo primijeniti na svaki tip ulaganja i novčani tijek. Zamislite da ste pred 20 godina kupili nekretninu za 100 000 eura, čija je današnja tržišna vrijednost 300 000 eura. Naizgled, fantastičan posao. No, u prvoj godini ste uložili dodatnih 20 000 eura da ju dovedete u za vas zadovoljavajuće stanje. Imali ste još jedan veći izdatak od 10 000 pred 8 godina, a svake godine ste plaćali oko 1 200 eura za komunalnu naknadu i pričuvu, eventualno i porez na kuće za odmor ako ne živite u nekretnini. U jednoj koloni u recima od 1 do 20 u Excelu (to su godine) poredajte novčane tokove tako da izdatke unesete s predznakom minus, a primitke s predznakom plus, ovako: -121 200 u prvoj godini (zbroj kupovnine s uključenim porezom na promet nekretnina, troškova i investicije u obnovu prostora), zatim -1 200 u svakoj sljedećoj godini (ostali porezi, komunalna naknada, pričuva...), s time da u 12.-oj godini dodajete i onu dodatnu investiciju u održavanje od -10 000, a u 20.-i redak tome pribrajate pozitivan iznos od 300 000 koji predstavlja današnju tržišnu vrijednost nekretnine. Nije bitno jeste li ju stvarno prodali za toliko ako ju vrednujete bez precjenjivanja (čemu smo svi skloni kada je riječ o stvarima koje imamo u posjedu; zato budite oprezni s procjenama vrijednosti koje su uvijek subjektivne ako nisu rezultat konkretnih transakcija). U 21.-i redak ćete upisati IRR i jednostavno označiti dio kolone iznad, gdje ste prethodno upisali novčani tijek. Ako su podaci o novčanom tijeku poredani u A1:A20, u A21 upišete IRR(A1:A20) i dobit ćete nominalnu stopu prinosa od 3,98%. Na sličan način, ako znate cijeli tijek vaših pojedinačnih uplata u obvezni mirovinski fond (možete ga dobiti na upit ili iz aplikacije vašeg društva za upravljanje), uz pomoć IRR-a možete ispravno izračunati vaš prinos na ulaganje u mirovinsku štednju umjesto da pogrešno dijelite stanje na računu s kumulativnim iznosom dosadašnjih uplata. Samo ne zaboravite vaše uplate unijeti s predznakom minus, a iznos koji imate na mirovinskom računu s predznakom plus. Tako možete računati prinos u bilo kojem investicijskom projektu.

Iz prikazanog računanja prinosa treba zapamtiti dvije stvari. Prvo, apsolutni novčani iznosi u različitim vremenskim razdobljima mogu zavarati. Urođena nam je psihologija koja nas nije pripremila za intuitivno rješavanje

složenih problema. Zbog toga dobro dođe matematika. Ovaj se problem najčešće ilustrira kontra-intuitivnom prirodom eksponencijalnog učinka složenog ukamaćivanja u dugom roku. No, na primjerima iz *Alata #3* vidjeli smo složene situacije koje još bolje ilustriraju raskorak između psihologije (intuicije) i matematike: nešto što na prvi pogled izgleda kao loše ulaganje u dugom roku (omjer stanja na mirovinskom računu i ukupnih uplata) zapravo ima puno bolji dugoročni prinos od projekta koji na prvi pogled izgleda izvrsno u dugom roku (utrostručenje tržišne vrijednosti nekretnine u 20 godina).

Varljiva priroda novčanog tijeka u vremenu i nepotpunost naših sjećanja u sprezi s prinosima koji variraju u kratkom roku (rizik) lako mogu stvoriti zabunu. Prinosi se najčešće ocjenjuju negativno u periodima kada su kratkoročno negativni, a pozitivno kada su kratkoročno pozitivni. To su promašaji pod diktatom trenutka. Kratkoročne rizike možemo zanemariti, osim ako su epohalnih razmjera – toliko veliki da uništavaju (vrlo) dugoročne prinose. Vidjet ćemo da čak i u tim slučajevima nije sve izgubljeno ako je vremenski horizont preostalog ulaganja dovoljno dug. To je glavna karakteristika dobro upravljane mirovinske štednje koja se razlikuje od kratkoročnih oblika štednje. Dug vremenski horizont ulaganja za mirovine nije bitan samo zbog efekta prinosa u dugom roku, nego i zbog toga što transformira sam pojam rizika. A transformacija rizika u dugom roku omogućuje veću slobodu u upravljanju imovinom za mirovinu.

STRUKTURE PORTFELJA I KATEGORIJE RIZIKA

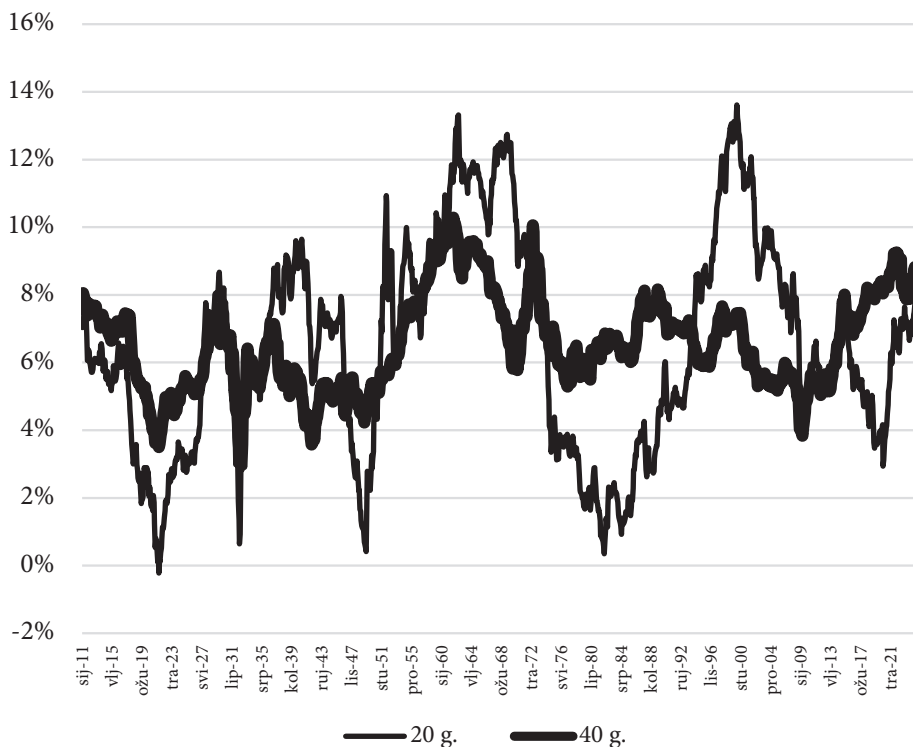
Dio stručnjaka među kojima sam se od samih početaka mirovinske reforme i ja našao upozoravali smo da je početna regulacija naših obveznih mirovinskih fondova u pogledu minimalnog ulaganja u domaće državne obveznice od 70% iz 2002. bila previše restriktivna. Iskustva više generacija iz razvijenih zemalja pokazuju da su dugoročni realni prinosi na obvezničke portfelje – osobito one sastavljene od državnih obveznica – inferiorni u odnosu na portfelje sastavljene od rizičnijih klasa imovine osim nekretnina. Jedan od vodećih akademskih autoriteta u području financija, profesor Aswath Damodaran, nudi pažljivo izračunate prinose od 1928. godine koji dokazuju ovu tezu na primjeru SAD-a. Također, baza podataka koju je za razdoblje od 1871. naovamo, dakle, za raz-

doblje koje obuhvaća i dva svjetska rata, sastavio nobelovac Robert Shiller omogućuje izračun koji potvrđuje Damodaranov rezultat.²

Na temelju Shillerovih podataka u nastavku je izračunat prosječni godišnji realni prinos od ulaganja u američki dionički indeks S&P 500 s uključenim dividendama. Izračun pokazuje što znači transformacija rizika u uvjetima dugog vremenskog horizonta ulaganja. Slika 2 pokazuje da prosječni godišnji realni povrat na indeks S&P 500 za investitore koji su imali strpljenja čekati barem 20 godina od početka prošlog stoljeća nije bio negativan dulje od nekoliko mjeseci. Za ulagače koji su čekali 40 godina rezultat je još bolji – realan prinos je uvijek bio pozitivan. Za strpljive kroz svega 20 godina povremeno su se pojavljivala kraća vremenska razdoblja kada je ishod bio oko nule ili jedva pozitivan, ali to se događalo na kraju razdoblja najvećih povijesnih turbulencija prema kraju i neposredno nakon Prvog i Drugog svjetskog rata, u Velikoj krizi početkom 30-ih godina prošlog stoljeća i u vrijeme velike inflacije početkom 80-ih godina prošlog stoljeća kada je zabilježena zadnja nesretna generacija koja je čekala 20 godina ali nije dočekala pozitivan prinos. Međutim, to zapravo nisu bile nesretne generacije nego 2-3 nesretna godišta kada je 20-godišnji prosječni godišnji prinos bio na minimumu. Izmaknemo li se malo lijevo ili desno od četiri lako uočljiva dna na prikazu 20-godišnjih prinosa vrlo brzo dolazimo do 2% prosječnog godišnjeg realnog prinosa. Najvažniji rezultat promatranja Slike 2 glasi da pojam nesretne generacije ili godišta posve nestaje kroz 40 godina strpljive štednje. To odgovara trajanju radnog vijeka: od početka XX. stoljeća u SAD-u nema generacije s prosječnim godišnjim realnim prinosom značajno nižim od 4% ako je ulagala kroz 40 godina. Veoma dug vremenski horizont ulaganja u vodeći američki dionički indeks transformira rizik.

2 Shiller, Robert: Online Data Robert Shiller. Yale Department of Economics. Pristupljeno 31.8.2024.

Slika 2. Prosječni godišnji prinos realnog indeksa S&P
na bazi ukupnog povrata 1911.-2024.



Metodološka napomena: Prikazani su prosječni godišnji prinosi na temelju „rolling“ metode. Na primjer, 20-godišnji prosječni godišnji prinos u siječnju 2000. dobiven je stavljanjem u odnos vrijednosti total return S&P 500 na taj dan prema siječnju 1980., odnosno prema siječnju 1960. kada je riječ o 40-godišnjem prosječnom realnom prinosu. Svaki mjesec lijevo i desno od siječnja 2000. ponavlja istu pomičnu vremensku udaljenost dvije vrijednosti. Treba uočiti da iza prikazane slike stoji načelo jednokratnog ulaganja. Rezultat se može razlikovati ako se glavnica kontinuirano uplaćuje kroz 40 godina. Razlike mogu biti osobito značajne u različitim scenarijima staza duž kojih redovite uplate variraju u vremenu. Međutim, i u takvim modelima vrijedi rezultat da vremenski horizont ulaganja transformira rizik.

Izvor: Robert Shiller Database, izračun autora

Često se može čuti da je Amerika poseban slučaj i da prikazano iskustvo ne vrijedi u drugim državama. Osobito kod nas, gdje postoje jedva tri desetljeća povijesti kakvog-takvog tržišta kapitala. Međutim, istraživanja u drugim razvijenim zemljama potvrđuju rezultat koji je dobiven za SAD. Ne nužno u pogledu apsolutnih brojki, ali svakako u pogledu činjenice da kratkoročno kolebljivi dionički indeksi daju veće očekivane prinose u dugom roku od drugih

klasa imovine. Wolfgang Bressler je 2010. objavio rad koji pokazuje isto za Njemačku nakon 1870. premda se radi o zemlji koja je u prvoj polovini 20. stoljeća prolazila kroz neprekinut niz tragičnih epizoda.³ U pozadini takvih rezultata leži univerzalna logika akumulacije kapitala koji se demokratizira kroz razvoj institucija tržišta kapitala i na taj način osigurava dugoročan gospodarski rast i pozitivan realni prinos u dugom roku za velik broj građana ako sudjeluju na tržištu kapitala. Prema tome drugi stup se može promatrati i kao prigoda da građani Hrvatske masovno participiraju u aprecijaciji vrijednosti kapitala. Naravno, uvjeti su da alokacija u rizičnije imovine kroz mirovinske fondove bude značajna i da taj segment portfelja bude profesionalno upravljan tako da odbacuje približno istu ili bolju vrijednost kao i burzovni indeksi.

Alat #4: Postoji li razlika između prinosa i ukupnog povrata?

U većini slučajeva ne: prinos jest stopa ukupnoga povrata. Naš zadatak je stoga lak, jer prinos izračunat iz MIREX-a mjeri stopu ukupnog povrata na ulaganja mirovinske štednje u obveznim mirovinskim fondovima. Međutim, kod promatranja nekih financijskih proizvoda ili burzovnih indeksa kao što je S&P 500 treba paziti na metodu izračuna i pojmove. Najpoznatiji dionički indeks na svijetu nije indeks ukupnoga povrata jer ne uključuje dividende koje isplaćuju kompanije koje ulaze u sastav indeksa. Dakle, ako računate prinos od ulaganja u dionice na temelju kretanja izvornih vrijednosti indeksa u nekom razdoblju, to nije stopa ukupnoga povrata. Stoga se posebno računa i objavljuje indeks S&P 500 ukupnoga povrata (eng. total return index) koji uključuje i dividende. Na gornjoj slici korišten je ukupan povrat. CROBEX je isti slučaj. Treba uzeti CROBEXtr (total return) koji uključuje i dividende, a ne izvorni CROBEX. Nasuprot tome, jedan od najpoznatijih europskih indeksa, frankfurtski DAX, konstrukcijski uključuje dividende pa ga nazivamo indeksom ukupnoga povrata. Zaključak glasi: ako želite uspoređivati tržišne indekse, morate paziti kako su računati. Za ilustraciju pojmova na razini pojedinog financijskog instrumenta kada je riječ o instrumentima s fiksnim dohotkom poslužit će nam obveznica na koju ćemo primijeniti nešto što smo naučili – IRR iz Alata #3. Zamislimo

3 Bressler, Wolfgang (2010): *Equity returns, bond returns, and the equity premium in the German capital market*. The European Journal of Finance, 5(3), 186-201.

da na sekundarnom tržištu kupujemo obveznicu nominalne vrijednosti 100 novčanih jedinica (koja je ranije izdana) i koju ćemo prodati prije nego dospije, a isplaćuje kamatu po stopi od 4% godišnje. Tih 4% zovemo kuponskom kamatnom stopom. Period držanja je dvije godine, a cijena kupnje je 102. Ako se cijena do prodaje ne promijeni, prinos je očigledno 4% na godinu po osnovi kuponskih kamata. No, što ako cijena obveznice u trenutku prodaje padne na 100? U nultu godinu u Excelu (fiktivno na kraj te godine odnosno početak razdoblja držanja) upišemo -102, jer toliko smo platili za obveznicu pri kupnji na tržištu, u polje ispod upišemo 4, a ispod toga 100+4 (jer nakon 2 godine prodajemo obveznicu za 100, ali ubiremo drugu isplatu kamate iz kupona). Ispod upišemo IRR (sjetite se Alata #3), označimo gornja tri polja i dobijemo prinos odnosno ukupnu stopu povrata od 2,98% koja je očito puno manja od 4% jer je tržišna cijena obveznice pala u odnosu na cijenu kupnje. To se najčešće događa kada središnje banke vode restriktivnu monetarnu politiku – podižu kamatne stope tržišta novca. Bilo bi obratno - prinos odnosno ukupan povrat bio bi veći od 4% – da je tržišna cijena obveznice rasla u razdoblju dok smo ju držali. Stope dobivene uz pomoć funkcije IRR su prinos, ujedno i ukupan povrat od ulaganja. Kako na tržištima postoje i obveznički indeksi i za njih je važno znati jesu li indeksi ukupnoga povrata. Ako nisu, onda mjere samo kapitalne dobitke i gubitke zbog promjene cijena financijskih instrumenata. Kod MIREX-a nemamo takvih glavobolja jer se sav prihod od ulaganja – dividende, kamate i slično – pripisuje neto vrijednosti portfelja i reflektira u vrijednosti obračunskih jedinica odnosno MIREX-a koji zbog toga predstavlja indeks ukupnoga povrata.

Postavlja se pitanje uvažava li regulacija naših mirovinskih fondova prikazano stoljetno iskustvo svjetskih tržišta kapitala? U nastavku ćemo pokazati da je regulacija ulaganja mirovinskih fondova u Hrvatskoj bila konzervativna, u međuvremenu je liberalizirana, ali je i dalje umjereno konzervativna. Regulatori su dugoročni prinos i rizik godinama promatrali kroz prizmu rizika kratkoročnih fluktuacija cijena vrijednosnica. Takav pogled koji previše naglašava kratkoročne rizike nije bio raširen samo u Hrvatskoj. Utjecao je na stavove regulatora širom srednje i istočne Europe. Štoviše, u drugim post-socialističkim zemljama srednje i istočne Europe problem sklonosti kreatora politike vrlo konzervativnim rješenjima za ulaganja mirovina bio je više izražen

nego u Hrvatskoj. Mirovinski fondovi u razvijenim zemljama puno slobodnije ulažu u dionice. Postavlja se pitanje zašto je to tako i može li se promijeniti ako imamo u vidu da pretjerano konzervativna regulacija koja se opravdava brigom za sigurnost u kratkom roku zapravo može značiti propuštene prilike za ostvarenje većeg prinosa u dugom roku?

STRUKTURE PORTFELJA MIROVINSKIH FONDOVA

Prikazana superiornost ulaganja u dioničke indekse u dugom roku ne znači da cijene dionica u kratkom roku i u prosjeku (a osobito cijene pojedinih dionica) ne mogu varirati više od cijena državnih obveznica. Naprotiv, one to i čine. Upravo zbog toga (rizika) imaju veće očekivane dugoročne povrate. Višak prinosa u rizičnijim dijelovima financijskih portfelja je dionička premija (eng. equity premium) koja predstavlja kompenzaciju za rizik. Ta vrsta rizika uglavnom se može zanemariti ako je riječ o (vrlo) dugoročnoj mirovinskoj štednji koja se - za dani rizik alokacije u dionice - ulaže što sigurnije u burzovne indekse i stabilne kompanije s malom vjerojatnošću stečaja uz adekvatnu diverzifikaciju pojedinačnih ulaganja. Jasno je da konačni gubici zbog lošeg upravljanja dioničkim portfeljima u kojima velik broj izdavatelja dođe do stečaja mogu upropastiti potencijalne prednosti rizičnijih portfelja u dugom roku. Zadaća je fond menadžera da to izbjegnu pametnom diverzifikacijom i odgovornim profesionalnim upravljanjem – prvenstveno zbog toga zaslužuju naknadu.

Posebnost dugoročne mirovinske štednje iz koje proizlazi mogućnost transformacije rizika u dugom roku povezana je s činjenicom da mirovinsku štednju i fondove karakterizira iznimno stabilna pasiva – predvidiv tijekom novčanih priljeva i odljeva. Po tome se mirovinska štednja i fondovi razlikuju od otvorenih investicijskih fondova čija je pasiva povremeno veoma nestabilna – podložna valovima pretjeranog optimizma, i još više, pretjeranog pesimizma. Iz toga proizlaze valovi uplata i isplata; ulagači se ponekad ponašaju kao čopor oponašajući jedni druge. Nasuprot tome, u prirodi je mirovinske štednje i mirovinskih fondova čekanje prinosa kroz duga vremenska razdoblja od 20+ do oko 40 godina koliko iznosi ljudski radni vijek.

Ova spoznaja postupno je pronalazila put do zakonodavstva koje uređuje poslovanje mirovinskih fondova. Inicijalna konzervativna alokacija u našim

mirovinskim fondovima drugog stupa djelomično je liberalizirana nakon ulaska u EU kada zbog slobode kretanja kapitala više nije bilo moguće ograničavati ulaganja u inozemstvo. Tako su EU, odnosno OECD, davne 2013. postali de facto domaće financijsko tržište u smislu regulative. Međutim, relativno visoki limiti za minimalna ulaganja u državne obveznice ostali su i nakon liberalizacije, a portfelji mirovinskih fondova tada su već bili formirani kao iznimno veliki za hrvatske prilike i profilirani regulativom koja je vrijedila prije ulaska Hrvatske u EU. To je značilo da se u strukturi ulaganja obveznih mirovinskih fondova na dan 30.6.2013. 88,3% odnosilo na domaće plasmane, a 64,5% ukupne vrijednosti portfelja bilo je uloženo u domaće državne obveznice. Usto, sve do ulaska Hrvatske u europodručje 1.1.2023. djelovali su limiti povezani s valutnim rizikom koji su ograničavali izlaganje imovini koja nije bila denominirana u kunama. Zbog toga nije postojao širi prostor za međunarodnu diversifikaciju portfelja.

Iako je regulativa 2013. prestala propisivati ulaganja u hrvatske vrijednosne papire, tada nije bilo ni moguće ni potrebno brzo rasprodavati hrvatske državne obveznice. Mirovinski fondovi bili su i ostali najveći ulagači u tu klasu imovine. Brza prodaja (rasprodaja) bila bi autogol i za članove drugog stupa i za hrvatske javne financije. Naime, dugoročna kamatna stopa na hrvatske državne obveznice koju HNB računa na temelju prosječnih obvezničkih prinosa i naziva LTIR iznosila je 4,7% 2013. Već tada se nalazila u dugoročnom padu koji je nastavljen sve do 2022. To je idealna situacija ako se prisjetite Alata #4 (sada ćete shvatiti zašto nam je taj alat bio potreban): uz očekivani rast cijena obveznica i izdašne kuponske kamate, očekivani prinos (ukupan povrat) na portfelj domaćih državnih obveznica bio je visok, štoviše, viši od očekivanog povrata na rizičnija ulaganja na mnogim drugim financijskim tržištima u Europi.

Visok rizik odnosno premija rizika koja je tada bila ugrađena u domaće državne obveznice osigurala je solidan prinos na ulaganja u obveznice u razdoblju do 2021. godine. Sjetite se prve slike: realni MIREX B gotovo se udvostručio od 2009. do 2021. unatoč velikoj koncentraciji ulaganja u domaće državne obveznice, tj. zbog toga. U toku 12 godina od kolovoza 2009. do kolovoza 2021. ukupan rast realnog MIREX-a B iznosio je 78,5% ili oko 5% u prosjeku na godinu. To je vrlo visok prosječni godišnji realan prinos u razdoblju od svega 12 godina kakav su od 2014. do 2024. uspjeli ostvariti samo rizičniji fondovi kategorije A. Slika 2 pokazuje da je 5% u prosjeku godišnje

realno solidan prinos i u 20-godišnjoj perspektivi indeksa S&P 500, a kamoli ne u kraćem razdoblju i na obvezničkom portfelju u zemlji kao što je Hrvatska.

Situacija u kojoj domaće državne obveznice zamjenjuju ulogu drugih rizičnih ulaganja poput dionica neće se ponoviti u tako skoroj budućnosti. Možda se nikada više neće ponoviti. Strukturne promjene nakon ulaska Hrvatske u EU i europodručje znače da je Hrvatska dobrim dijelom financijski konvergirala prema razvijenom dijelu EU gdje se značajno viši prinosi mogu ostvariti samo kroz izlaganje *equity* ulaganjima. To, naravno, ne isključuje mogućnost da i značajnije izloženosti državnim obveznicama budu optimalne u razdobljima kada kamatne stope tržišta novca padaju, a cijene obveznica rastu. Međutim, razlike obvezničkih prinosa (*spreadovi*) između hrvatskih i primjerice njemačkih državnih obveznica više nisu veliki kao nekada, pa će značajni doprinosi dugoročnom prinosu moći doći samo iz rizičnijih ulaganja. Zbog toga regulatorne limite ulaganja u rizičnije klase imovine treba dodatno liberalizirati. Ova tema će se provlačiti u nastavku gdje ćemo ju dodatno objasniti i razraditi iz različitih perspektiva.

Osim promjena propisa o ulaganjima koje su bile povezane s ulaskom u EU, drugi mirovinski stup je 2013.-2014. preoblikovan i pod utjecajem kompetentnih članova administracije, analitičara, fondovske industrije i vanjskih savjetnika. Kao što je već rečeno, mnogi su od početka mirovinske reforme ukazivali na nepodudarnost konzervativnih limita ulaganja fondova s prirodom dugoročne mirovinske štednje. Zbog toga su obvezni mirovinski fondovi u kolovozu 2014. podijeljeni na tri različite kategorije rizika odnosno tri strukture portfelja – A, B i C. Podjela obveznih mirovinskih fondova slijedila je logiku životnog ciklusa prema kojoj su za mlađe ljude primjereniji rizični portfelji s duljim vremenskim horizontom ulaganja jer je više vremena preostalo za nadoknadu učinka eventualnog kratkoročnog pada vrijednosti štednje. Starijima, koji su bliži mirovini, namijenjeni su konzervativni portfelji jer za starije zaposlene pred mirovinom nema dovoljno preostalog vremena u kojemu bi se eventualni nagli kratkoročni pad prinosa stigao nadoknaditi. Sjetite se da rupe prinosa traju i po nekoliko godina (Slika 1). Međutim, moramo objasniti zašto su B-portfelji ostali konzervativno vođeni i dominantni s dan-danas 80% ukupnoga članstva i 89% ukupne vrijednosti mirovinske štednje u drugom stupu. S time je u vezi i objašnjenje zašto se navodna sigurnost portfelja C pokazala iluzijom. Ukratko, moramo objasniti zašto riječi „podjela“ obveznih

mirovinskih fondova iz kolovoza 2014. i „sigurnost“ (C fondova) pišemo u navodnicima.

„PODJELA“ OBVEZNIH MIROVINSKIH FONDOVA I
 „SIGURNOST“ MIROVINSKIH FONDOVA C KATEGORIJE

Četiri razloga objašnjavaju zašto je podjela mirovinskih fondova drugog stupa 2014. godine obavljena na način koji je odgodio punu korist od ove generalno dobrodošle promjene. Vidjet ćemo i kako je izmjenama propisa 2019. i 2024. godine problem ipak otklonjen, ali ćemo dugo godina morati čekati da se to vidi i u strukturi imovine pod upravljanjem u drugom mirovinskom stupu.

Iako je podjela fondova na A, B i C kategorije rizika bila popraćena informativnom kampanjom, ona je bila mlaka. U kraćem razdoblju nakon podjele ranije jedinstvenih obveznih mirovinskih fondova svi smo mogli slobodno prijeći u bilo koju kategoriju fonda, no *defaultni* odabir (ako 2014. nismo otišli u FINA-u i promijenili kategoriju fonda) bio je B. Da je milijun ljudi kojim slučajem tada shvatilo da im se isplati prijeći u fondove kategorije rizika A, bilo bi teže kontrolirati tržište državnih obveznica jer je udjel državnih obveznica u portfeljima kategorije A znatno manji nego u B. S druge strane, u stručnoj, akademskoj i investicijskoj javnosti nije bilo dovoljno glasova koji su zagovarali rješenje A. Kao i danas, dominirale su kritike mirovinskih fondova, prinosa, cijele reforme i drugoga stupa. Ljudi su u takvim uvjetima uglavnom bili zbunjeni i neskloni bilo što mijenjati. Kako je prosječni građanin uopće mogao odlučiti o nečemu tako novom i apstraktnom kao što je portfelj A? Zbog toga članovi drugog stupa uglavnom nisu reagirali, a to je značilo da je najveći dio sredstava ostao uložen u portfelje kategorije B. To objašnjava zašto su fondovi kategorije B i danas dominantni u drugom stupu.

Nakon isteka kratkog razdoblja slobodnog seljenja osobnih mirovinskih računa između fondova različitih kategorija rizika 2014. nepotrebno je aktivirana restriktivna regulativa prema kojoj smo kategoriju fonda pod upravljanjem istog društva za upravljanje mogli promijeniti samo jednom godišnje u mjesecu rođendana. Odredba o mjesecu rođendana ukinuta je 2024. To treba pozdraviti jer takve restrikcije dodatno pasiviziraju ionako pasivne ulagače u drugom stupu. Međutim, ne vjerujem da bi ishod nakon podjele fondova 2014. bio drugačiji i da nije bilo odredbe koja je ograničavala promjenu kategorije

fonda samo na mjesec rođendana to jest da je seljenje u drugi portfelj bez naknade bilo moguće u bilo kom trenutku u godini.

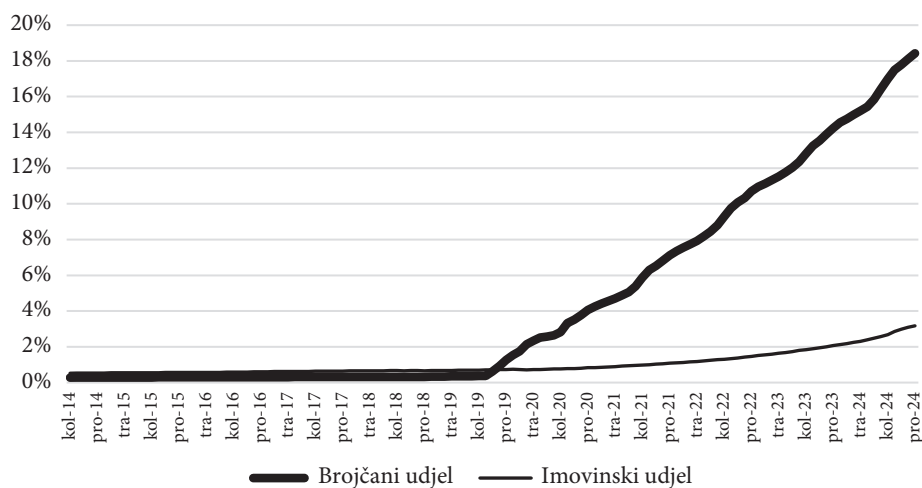
Pretrjeran oprez – politička averzija prema riziku - u vrijeme podjele fondova 2014. vjerojatan je razlog zašto svi novi mladi osiguranici, tj. oni koji tek ulaze na tržište rada prvim zaposlenjem ili nekom drugom vrstom ugovora za stjecanje dohotka, nisu odmah nakon podjele usmjereni u fondove kategorije A nego u kategoriju B. Velika većina novih članova, preko 95%, ne bira aktivno upravitelja i kategoriju fonda, već izbor prepušta regulatoru koji članove raspoređuje (otvara im mirovinske račune) prema zakonskim pravilima. Ta pravila su do 2019. godine nalagala početno članstvo u kategoriji B i za pasivne mlade osiguranike. Logika koja je stajala iza te odredbe bila je da su naši građani financijski konzervativni i jako osjetljivi ako im se vrijednost štednje u kratkom roku smanji. Bio je to loš odabir koji je, srećom, napušten 2019. godine. Od tada se svi novi osiguranici u drugom stupu ako su dovoljno mladi - a to su gotovo svi novi članovi drugog mirovinskog stupa - alociraju u kategoriju A. Kada pogledamo prinose kategorije A, koji su u prosjeku znatno veći od prinosa kategorije B (Tablica 1), vidjet ćemo da treba čestitati svima koji su sudjelovali u odluci da se novi osiguranici učlanjuju u A, a ne u B fondove.

Sljedeća slika pokazuje kako se kretao udjel članova u obveznim mirovinskim fondovima kategorije A. Prikazuje i udjel mirovinske štednje pod upravljanjem u toj kategoriji rizika u ukupnoj mirovinskoj imovini pod upravljanjem u drugom stupu. U samo pet i pol godina od sredine 2019. do kraja 2024. udjel broja članova u fondovima kategorije A u ukupnom broju članova drugog mirovinskog stupa povećan je s 0,4% na 18,4%. Na dan 31.12.2024. fondovi kategorije A imali su 430 tisuća članova. Ako neki klub u Hrvatskoj ima više od 400 tisuća članova i raste, to je klub od posebne društvene važnosti. Osobito ako ima dobre rezultate i uključuje mlađe ljude.

Slika 3 pokazuje da je imovinski udjel fondova kategorije A u ukupnoj imovini pod upravljanjem u obveznim mirovinskim fondovima iznosio 3,1% na kraju 2024. Samo u toku 2024. godine neto imovina pod upravljanjem u kategoriji OMF A povećana je s 417,6 na 737,4 milijuna eura. Međutim, imovinski udjel ne prati puno veći brojčani udjel. Mladi ljudi na početku karijera imaju u prosjeku niže plaće od plaća koje će ostvarivati kasnije u karijeri te štede kraće vrijeme od tipičnog člana fonda kategorije B. Zbog toga će se, tek s protekom vremena, plaće, uplate u drugi stup i trajanje razdoblja ulaganja članova fondova A povećavati te će imovinski udjel sustizati brojčani koji će također rasti

u dugom roku. Ipak, pitanje je koliko će iznositi rast udjela članstva i imovine u OMF-ovima kategorije A do 2040. ili 2050. godine. Ako će današnji mladi osiguranici nastaviti ulagati u kategoriju A kroz veći dio svojih karijera, onda će prema 2050., što nije tako daleko, članovi fondova kategorije A vjerojatno dominirati u drugom stupu obveznog mirovinskog osiguranja. Međutim, da bi se to dogodilo, većina osiguranika trebala bi aktivno odlučiti o ostanku u kategoriji A nakon 15 godina članstva u drugom mirovinskom stupu. Godine 2034. dolazi prva generacija zaposlenih koji su 2019. automatski učlanjeni u fond kategorije A. Prema sadašnjoj regulativi, ako ne biraju aktivno kategoriju mirovinskog fonda, njihovi će osobni mirovinski računi silom zakona biti preseljeni u kategoriju B. Aktivan odabir kategorije A nakon 15 godina otvara mogućnost ostanka u A do 55.-te godine života, tj. do 10 godina prije zakonske dobi za mirovinu kada zakon propisuje seljenje računa u kategoriju B osim ako osiguranik još jednom ne aktivira odabir A, nakon čega pet godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu nastupa konačno obvezno seljenje u kategoriju B. Ključno pitanje glasi hoće li se broj aktivnih osiguranika povećati i kako će oni donositi svoje odluke o alokaciji mirovinske štednje? To je povezano s financijskom pismenošću i osobnim odnosom prema riziku. Temu ćemo dalje razmatrati u četvrtom poglavlju.

Slika 3. Udjeli kategorije A prema broju članova i imovini pod upravljanjem



Izvor: HANFA, izračun autora

Oprez kreatora politike u vrijeme podjele obveznih mirovinskih fondova 2014. godine doveo je do primjene odredbe prema kojoj su računi svih osiguranika u drugom stupu kojima je preostalo još 5 godina do zakonske dobi za odlazak u mirovinu silom zakona seljeni u obveznički portfelj C. Dobar dio današnjeg negativnog odnosa javnosti spram prinosa mirovinskih fondova nije potaknut samo nedavno visokom inflacijom nego prije svega lošim iskustvom prisilnih članova fondova kategorije C. Sjetite se uvjerljivo najlošijih rezultata fondova kategorije C iz Tablice 1. Logika kreatora politike bila je da je C portfelj najmanje rizičan. Međutim, takva neprirodna (nagla) regulatorna kaskada – prisilno seljenje iz B u C – stvorila je nesretnu generaciju novih umirovljenika kojima je vrijednost mirovinske štednje naglo pala neposredno prije mirovine. Vidjeli smo kako su se fondovi kategorije A i B u toku 2023. i 2024. puno brže oporavljali od pada u rupu 2022. godine nego fondovi kategorije C.

Znamo da se veliki rizici u obvezničkim portfeljima pojavljuju rijetko. No isto tako znamo da rupe prinosa poput one na prvoj slici, jednom kada se pojave, relativno dugo traju ako ulaganja u državne obveznice dominiraju u portfelju. Državne obveznice imaju ograničen potencijal oporavka vrijednosti u usporedbi s dioničkim portfeljima. Zbog toga sam u prvom tekstu *Mirovine za 21. stoljeće* koji je pisan u drugoj polovini 2021. i na početku 2022. predložio ukidanje odredbe o obveznom seljenju računa u kategoriju C pet godina prije dostizanja pune starosne dobi za mirovinu. Varijanta tog prijedloga u međuvremenu je prihvaćena i na snazi je od 2024. godine. Sada se seljenje računa u kategoriju C nudi kao opcija. Naravno, pri razmatranju ove opcije ne treba se rukovoditi iskustvom iz neposredne prošlosti. Rizik konzervativnih portfelja jest manji u smislu manje frekvencije loših događaja i manjeg udjela pojedinih vrijednosnica s mogućim velikim padom vrijednosti. Zbog toga i portfelj C može biti dobar odabir za starije članove drugog stupa pred mirovinu, ali samo ako se ne očekuje velika inflacija i rast kamatnih stopa i ako do mirovine nema dovoljno vremena za oporavak u slučaju nastupanja neke nove krize.

Opisano prilagođavanje regulative pozitivnim i negativnim iskustvima u protekle 23 godine poslovanja obveznih mirovinskih fondova učinilo je Hrvatsku dobrim primjerom u srednjoj i istočnoj Europi. Slovačka vlada je zbog straha od pada vrijednosti udjela u mirovinskim fondovima u vrijeme krize 2008./09. nametnula obvezu zaštite vrijednosti glavnice u obveznim mirovinskim fondovima. To je dovelo do rasprodaje rizičnih pozicija u roku od šest mjeseci kada su tržišta bila na dnu. Vlak rasta vrijednosti portfelja mirovinske

štednje više nikada nije uhvaćen i Slovačka je kroz godine postupno odustajala od inicijalno zamišljene mirovinske reforme otvarajući drugi stup za izlazak članova zbog frustracije niskim prinosima. Veliki dio osiguranika takvu je opciju prihvatio. Poljska i Mađarska su slični primjeri. Prema tome, hrvatska regulativa daleko je od idealne, ali se dovoljno brzo prilagođavala tako da su pozitivni realni prinosi bili mogući čak i kada se u izračun uključi najnovije razdoblje visoke inflacije. I to je vjerojatno glavni razlog zašto je drugi stup u Hrvatskoj opstao.

Pouka glasi da kreatori politike i regulatori trebaju biti spremni preispitati i mijenjati svoje ranije odluke - kao što se dogodilo s postupnom liberalizacijom pravila ulaganja i zakonskim izmjenama koje su na snazi od 2024. godine od kada nema više obveze seljenja u kategoriju C prije mirovine. Ako se regulativa stalno usavršava, drugi stup će napredovati. Isto načelo se odnosi na propisane investicijske limite za ulaganja u pojedine klase imovine. U nastavku ih moramo bolje razumjeti kako bismo objasnili zašto ih treba dodatno liberalizirati. Tako ćemo pripremiti teren za ocjenu adekvatnosti prinosa koja mora uzeti u obzir i regulatorna ograničenja alokacije mirovinske štednje. Naime, dugoročni rezultati mirovinskih fondova ne zavise samo o umješnosti upravitelja imovinom. Oni uglavnom zavise o zakonskim limitima ulaganja.

ALOKACIJA IMOVINE UNUTAR KATEGORIJA RIZIKA

Nećemo se baviti fondovima kategorije C za koje je pokazano da su postavljeni maksimalno konzervativno. U nastavku ćemo promatrati fondove kategorija A i B. Oni bi trebali imati širi prostor za postizanje investicijskih alokacija kojima su namijenjeni. Kod A bi to, barem u teoriji, trebalo biti i do 100% u rizičnijim imovinama, što upravitelji fondova u ovom trenutku ne mogu postići. Naravno, realizacija maksimalnog udjela rizičnih imovina u portfelju treba zavisiti o procjenama fond menadžera. Menadžeri mogu značajno smanjiti visoku rizičnu alokaciju ako procjenjuju slabe izgleda za rast vrijednosti rizičnih ulaganja i dobre izgleda za rast vrijednosti obveznica. OMF kategorije A ne mora uvijek imati 100% rizične alokacije, ali je poanta da bi trebao to moći postići bez zakonskih ograničenja. Slijedom iste logike, alokacija na rizične imovine u kategoriji B – ako ju želimo uistinu nazvati balansiranom u smislu rizika – može biti i do 60-70% udjela rizičnih imovina ako fond menadžer procjenjuje

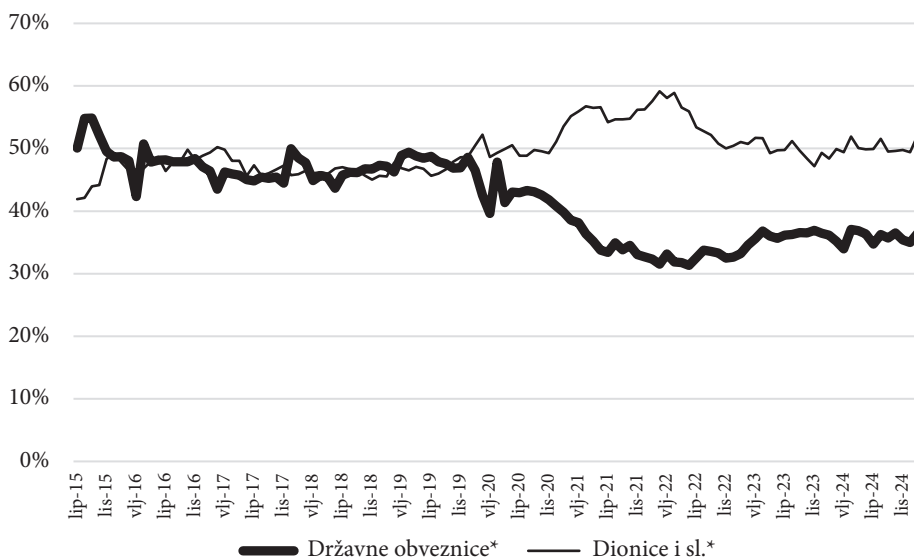
vrlo dobre izgleda za dugoročan rast vrijednosti rizičnijih ulaganja. Obratno vrijedi ako menadžer procjenjuje slabe kratkoročne izgleda. Pola-pola je približno načelo za normalna vremena u balansiranim fondovima. Međutim, to nije tako u praksi našeg drugog mirovinskog stupa. U obje kategorije fondova propisana su minimalna ulaganja u državne obveznice koja ograničavaju širu prilagodbu alokacija u vremenu. Prije zadnjih zakonskih izmjena koje su stupile na snagu 2024. godine donji pragovi za ulaganja u državne obveznice bili su postavljeni na 30% u kategoriji A i 50% u kategoriji B. Zadnje izmjene zakona iz 2024. omogućuju spuštanje donjih pragova za 5 postotnih bodova ako se portfelj proporcionalno puni ulaganjima u alternativne investicijske fondove (AIF) s državnom garancijom. No, takvih AIF-a nema. A ako ih u portfeljima nema, propisani donji pragovi od 30% i 50% ostaju aktivni.

Slike u nastavku pokazuju promjene stvarnih struktura portfelja fondova kategorije A i B od sredine 2015. do kraja 2024. godine. Udjel državnih obveznica u fondovima kategorije A kretao se oko polovine do izbijanja pandemije 2020., kao da se radi o balansiranom fondu a ne o fondu koji teži rizičnijim alokacijama. Zatim je na prijelazu iz 2020. u 2021. godinu alokacija u fondovima kategorije A približena donjem limitu ulaganja u državne obveznice od 30%. Od tada se udjel državnih obveznica u A kreće između 30 i 40%. To je još uvijek visok udjel državnih obveznica u portfelju koji bi trebao biti najrizičniji. Ipak, u novije vrijeme vidi se težnja fond menadžera da iskoriste veći dio prostora koji im je regulatorni okvir ostavio otvorenim.

Ranije visoko održavanje udjela obveznica u kategoriji A možemo tumačiti visokim očekivanim povratima na obveznice sa starijim izdašnim kuponima. Sada fond menadžeri očito računaju s time da je vrijeme visokih očekivanih (realnih) povrata na ulaganja u državne obveznice pri kraju i pokazuju apetit za rizičnijim ulaganjima.

Nadalje, u fondovima kategorije B udjel državnih obveznica zabilježio je smanjenje s oko 70% prije pandemije na aktualnih malo ispod 60%. To je i dalje gotovo 10 postotnih bodova iznad donjeg praga propisanog regulativom.

Slika 4. Struktura portfelja OMF kategorije A



*Kategorija državnih obveznica uključuje i municipalne obveznice. Kategorija dionice i slično uključuje izravna ulaganja u dionice i GDR, sva ulaganja u alternativne investicijske fondove, investicijske fondove (UCITS, što uključuje i ETF-ove) te korporativne obveznice koje smatramo dijelom rizičnije kategorije ulaganja. Ovakva definicija može precijeniti udjel kategorije dionice i sl. ako neki AIF ili UCITS ulaže u državne obveznice. Takva eventualna pogreška ne može biti značajna. Razliku između 100% i zbroja dvije linije na slikama čine depoziti i instrumenti tržišta novca.

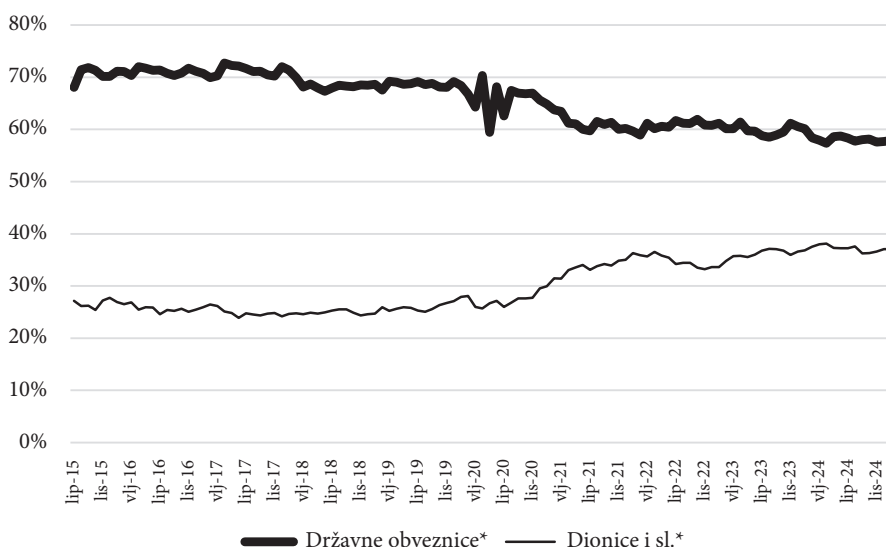
Izvor: HANFA

Iako je alokacija prvenstveno određena regulativnim limitima, prikazana struktura ulaganja odražava i druge čimbenike. Na alokaciju imovine utječu stručne procjene fond menadžera o optimalnoj alokaciji, njihove procjene o podnošljivim kolebanjima prinosa u očima javnosti koja može reagirati na negativna kolebanja (strah od kritika javnosti kojoj nije lako objasniti da veća kolebanja znače veće očekivane prinose u dugom roku), a utječe i naslijeđe visokog udjela mirovinskih fondova u izdanjima državnih obveznica. Naime, visok udjel mirovinskih fondova u izdanjima državnih vrijednosnica Republike Hrvatske izazov je za fond menadžere. Moraju paziti da velike prodaje državnih obveznica ne poremete tržište. Veliko je pitanje bi li s druge strane bilo kupaca kada bi fondovi željeli prodati veće iznose. Od 32,2 milijarde eura izdanih dugoročnih vrijednosnih papira Republike Hrvatske⁴ obvezni miro-

4 Podaci su za travanj 2024. i ne mijenjaju se značajno.

vinski fondovi izravno su držali oko 10,4 milijardi ili 32%. Štoviše, udjel OMF na tržištu državnih obveznica nije se mijenjao značajno u proteklih 10 godina. Sredinom 2015. godine iznosio je 31%. Smanjenje ovog velikog i stabilnog udjela važno je zbog daljnje liberalizacije ulaganja OMF-ova i povećanja slobode fond menadžera u djelovanju prema najboljem interesu osiguranika.

Slika 5. Struktura portfelja OMF kategorije B



*Kategorija državnih obveznica uključuje i municipalne obveznice. Kategorija dionice i slično uključuje izravna ulaganja u dionice i GDR, sva ulaganja u alternativne investicijske fondove, investicijske fondove (UCITS, što uključuje i ETF-ove) te korporativne obveznice koje smatramo dijelom rizičnije kategorije ulaganja. Ovakva definicija može precijeniti udjel kategorije dionice i sl. ako neki AIF ili UCITS ulaže u državne obveznice. Takva eventualna pogreška ne može biti značajna. Razliku između 100% i zbroja dvije linije na slikama čine depoziti i instrumenti tržišta novca.

Izvor: HANFA, Tablica C-3, izračun autora

Zbog toga bi Vlada povrh diversifikacije kupaca državnih obveznica kroz izravne plasmane vrijednosnica građanima, na čemu se intenzivno radilo u protekle dvije godine, trebala aktivnije raditi na smanjenju ovisnosti upravljanja javnim dugom o jednoj vrsti kupaca. Vrata tome su širom otvorena nakon ulaska u europodručje, rasta kreditnog rejtinga i konvergencije obvezničkih prinosa. Smanjenje udjela mirovinskih fondova u ukupnim izdanjima držav-

nih obveznica dvostruki je javni interes. S jedne strane, članovi mirovinskih fondova kao porezni obveznici imaju interes da se fiskalnom politikom i instrumentima javnog duga upravlja sukladno praksi kakva postoji u najrazvijenijim zemljama s najzdravijim javnim financijama u cilju postizanja što nižih obvezničkih prinosa. Na taj način će izdaci za kamate manje teretiti državni proračun i ostajat će više javnih prihoda za druge korisne javne namjene ili smanjenje fiskalnih opterećenja. S druge strane, poreznim obveznicima koji su ujedno članovi mirovinskih fondova nastavak dominacije mirovinskih fondova na tržištu državnih obveznica nije u interesu jer nakon EU i euro-konvergenije više ne mogu osigurati relativno visoke prinose kao u prošlosti. Ravnoteža ova dva suprotstavljena interesa može se ostvariti samo većim okretanjem mirovinskih fondova prema ulaganjima većeg rizika.

ZAKLJUČAK DOSADAŠNJIH NALAZA O PRINOSIMA U DRUGOM STUPU

Definirali smo povijesni i regulatorni kontekst za početak ocjene prinosa. Scena je postavljena za zaključke o sve tri kategorije obveznih mirovinskih fondova (podaci su prikazani u Tablici 1). Sljedeće tri slike (6-8) obuhvaćaju prvo desetljeće nakon podjele obveznih mirovinskih fondova u kolovozu 2014. Promatranjem se mogu potvrditi četiri ključna nalaza (sve brojke koje se navode u nastavku su prosječni godišnji realni prinosi):

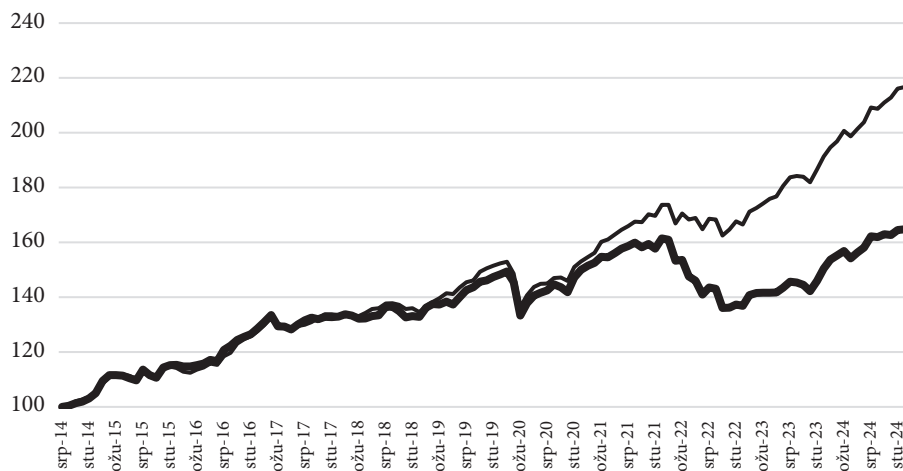
1. Dugoročni (realni) prosječni godišnji prinosi poredani su na način koji je očekivan na temelju teorije i iskustva: $A > B > C$ ($5,0\% > 2,3\% > 0,7\%$). Sve tri kategorije fondova pobijedile su inflaciju u dugom roku (zaštitile su i uvećale realnu vrijednost mirovinske štednje).
2. Prvi zaključak ne vrijedi u kratkom roku 2022.-2023. kada je inflacija srušila realnu vrijednost štednje, a nominalne vrijednosti vrijednosnica bilježile su pad. Gledano u odnosu na maksimume realnih vrijednosti prije zadnjeg inflacijskog vala, realni prinosi su na kraju 2024. bili ispod ranijih maksimuma u fondovima kategorija B i osobito C. Portfelji A bolje su reagirali u uvjetima inflacije jer su obveznice klase imovine koja je posebno osjetljiva na inflaciju – najslabije štite od nje. Nasuprot tome, rizične imovine u prosjeku bolje štite od inflacijskog rizika. Zbog toga su

OMF kategorije A do kraja 2024. postigli vrijednost koja je iznad maksimuma realnog prinosa prije zadnjeg vala inflacije.

3. Realan prinos mjereno MIREX-om B niži je nakon podjele 2014. nego u cijelom razdoblju od početka mirovinske reforme ($2,3\% < 2,8\%$). Razlozi su: (a) razdoblje visoke inflacije prisutnije je (frekventnije se pojavljuje) u razdoblju od 2014. naovamo nego od 2002. naovamo; (b) nominalni prinosi na obveznice nisu više relativno visoki kao nekada jer je premija rizika hrvatskih državnih obveznica strukturno smanjena od 2014. naovamo.
4. Fondovi kategorije B imaju prosječni realni dugoročni prinos koji je bliže fondovima C (razlika je 1,6 postotnih bodova u korist B) nego A (razlika je 2,7 postotnih bodova u korist A). Međutim, ako se gleda samo pad u rupu zbog inflacije 2022., B je bliži A nego C koji najviše zaostaje. Općenito, fondovi kategorije B sličniji su fondovima kategorije C nego A prema visini dugoročnog realnog prinosa, a trajanje izvlačenja iz rupe prinosa će kod B, a osobito kod C, trajati znatno dulje nego kod A. Međutim, slabe performanse fondova kategorije C nisu važne za osiguravatelje koji se sada odlučuju za preseljenje u C. Pri svakoj generalizaciji na temelju prikazanih prinosa treba voditi računa da događaji iz prošlosti imaju ograničenu važnost za prognoze budućnosti. Deset godina je razmjerno kratak rok u financijama mirovinskih sustava. Tek se vremenska razdoblja od 20+ godina mogu smatrati dovoljno reprezentativnima za izvođenje čvršćih zaključaka. Stoga ne možemo isključiti mogućnost da će fondovi C u narednih nekoliko godina imati solidne prinose s obzirom na rizik, ali samo ako inflacija ponovno bude niska.

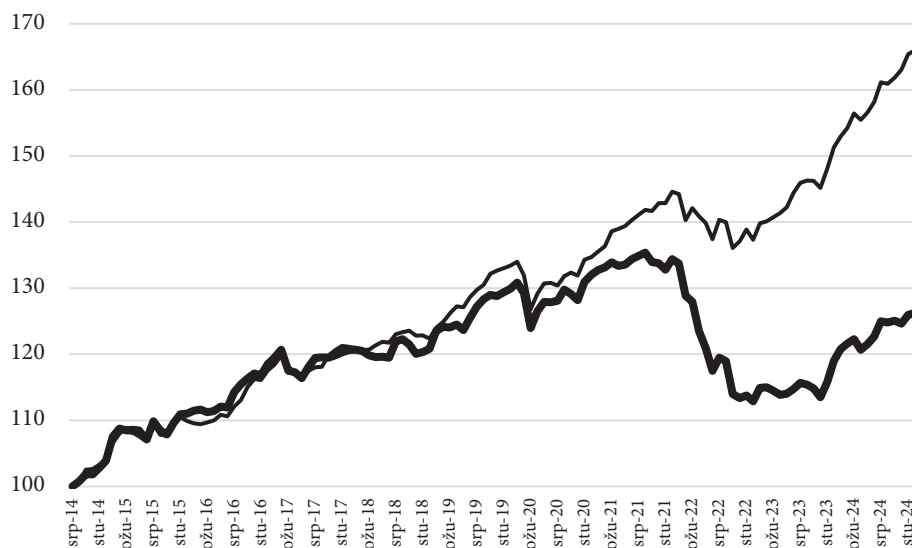
Pri promatranju slika 6-8 vodite računa o tome da tanka linija prikazuje nominalnu vrijednost udjela u obveznim mirovinskim fondovima, deblja linija prikazuje realnu vrijednost, a razlika linija razmjerna je inflaciji.

Slika 6. Nominalni i realni MIREX A od početka poslovanja 2014:07 - 2024:12, 2014:07=100



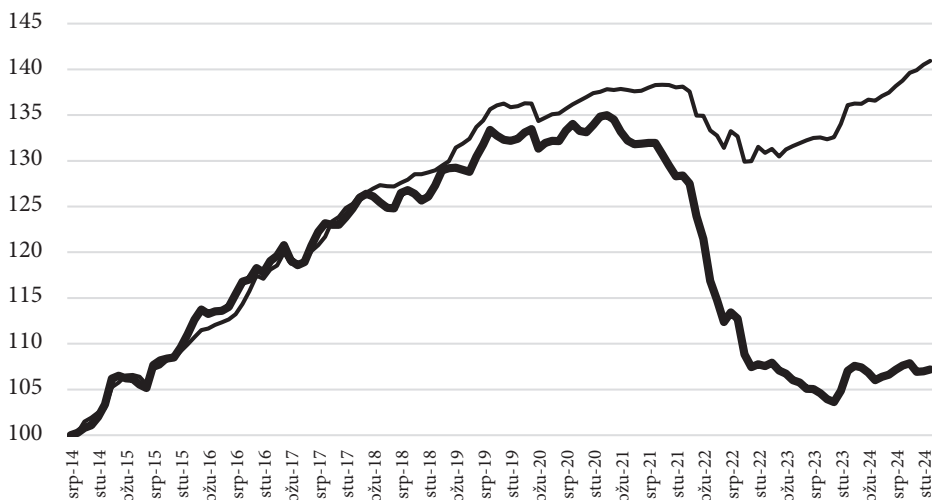
Izvor: HANFA, DZS, izračun autora

Slika 7. Nominalni i realni MIREX B od podjele 2014:07 - 2024:12, 2014:07=100



Izvor: HANFA, DZS, izračun autora

Slika 8. Nominalni i realni MIREX C od početka poslovanja 2014:07 - 2024:12, 2014:07=100



Izvor: HANFA, DZS, izračun autora

PRINOSI U DOBROVOLJNOM TREĆEM STUPU

Do sada smo bili usredotočeni na obvezne mirovinske fondove. U Hrvatskoj posluje i osam otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova (ODMF). Postoji i dvadeset i jedan zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond (ZDMF). ZDMF nisu otvoreni za javnost. Sponzoriraju ih pokretači koji su ih namijenili svojim zaposlenicima ili članovima sindikata.

Među ODMF, u koje svatko po volji može uložiti sredstva namijenjena štednji za mirovinu, postoje velike razlike u pogledu trajanja poslovanja. Najstariji dobrovoljni mirovinski fond pokrenut je 2002., a najmlađi 2017. Ima ih različitih ulagačkih profila i veličina mjereno vrijednošću imovine pod upravljanjem. Članovi - ulagači mogu birati stupanj rizika koji im odgovara iz ponuđenog spektra fondova. Zbog toga je važno prije odluke o sklapanju ugovora o dobrovoljnoj mirovinskoj štednji pažljivo pročitati prospekt fonda i sažete informacije koje se mogu pronaći na stranicama mirovinskih društava.

Skupni indeks poput MIREX-a za treći stup ne postoji jer ODMF su vrlo različiti. Međutim, možete iskoristiti Alat #1 za detaljan pregled i praćenje

razvoja i prinosa dobrovoljnih mirovinskih fondova. Pokušajte iz tog izvora potvrditi koliko je drugi stup veći od trećeg prema kriteriju neto imovine pod upravljanjem: imovina u dobrovoljnim mirovinskim fondovima predstavlja svega 6,2% imovine pod upravljanjem u obveznim mirovinskim fondovima.

Prosječni godišnji prinosi od osnutka ODMF variraju ovisno o profilu rizika: od 2,1% u jednom fondu najkonzervativnijeg profila ulaganja do 6,2% u jednom fondu najaktivnijeg profila. Najstariji i najveći ODMF (tri ih je) imaju prosječne godišnje prinose od 4,3 do 5,8% što je slično OMF-ovima kategorije B. Pažnju treba posvetiti činjenici da se u zadnjih 10 godina prosječni godišnji prinosi značajno razlikuju od prosjeka za cijelo razdoblje poslovanja (poslužite se Alatom #1 kako biste se uvjerali u to).

Treba naglasiti da su ODMF više opterećeni troškovima naknada od OMF. Prosječna naknada za upravljanje kreće se oko 1,8% na godinu. To je rezultat znatno manjeg obujma poslovanja. Zbog toga je ODMF teško postizati veće neto prinose od OMF. Naknade za upravljanje tumačimo uz pomoć dva čimbenika: (1.) spregom nedostatka konkurencije, razmjerno malom imovinom pod upravljanjem i fokusom klijenata na državne poticaje koji su važna odrednica ukupnog povrata na štednju osim samih neto prinosa fondova nakon odbitka naknada, i (2.) ukidanjem ulazne naknade iz koje se u fondovskoj industriji financiraju troškovi prodaje koji su u trećem stupu važni radi promocije dobrovoljne mirovinske štednje, a u Hrvatskoj je ranije služila i za financiranje regulatora. Zbog toga se prodaja i promocija ugovora o štednji u trećem stupu te njegova regulacija također financiraju iz naknade za upravljanje.

S obzirom na manji obujam sredstava pod upravljanjem unatoč značajnom broju članova u trećem stupu (oko 467 tisuća u ODMF i ZDMF), treći mirovinski stup s poticajima trebao bi donijeti više koristi, osobito ljudima s nižim dohocima. Sada je treći stup u tom pogledu ograničen. Zbog toga u Hrvatskoj postoji širok prostor za znatno povećanje dobrovoljne mirovinske štednje i efikasnosti ovog sektora, uz mogućnost boljeg postizanja socijalnih ciljeva mirovinske štednje, ako se u trećem stupu nešto promijeni. Dio prijedloga o tome iznesen je u knjizi Mirovine za 21. stoljeće iz 2022. godine. Ovdje su preporuke za treći stup u petom poglavlju znatno proširene u odnosu na prvo izdanje.

Zasad ostajemo usredotočeni na pitanja drugog mirovinskog stupa. Dosađajni prikaz pozitivnih realnih prinosa nije dovoljan za ocjenu adekvatnosti prinosa u drugom stupu. U sljedećem poglavlju definiramo koncept adekvatnosti prinosa i prikazujemo rezultate analize.

Ocjena adekvatnosti prinosa mirovinskih fondova

Pozitivni realni prinosi koje smo prikazali u prvom poglavlju nisu dovoljni za vrijednosni sud o njihovoj adekvatnosti. Pozitivni realni prinosi otklanjaju radikalne kritike, međutim potreban je veći analitički trud da bi se prinosi mogli ocijeniti adekvatnima. Trebamo kriterije.

U nastavku ćemo prikazati međunarodne usporedbe prinosa mirovinskih fondova i usporedbe s tržišnim indeksima vodeći pri tome računa o regulaciji investicijskih limita kojima država propisuje strukturu ulaganja mirovinskih fondova.

Poglavlje uz analizu sadrži i šire razmatranje uloge prinosa u drugom stupu. Naime, jasno je da veći prinos znači i potencijalno veću ukupnu mirovinu za ljude koji se odluče na isplatu kombinirane mirovine. Otkako je 2019. omogućen odabir modela isplate mirovine – jer nitko ne mora ići u kombiniranu mirovinu nego može odabrati povratak u prvi stup u fazi isplate kao da je cijelo vrijeme uplaćivao 20% mirovinskog doprinosa u prvi stup – važnost prinosa i visine kombinirane mirovine dobili su novu dimenziju. Prinos, preko utjecaja na visinu kombinirane mirovine kroz dio mirovine iz drugog stupa, utječe na odluke novih umirovljenika o tome hoće li prihvatiti kombiniranu mirovinu ili će odabrati povratak u prvi stup u fazi isplate. Ta odluka utječe na financijsku održivost prvog stupa međugeneracijske solidarnosti. U tom slučaju sredstva s osobnog mirovinskog računa uplaćuju se u državni proračun s uključenim prinosom koji je ostvaren za vrijeme oplođivanja mirovinske štednje u drugom stupu. Tako drugi mirovinski stup poprima obilježje fonda demografske fiskalne rezerve. To je isto kao da su neki davni ministri financija odlučili štedjeti javni novac ne bi li ga uvećanog za prinos nakon nekoliko desetljeća ulaganja iskoristili za isplatu mirovina uz manje terete za buduće generacije poreznih obveznika. Usporedba drugog mirovinskog stupa u slučaju povratka osiguranika u prvi stup u fazi isplate mirovine s fondom demografske fiskalne

rezerve otvara neka nova i neočekivana pitanja o kojima će biti riječi u ovom i idućem poglavlju.

Šire teme o uklapanju prinosa u cjelinu funkcioniranja mirovinskog sustava mogu se činiti previše apstraktne za čitatelje koji žele naučiti nešto praktično za poboljšanje osobnih odluka. Stoga uz šira razmatranja i u ovom poglavlju predstavljamo alate – praktične bilješke o tome gdje možete pronaći podatke i kako izračunati nešto što može biti od koristi za donošenje odluka o mirovini.

MEĐUNARODNE USPOREDBE PRINOSA MIROVINSKIH FONDOVA

OECD svake godine objavljuje prinose mirovinskih fondova u usporedivim sustavima osobne kapitalizirane mirovinske štednje širom svijeta. Ocjenu je zanimljivo zaključiti upravo s 2022. godinom. Bila je to godina kada je visoka inflacija uzrokovala najlošije rezultate mirovinskih fondova širom svijeta u zadnjih nekoliko desetljeća. Podaci u Tablici 2 pokazuju da su hrvatski OMF-ovi, osim fondova kategorije C, u proteklih 5 i 10 godina ostvarili natprosječne prinose u usporedbi s fondovima u drugim članicama OECD-a. U kratkom razdoblju globalnog potopa realnih prinosa zbog inflacije 2022., pad vrijednosti udjela u hrvatskim OMF kretao se oko globalnog prosjeka. Također treba primijetiti da niti u jednoj prikazanoj zemlji mirovinski fondovi nisu uspjeli zaštititi portfelje od inflacijskog rizika. Padovi 2022. iznosili su od 7,6% u Australiji do 30% u Litvi. Litva je imala iznimno visoku inflaciju od 22% godišnje na vrhuncu prošlog inflacijskog ciklusa. To je velika razlika naspram inflacijskog vrhunca u Hrvatskoj, koji se početkom 2023. približio 13%.

Ako promatramo dulja vremenska razdoblja, hrvatski mirovinski fondovi kategorije A su visoko pozicionirani. Iako ne sustižu najbolje mirovinske fondove individualne kapitalizirane štednje na svijetu (Australija, Kanada, Island i Izrael) nalaze se u gornjoj polovini liste i bolji su od drugih sličnih mirovinskih fondova u srednjoj i istočnoj Europi.⁵ Isti zaključak vrijedi za fondove kategorije B u duljim vremenskim razdobljima.

Upućeniji čitatelj će primijetiti da se u donjoj tablici nalaze i obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi. Na primjer, podaci za Češku i Sloveniju prikazuju rezultate dobrovoljnih mirovinskih fondova čiji su prinosi relativno niski. Češ-

5 U tablicu nisu uključeni rumunjski fondovi jer Rumunjska nije članica OECD-a.

ka i Slovenija nisu provodile mirovinsku reformu kao druge zemlje u regiji, pa zbog toga nemaju obvezne mirovinske fondove. Međutim, za usporedbe prinosa nije toliko važno jesu li mirovinski fondovi obvezni ili dobrovoljni. Dobrovoljnim mirovinskim fondovima može se upravljati na sličan način kao i obveznima ako im pasiva nije podložna naglim izlascima - povlačenjima sredstava - i ako je regulativa slična kao kod obveznih mirovinskih fondova. Prema tome, dok se radi o mirovinskim fondovima iz kojih nije moguće u svakom trenutku po volji člana fonda povući štednju, za ocjene prinosa puno je važnije kakve su strukture portfelja mirovinskih fondova, a ne o kakvim se tipovima mirovinskih fondova radi.

Tablica 2. Prosječni godišnji realni prinosi na mirovinsku štednju u mirovinskim fondovima na bazi individualne kapitalizirane štednje do kraja 2022. godine

Realne stope povrata na mirovinsku štednju (anualizirano)					
	2022	5-godišnji prosjek	10-godišnji prosjek	15-godišnji prosjek	20-godišnji prosjek
Australija	-7,6	3,3	5,4	2,8	4,0
Austrija	-18,4	-2,9	0,2	-0,3	0,8
Kanada	-8,9	1,7	3,9	3,6	4,1
Čile	-8,6	0,1	2,0	1,4	3,1
Češka	-13,3	-4,7	-2,4	-1,7	-1,0
Danska	-21,1	-0,8	1,9	2,6	3,3
Estonija	-22,8	-4,1	-1,0	-2,2	-1,1
Finska	-13,1	1,6	3,6		
Njemačka	-8,6	-0,6	1,2	1,6	1,9
Grčka	-14,9	-0,7			
Mađarska	-25,4	-6,3	-0,3		
Island	-11,7	3,6	4,2	1,7	3,3
Irska	-20,2	1,1			
Izrael	-8,6	3,5	4,7	3,8	

MIROVINE ZA 21. STOLJEĆE

Realne stope povrata na mirovinsku štednju (anualizirano)					
	2022	5-godišnji prosjeak	10-godišnji prosjeak	15-godišnji prosjeak	20-godišnji prosjeak
Italija	-17,0	-2,5	0,2	0,3	0,9
Latvija	-29,7	-6,3	-2,2	-1,8	-1,9
Litva	-30,0	-4,6	-0,5		
Luksemburg	-19,0	-3,2	-0,2	-0,2	
Nizozemska	-28,0	-3,2	1,3	1,8	3,1
Norveška	-11,0	0,2	2,2	2,4	3,5
Poljska	-28,2	-7,2			
Portugal	-18,3	-1,8	0,8	0,0	1,6
Slovačka	-22,5	-4,4	-1,4	-1,7	
Slovenija	-15,2	-2,6	1,2	2,0	
Španjolska	-13,9	-1,8	1,1	0,6	
Švicarska	-12,0	0,8	2,9	2,3	2,8
Ujedinjena Kraljevina	-25,4				
SAD	-18,1	-1,4	1,4	-0,1	1,0
Hrvatska A*	-15,2	0,6	3,8		
Hrvatska B	-16,0	-1,3	2,4	1,7	2,2
Hrvatska C*	-16,2	-2,9	0,9		
Prosjeak bez Hrvatske	-17,6	-1,6	1,3	0,9	1,8

*Kod 10-godišnjih prinosa za A i C prikazani su prinosi MIREX-a u razdoblju od 8 godina i 5 mjeseci (prosinac 2022. u odnosu na srpanj 2014.); kod B-fondova prikazani su prinosi za puna razdoblja.

Izvor: HANFA, izračuni autora za Hrvatsku, za druge zemlje OECD
Pensions at a Glance 2023, tablica 9.3., str. 227.

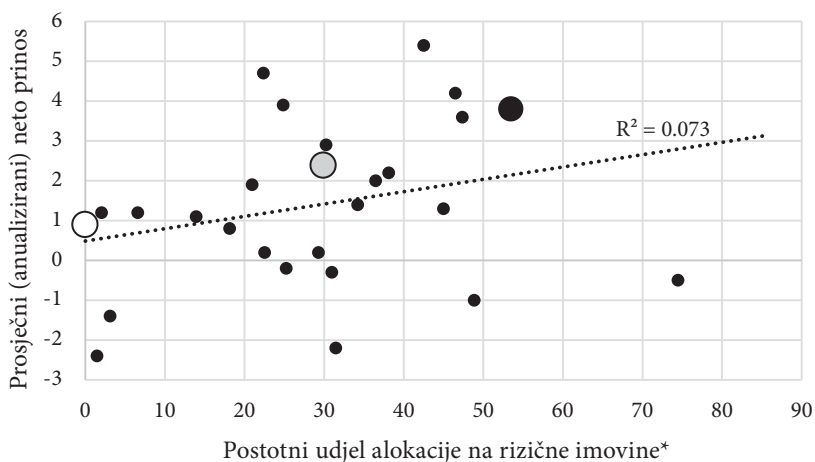
Pri usporedbama prinosa treba voditi računa o različitim strukturama portfelja fondova. U prvom poglavlju je objašnjeno da su u Hrvatskoj na djelu relativno strogi limiti minimalnih udjela državnih obveznica od 30% u kategoriji A i 50% u kategoriji B. Fond menadžeri ne mogu smanjiti ove udjele niti kada

očekuju rast kamatnih stopa i prinosa na dionice. Sve što mogu činiti u takvim vremenima je kratiti duracije obvezničkih portfelja. Stoga ćemo bolju ocjenu na temelju međunarodnih usporedbi dobiti ako realne prinose iz gornje tablice stavimo u odnos prema strukturama portfelja mirovinske štednje odnosno prema udjelima rizičnih imovina u portfeljima. Tako ćemo stvoriti sliku o tome koliki je prosječni očekivani prinos za danu strukturu alokacije portfelja.

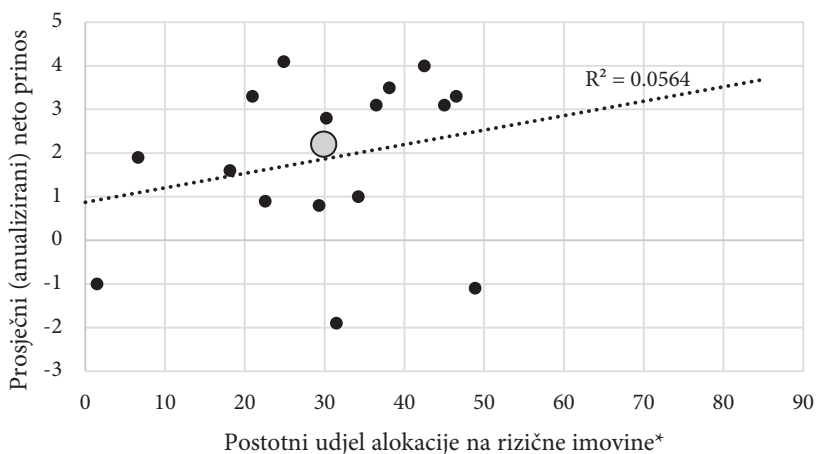
Strukture portfelja mirovinskih fondova u pravilu se ne mijenjaju brzo. Međutim, tvrdnja ne mora vrijediti uvijek i svuda. U razvijenim, naročito u anglosaksonskim zemljama, fond menadžeri uglavnom imaju više slobode u prilagođavanju struktura mirovinskih portfelja očekivanim promjenama odnosa prinosa i rizika pojedinih klasa imovine. Uz to, financijska tržišta tamo su razvijenija i likvidnija. To olakšava promjenu strategija alokacije u djelo. Utoliko analiza u nastavku predstavlja prvu naznaku veza između struktura alokacije i prinosa koja je važna za zemlje gdje se alokacije mijenjaju sporo kao u Hrvatskoj. U nastavku pretpostavljamo da je struktura alokacije portfelja u 2020. godini reprezentativna za dulje vremensko razdoblje. Detaljnija analiza utjecaja promjena alokacije u kraćim vremenskim razdobljima izlazi izvan okvira ove knjige.

U nastavku prikazujemo analizu za 10 i 20 godina prinosa. Analizu 5-godišnjih realnih prinosa koji su pod snažnim utjecajem nedavnog razdoblja visoke inflacije možete pronaći u prilogu na kraju poglavlja. Podaci za hrvatske OMF označeni su većim krugovima bijele boje za kategoriju C, sive za kategoriju B i crne za kategoriju A. Na Slici 9 s 10-godišnjim prinosima uključene su sve tri kategorije OMF, a na Slici 10 s 20-godišnjim prinosima prikazana je samo kategorija B jer jedina tako dugo posluje. Slike pokazuju da se naši obvezni mirovinski fondovi nalaze iznad regresijskih linija. To znači da u dugom roku ostvaruju realne neto prinose koji su iznad očekivanja s obzirom na strukture portfelja i prinose u većem broju država.

Slika 9. Realni 10-godišnji anualizirani prinos naspram alokacije portfelja



Slika 10. 9. Realni 20-godišnji anualizirani prinos naspram alokacije portfelja



* Na osi X su prikazane alokacije 2020. Za više detalja i izvore podataka za Hrvatsku konzultirajte bilješku i izvore ispod Tablice 1 s podacima o realnim prinosima u prvom poglavlju. U prilogu na kraju ovog poglavlja nalaze se slike konstruirane na temelju manjih uzoraka (kraćih vremenskih razdoblja) nakon izbacivanja tri baltičke države koje imaju značajne alokacije na rizične imovine i negativne realne prinose. Sivi krug prikazuje rezultat obveznih mirovinskih fondova kategorije B, crni kategorije A, a bijeli kategorije C.

Izvor: OECD, izračuni autora

Slikama se može prigovoriti zbog niskog R-kvadrata. Problem velike disperzije podataka ponajprije je uzrokovan rezultatima mirovinskih fondova u zemljama gdje su prinosi daleko ispod očekivanih s obzirom na udjel rizičnih imovina. Na slici s 10-godišnjim prinosisima to su Estonija i Litva s rizičnim alokacijama od 49% i 74% i negativnim realnim prinosisima u dugom roku. Može im se pridodati i Latvija s alokacijom od 31,5% i još slabijim negativnim realnim prinosisom. Na slici 20-godišnjih prinosa Litva i Latvija također imaju najveća odstupanja. Rezultati su pod utjecajem visoke inflacije u spomenutim zemljama i činjenice da rizičnija ulaganja fondova iz ovih država nisu uspjela zaštititi portfelje od pogubnog inflacijskog utjecaja. Problematično iskustvo država s Baltika pojačava argument o solidnim rezultatima hrvatskih obveznih mirovinskih fondova u dugom roku jer slični mirovinski fondovi u sličnim zemljama bilježe osjetno lošije rezultate.

U prilogu na kraju poglavlja možete provjeriti kako izgledaju slike kada se države Baltika izbace iz uzorka. R-kvadrati jako rastu, a hrvatski mirovinski fondovi ostaju iznad regresijskih linija. Zaključak se ne mijenja, štoviše, pojačava se nakon izbacivanja inflacijom posebno pogođenih država iz uzorka. To znači da su hrvatski obvezni mirovinski fondovi ostvarivali očekivane dugoročne realne prinose s obzirom na alokacije mirovinske imovine i s obzirom na rezultate mirovinskih fondovima u zemljama članicama OECD-a. Ako nema vidljivog podbačaja, za prinose možemo reći da su uz dane alokacije mogli biti bolji, ali treba dodati i da su bili – adekvatni.

Iz prikazanih grafikona mogu se izvesti i dva šira zaključka. Prvo, adekvatni realni prinosi možda su glavni razlog dosadašnjeg opstanka drugog stupa u Hrvatskoj. Naime, drugi stup obvezne štednje za mirovinu nakon pokretanja doživio je znatne revizije, pa i demontaže upravo u zemljama gdje su realni prinosi bili niski (Poljska - vidjeti u prilogu, i države Baltika te ranije Mađarska 2011.). Drugo, dugoročni prinosi su u velikoj mjeri određeni alokacijom koja je uvjetovana regulativnim limitima tj. propisanim minimalnim ulaganjima u državne obveznice. Slike su pokazale da između rizičnih alokacija i dugoročnih realnih prinosa postoji pozitivna veza. Takav rezultat upućuje na to da bi se hrvatski drugi stup mogao unaprijediti daljnjim labavljenjem investicijskih limita – ukidanjem minimalnih 30% ulaganja u obveznice u kategoriji A i spuštanjem minimalnih 50% u kategoriji B na 30%. A kako je značajan dio alokacije naše osobne mirovinske štednje određen osobnim odlukama o odabiru kategorije rizika (što najveći broj osiguranika nije koristio i nastavio se

ponašati pasivno ostajući u kategoriji B), očito je kako uz daljnju liberalizaciju limita treba provesti i šire financijsko opismenjavanje kako bi članovi fondova B kategorije, s obzirom na dob, bolje artikulirali svoj dugoročni financijski interes i pretočili ga u svjesni odabir kategorije rizika umjesto da odluku o alokaciji ulaganja prepuštaju državi. To osobito vrijedi za mlađe ljude čiji će se računi seliti u kategoriju B nakon 15 godina ako ne budu aktivno birali. Stariji, u dobi bližoj mirovini, trebaju biti oprezniji – za njih se kategorija C i dalje može pokazati kao dobar odabir u vremenima niske inflacije i smanjenja kamatnih stopa.

Mogućim daljnjim koracima u reformi regulacije vratit ćemo se nakon što u nastavku dodatno učvrstimo tezu o adekvatnim realnim prinosima hrvatskih mirovinskih fondova u dugom roku. U tu svrhu poslužit će usporedbe s orijentacijskim vrijednostima na temelju kretanja tržišnih indeksa.

USPOREDBE PRINOSA MIROVINSKIH FONDOVA S ORIJENTACIJSKIM VRIJEDNOSTIMA

U analizi rezultata investicijskih fondova uobičajeno je rezultate uspoređivati s orijentacijskim vrijednostima (eng. *benchmark*). Uspoređuju se nominalni prinosi jer inflacija jednako djeluje na vrijednost udjela u fondu kao i na benchmark. Benchmark je neki tržišni indeks ili vagani prosjek tržišnih indeksa koji oponaša strukturu portfelja fonda.

Princip ove usporedbe ilustrirat ćemo primjerom. Zamislimo neki dionički fond u Hrvatskoj koji ulaže širom svijeta. Ako želimo biti strogi, rezultat toga fonda usporedit ćemo s dioničkim indeksom burze u New Yorku S&P 500. Međutim, vrednovanje provodimo iz hrvatske odnosno eurske perspektive što znači da rezultat moramo korigirati za promjenu tečaja EURUSD. Eurski prinos je veći od dolarskog jer je dolar u proteklih 10 godina ojačao. Međutim, s motrišta domaćih mirovinskih fondova ne možemo poći od usporedbe sa S&P 500 jer, prvo, mirovinski fondovi nisu mogli svu imovinu ulagati u dionice, i drugo, dolarska su ulaganja ograničena regulatornim limitima za valutni rizik. Pasive hrvatskih mirovinskih fondova u većem dijelu promatranog razdoblja bile su kunske i stoga je *benchmark* za vrednovanje prošlih rezultata logičnije konstruirati na temelju europskih i domaćih indeksa.

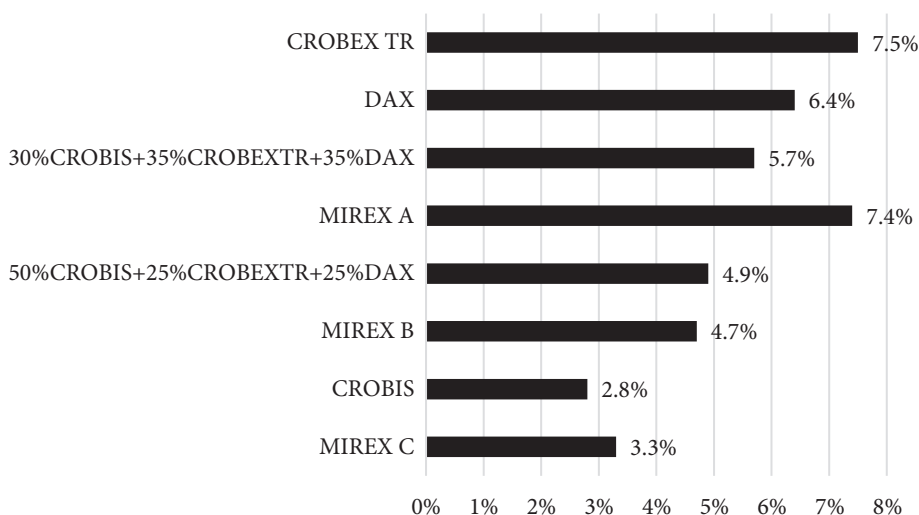
Dionički indeks Zagrebačke burze CROBEX (na temelju ukupnog povrata: CROBEXtr, sjetite se Alata #4 iz prvog poglavlja) krajem lipnja 2024. nalazio se na 104,8% višoj razini u odnosu na kraj srpnja 2014. netom pred podjelu obveznih mirovinskih fondova na kategorije rizika u kolovozu 2014. 104,8% u tom razdoblju daje prosječni godišnji prinos na ulaganja u hrvatske dionice koje ulaze u sastav indeksa CROBEX od 7,5%.⁶ U istom razdoblju, prinos na frankfurtski DAX, koji je indeks ukupnoga povrata, iznosio je 6,4%. CROBEX je pobijedio DAX u dugom roku, a prosjek CROBEX-a i DAX-a zabilježio je prosječni godišnji rast od oko 7%. Taj prosjek je logičan odabir za dionički benchmark – orijentacijsku vrijednost koju ćemo uključiti u složeniji benchmark za ocjenu prinosa mirovinskih fondova. S obzirom na skroman razvitak domaćeg tržišta kapitala nije moguće zamisliti kako bi fondovi kategorije B uložili imovinu koju su mogli ulagati u rizičnije klase imovine samo u hrvatske dionice. Naši obvezni mirovinski fondovi preveliki su samo za domaće tržište kapitala pa je međunarodna diverzifikacija portfelja nužnost. Uz to, međunarodna diverzifikacija je i dobra praksa u interesu članova fondova.

Od početka podjele fondova do sredine 2024. nominalni godišnji prosječni prinos fondova kategorije A iznosio je 7,4%, a isti prosjek za kategoriju B iznosio je 4,7%. Iako je – sjetite se prvog poglavlja – kategorija A imala značajan udjel državnih obveznica u portfelju, ovi su fondovi pobijedili isključivo dionički benchmark. Prinos u kategoriji B, dijelom zbog znatno većeg udjela državnih obveznica, nije pobijedio dionički orijentir. Naravno, nema smisla uspoređivati čisti dionički benchmark poput prosjeka CROBEX-a i DAX-a s mirovinskim fondovima koji zbog propisa moraju držati značajan dio portfelja u državnim obveznicama. Minimalno 30% pondera u benchmarku za kategoriju A i minimalno 50% u benchmarku za kategoriju B treba dodijeliti obvezničkom indeksu koji također treba biti indeks ukupnoga povrata. Takav je indeks CROBIS. Mjeri se za obveznice koje su uvrštene na Zagrebačku burzu. Ukupan prinos CROBIS-a u promatranom razdoblju od podjele fondova do sredine 2024. iznosi 31% ili 2,8% na godinu. To znači da prosječni godišnji prinos benchmarka s 30% udjela CROBIS-a iznosi 5,7%, dok prosječni godišnji prinos benchmarka s 50% udjela CROBIS-a iznosi 4,9%.

6 Analiza završava s 30.6.2024. jer je napravljena prije objave podataka do kraja 2024. godine koji su korišteni u prvom poglavlju. Mala vremenska razlika ne utječe na zaključke.

Rezultat na Slici 11 pokazuje da su fondovi kategorija A i C od podjele 2014. pobijedili svoje orijentacijske vrijednosti, dok su fondovi kategorije B blago zaostali za 0,2 postotna boda za orijentirano s 50% udjela CROBIS-a. Potonje je rezultat naslijeđa udjela državnih obveznica u portfeljima B, koji je osjetno veći od udjela u benchmarku. Da je udjel CROBIS-a u benchmarku 55%, prosječni godišnji prinos benchmarka iznosio bi 4,6%, što je malo niže od MIREX-a B koji bi u tom slučaju izašao kao pobjednik.

Slika 11. 10-godišnji nominalni prosječni godišnji prinosi: do lipnja 2024.



Izvor: izračun autora

Analiza uz pomoć orijentacijskih vrijednosti učvrstila je raniji zaključak o adekvatnim prinosima hrvatskih obveznih mirovinskih fondova koji ne zaostaju za tržištem. Do tog se zaključka dolazi ako se regulatorni investicijski limiti uzmu u obzir pri konstrukciji kriterija orijentacijske vrijednosti.

Prije nego što priču o prinosima proširimo na ulogu prinosa u cjelini mirovinskog sustava, još jednom se moramo vratiti pojmu rizika. U usporedbama prinosa uobičajeno ih je staviti u odnos prema riziku i računati takozvani prinos prilagođen za rizik (eng. *risk-adjusted return*). Tome služi Sharpeov omjer koji pokazuje višak prinosa s obzirom na preuzeti rizik. Prikaz takvog izračuna nalazi se u Alatu #5. Korisno ga je znati ako vam je investicijski horizont

kratak ili neizvjestan, odnosno ako dopuštate mogućnost da u nekom ne tako dalekom trenutku u budućnosti likvidirate ulaganje. Međutim, mirovinska štednja ne uklapa se u takav konceptualni okvir. Ona je veoma dugoročna i iz nje se u pravilu ne izlazi prije odlaska u mirovinu što za većinu ljudi znači za 2-3 desetljeća. Stoga vas kratkoročni rizici prije nego što dođete do nekoliko godina prije mirovine ne bi trebali previše brinuti.

Alat #5: Sharpeov omjer

Sharpeov omjer pokazuje višak prinosa nekog portfelja R iznad prinosa portfelja bez rizika (R_f) po jedinici preuzetog rizika. Rizik mjerimo pomoću standardne devijacije prinosa portfelja R (radi upućivanja na Excel koristimo naziv funkcije Excela STDEV u jednadžbi Sharpeova omjera): $(R-R_f)/STDEV_{(R)}$. Na primjer, može nas zanimati kakav je odnos Sharpeova omjera za MIREX B i gore prikazani benchmark s 50% pondera CROBIS-a, 25% CROBEX-a i 25% DAX-a. Prinos koji je navodno bez rizika (R_f) je uvijek povrat na državne obveznice koji ovdje mjerimo CROBIS-om. Prema tome, iz podataka na Slici 11 slijedi da za benchmark za kategoriju B (50% CROBIS, 25% CROBEXtr, 25% DAX) vrijedi višak prinosa $R-R_f=4,9-2,8=2,1$, a za MIREX B vrijedi $R-R_f=4,7-2,8=1,9$. Benchmark je u blagoj prednosti od 0,2 postotna boda kada je riječ o brojniku. No, trebamo i nazivnike – mjere rizika za oba indeksa. Njih ćemo izračunati tako da u stupcima u Excelu poredamo godišnje stope prinosa po mjesecima (kako je prvo opažanje kraj srpnja 2014., prvu godišnju stopu imamo u srpnju 2015., a zadnju u lipnju 2024.), zatim u dnu ispod zadnjeg opažanja upišemo funkciju STDEV(), te u zagradi označimo kolonu s nizom godišnjih prinosa. Mjere rizika iznose 7,47% za benchmark i 3,53% za MIREX B. Kada se viškovi prinosa benchmarka i MIREX-a B podijele sa standardnim devijacijama godišnjih prinosa na mjesečnoj frekvenciji, dobivaju se Sharpeovi omjeri od 0,56 za MIREX B i 0,33 za benchmark. Prema kriteriju prinosa prilagođenog za rizik, MIREX B ima bolji rezultat – veći višak prinosa po jedinici preuzetog rizika u odnosu na benchmark sastavljen od tri vagana tržišna indeksa.

ŠIRA SLIKA: SUSTAVNA ULOGA PRINOSA I NJIHOVA VAŽNOST ZA ODABIR NAČINA ISPLATE MIROVINE

Dosadašnja analiza prinosa imala je tehnički karakter. Prinosi su analizirani kao da je riječ o prinosima u kakvom investicijskom fondu. U nastavku ćemo promijeniti perspektivu i sagledavati prinose iz perspektive funkcioniranja cijelog mirovinskog sustava.

Prinosi na mirovinsku štednju uz niz drugih čimbenika odlučuju o obliku mirovine koju će osiguranik odabrati u trenutku prijelaza iz svijeta rada u mirovinu. Od 2019. godine svaki umirovljenik bira želi li koristiti kombiniranu mirovinu iz prvog i drugog stupa, pri čemu se kombinirana sastoji od osnovne mirovine iz prvog stupa i mirovine iz drugog stupa koju isplaćuju mirovinska osiguravajuća društva na temelju prenesene mirovinske štednje, ili mirovinu samo iz prvog stupa kao da je cijelo vrijeme uplaćivao cjelokupan doprinos od 20% bruto plaće u prvi mirovinski stup. U odabiru načina isplate mirovine najvažnije je koja je mirovina veća. U tom odnosu važnu ulogu ima mirovina iz drugog stupa čija visina zavisi o mirovinskoj štednji koju smo ostvarili do trenutka odlaska u mirovinu. Hrvatska je jedinstvena po ovakvom opcijskom modelu isplate mirovine.

Osnovna mirovina iz prvog stupa ključan je dio kombinirane mirovine. Ona je za približno četvrtinu manja od pune mirovine koju umirovljenik može ostvariti ako se vrati u prvi stup u fazi isplate. Prvo moramo razumjeti zašto osnovna mirovina nije točno za četvrtinu nego približno za četvrtinu manja od pune mirovine iz prvog stupa. Tri četvrtine je omjer uplaćenih doprinosa u prvi stup (izraženo u stopama od bruto plaće: 15%/20%), pa se koeficijent od $\frac{3}{4}$ (osnovna / puna starosna mirovina iz prvog stupa) primjenjuje samo na razdoblje uplata u drugi stup.

Zamislimo osobu koja je u trenutku početka mirovinske reforme 2002. imala 40 godina. Počela je raditi s 25 godina i nikada nakon toga nije bila nezaposlena. Zamislimo i da je ta osoba 2022. otišla u prijevremenu starosnu mirovinu sa 60 godina.⁷ Ukupan staž te osobe, označimo ga brojem godina N

7 Hrvatski umirovljenici mogu ići u mirovinu pet godina prije dostizanja pune starosne dobi za mirovinu. Starosna dob je 65 godina za muškarce. Za žene se postupno približava 65 po 3 mjeseca svake godine. 65 će biti dostignuto 2030. Mogućnost izlaska u umanjenu prijevremenu mirovinu čak pet godina prije dostizanja pune starosne dobi jedan je od najlabavije postavljenih uvjeta za prijevremeno umirovljenje u EU.

(=35), moramo podijeliti na pod-razdoblje N1 u kojemu je osoba plaćala svih 20% doprinosa u prvi stup (15 godina), i pod-razdoblje N2 u kojemu je osoba uplaćivala 5% u drugi, a 15% u prvi stup (20 godina). Formula za izračun pune mirovine iz prvog stupa primijenit će se u potpunosti na prvih 15 godina, odnosno na 42,9% od ukupnoga razdoblja staža, dok će formula umanjenja za $\frac{3}{4}$ (za izračun osnovne mirovine – većeg dijela kombinirane mirovine) biti primijenjena na drugih 20 godina od 2002. do 2022. (57,1% razdoblja staža). Drugi ponder množi tri četvrtine. Dakako, ovo vrijedi samo ako ta osoba nije odabrala povratak u prvi stup u fazi isplate nego se odlučila na kombiniranu mirovinu.

Prema tome, udjel osnovne mirovine u ukupnoj mirovini osoba koje biraju kombiniranu mirovinu smanjuje se u odnosu na punu starosnu mirovinu iz prvog stupa kako raste razdoblje staža provedenog u drugom stupu u ukupnom radnom stažu (N2/N). Osoba koje ide u mirovinu 2025. u drugi stup je uplaćivala 23 godine, pa ako odabere kombiniranu mirovinu odnos od tri četvrtine bit će ponderiran s 23/40 ako je ta osoba radila neprekidno od 1985. Godine 2042. pojavit će se prva generacija za koju će omjer biti pune tri četvrtine. Usporedo će rasti razdoblje štednje u drugom mirovinskom stupu, te će rasti i vjerojatnost postizanja dugoročnog prinosa koji će, možda, biti dovoljan (adekvatan) u smislu da kombinirana mirovina premaši mirovinu samo iz prvog stupa. Faktor tri četvrtine ponderiran brojem godina staža u drugom stupu s jedne strane i uplate doprinosa u drugi stup te prinosi s druge strane utrkuju se u vremenu ne bi li druga strana prevagnula.

Načelni uvjet superiornosti kombinirane mirovine koji navodi na takav odabir u fazi isplate je:

$$O + M2 > M1,$$

gdje je O osnovna mirovina iz prvog stupa, M2 je mirovina iz drugog stupa, M1 je mirovina u slučaju povratka u prvi stup u fazi isplate, čime umirovljenik stječe pravo na mirovinu kao da je cijelo vrijeme uplaćivao 20% bruto plaće u prvi mirovinski stup. Pri tome uvijek vrijedi:

$$O < M1,$$

a razlika M1-O raste kako raste udjel staža provedenog s uplatama u drugi mirovinski stup.

Prikazani odnos je jednostavan za mirovine iz prvog stupa koje su preko formule za izračun mirovina u prvom stupu usko povezane s uplaćenim doprinosima. Međutim, u prvom stupu isplaćuju se i brojne mirovine sa socijalnim elementima čije su visine labavo povezane s doprinosima koji su tijekom karijere uplaćivani u prvi stup. Kombinirana mirovina teško može biti veća od mirovina iz prvog stupa koje uključuju socijalne transfere.

Dodatna socijalna prava koja nisu korelirana s uplatama doprinosa uključena su u obiteljske, invalidske i najniže mirovine (Alat #6) te u mirovine koje se određuju prema posebnim propisima (npr. braniteljske i druge mirovine koje se računaju prema posebnim propisima). Takve mirovine sadrže značajne transfere iz državnog proračuna. Transferi radi uvećanja mirovina su političke odluke i ne možemo očekivati od prinosa koji su tržišne kategorije da pobijede političku volju pretočenu u fiskalne transfere. U Alatu #6 princip je ilustriran na primjeru korisnika najnižih mirovina.

Alat #6: Izračun mirovine iz prvog stupa i najniža mirovina

Mirovina iz prvog stupa zavisi o aktualnoj vrijednosti mirovine (AVM), mirovinskom faktoru (MF koji je jednak 1 za starosne mirovine, a za obiteljske i invalidske je niži), polaznom faktoru (PF koji je jednak 1 za starosnu mirovinu, a umanjuje se po stopi od 0,2% mjesečno u slučaju prijevremenog umirovljenja koje je moguće najranije 5 godina prije dostizanja pune dobi za mirovinu ako je osiguranik do tada ostvario 35 godina staža, dakle minimalni PF je $0,88 = 1 - 60 \times 0,002$), zatim, u formulu su uključeni prosječni vrijednosni bodovi (PVB) koji zavise o omjeru neto plaće i prosječne neto plaće u Hrvatskoj u cijelom radnom vijeku (ali PVB ne može prijeći faktor 3,8 za osobe koje su imale još veće plaće u odnosu na prosjek u karijeri), trajanju staža (N, iskazano u broju godina s decimalama) i stopi mirovinskog dodatka od 27%. Komplicirano je kad se opisuje riječima, ali jednostavno je kad se zapiše na sljedeći način:

$$\text{Mjesečna mirovina} = (\text{AVM} \times \text{MF} \times \text{PF} \times \text{PVB} \times \text{N}) \times (1 + 0,27)$$

U drugoj polovini 2024. AVM je iznosio 13,17 eura, što je za osobe za koje vrijedi MF=PF=PVB=1 (idu u starosnu mirovinu i primale su prosječnu plaću) uz N=40 godina staža davalo mirovinu od 669,03 eura.

To je više od osobnog odbitka za obračun poreza na dohodak koji je iznosio 560 eura, pa se na razliku od 109,04 eura (=669,03-560,00) plaćalo pola stope poreza na dohodak ako nema uzdržanih članova kućanstva. Pretpostavimo li da stopa poreza na dohodak iznosi 11% (stope variraju ovisno o jedinici lokalne samouprave), neto mirovina iz našeg primjera iznosila je 657,04 eura. U isto vrijeme, prosječna neto plaća isplaćena u Hrvatskoj u drugoj polovini 2024. iznosila je 1330,33 eura, što znači da je omjer izračunate neto mirovine iz našeg primjera i prosječne neto plaće iznosio 49,4%.⁸ Prosječna mirovina u Hrvatskoj niža je od mirovine iz ovog primjera jer je prosječni radni staž znatno kraći od 40 godina. Omjer prosječne neto starosne mirovine isplaćene u prosincu 2024. za mjesec studeni i prosječne neto plaće isplaćene u istom mjesecu iznosio je 45%.

U formulu za mirovinu iz prvog stupa ugrađeno je i nekoliko socijalnih elemenata koji mirovine odvajaju od doprinosa koji su tijekom karijere uplaćeni u prvi stup. Dobar primjer su najniže mirovine. Najniže mirovine se obračunavaju prema uvećanom AVM-u (za +3%), ali bez mirovinskog dodatka od 27%. Kako je $1,03/1,27=0,811$, slijedi da će sve osobe čija je prosječna neto plaća u karijeri u prosjeku bila ispod 81,1% nacionalnog prosjeka primati najnižu mirovinu. To nije toliko daleko od sredine distribucije dohodaka (medijan se nalazi oko 85% aritmetičke sredine neto plaća). Zbog toga očekujemo da će najnižu mirovinu među novim umirovljenicima primati između 40% i 50% novih umirovljenika, a ta mirovina je znatno viša od čiste mirovine iz prvog stupa koju bi primale osobe koje su u životu imale plaće osjetno ispod nacionalnog prosjeka. Ako zamislimo osobu s identičnim karakteristikama kao u ranijem primjeru, ali koja je u karijeri primala 60% prosječne neto plaće (da je radila u studenom 2024. ova bi osoba u prosincu primila neto plaću od 819,60 eura), ta osoba će imati prvu mirovinu za studeni u iznosu od 540,60 eura i neće plaćati porez na dohodak jer joj je bruto mirovina iz prvog stupa manja od osobnog odbitka. Stopa zamjene (omjer neto

8 Stopu zamjene ima smisla računati u odnosu na prosjek plaće za polugodište prije usklađivanja mirovina koje se provodi 1.7. jer će mirovina u srpnju vjerojatno biti usklađena po većoj stopi od jednomjesečne stope rasta plaća pa će omjer u odnosu na samo jednu prosječnu plaću jednokratno skočiti i potom se polako smanjivati jer će prosječna nominalna plaća postupno rasti.

mirovine i neto plaće) za ovu osobu neće iznositi 49,4% kao za osobu koja je primala prosječnu plaću 40 godina, nego znatno većih 66,2% ($=540,60/(0,6 \times 1366)$). Omjer zamjene može biti i puno veći za osobe s vrlo niskim primanjima. Prema tome, najniža mirovina je s jedne strane važan element socijalne politike koji djeluje protiv siromaštva u trećoj dobi. S druge strane, najniža mirovina značajno umanjuje mogućnost da prinosi u drugom stupu nadoknade razliku stopa zamjene i učine kombiniranu mirovinu atraktivnom jer će efekt dodatnog transfernog elementa u osnovnoj mirovini biti približno tri četvrtine manji nego u punoj mirovini iz prvog stupa. Zbog toga će svi ili gotovo svi novi umirovljenici koji imaju pravo na najnižu mirovinu vjerojatno birati povratak u prvi stup u fazi isplate. Općenito je vjerojatnije da će mirovine sa socijalnim elementima koji razdvajaju uplate doprinosa od mirovinskih prava ići samo iz prvog stupa – takvi će osiguranici imati snažan i trajan poticaj birati povratak u prvi stup u fazi isplate osim ako se isti apsolutni iznos dodatnih prava ne primijeni i na osnovnu mirovinu koja je bitan dio ukupne kombinirane mirovine.

Trebamo razlikovati dva učinka koja utječu na odnos kombinirane mirovine i mirovine samo iz prvog stupa u trenutku umirovljenja. Prvi je učinak trajanja ulaganja u drugom stupu. U prvom poglavlju smo pokazali da financijska teorija i povijest poučavaju da se tek u razdobljima preko 20 godina, idealno oko 40, izglađuju povremene rupe realnih prinosa poput one koja se otvorila 2022. U razdobljima kada se realni prinosi kreću ispod dugoročnog trenda pojavljivat će se veći broj (udjel) novih umirovljenika koji će birati povratak u prvi stup umjesto kombinirane mirovine. To znači da će se puni učinak prinosa na odabir modela isplate mirovine moći procijeniti tek oko 2040. godine. Tada će velika većina novih umirovljenika dolaziti iz populacije radnika koji su proveli cijeli radni vijek u drugom stupu ulažući kroz gotovo 40 godina.

Prvu naznaku sustavnih utjecaja na odabir modela isplate mirovina vidjet ćemo 2027. godine. Tada će najveći broj 40-godišnjaka s početka reforme 2002. dostići dob za starosnu mirovinu i tada ćemo među novim umirovljenicima dobiti pravi uzorak zaposlenih koji izlaze u mirovinu nakon 25 godina ulaganja u drugom mirovinskom stupu. U trenutku dovršetka ove knjige, na samom početku 2025. godine, među novim umirovljenicima koji su dio karijera

uplaćivali u drugi stup postoji značajan udjel novih umirovljenika koji imaju socijalne elemente u svojim mirovinama, što povećava vjerojatnost povratka u prvi stup u fazi isplate.

Iz Tablice 3 koja je sastavljena na temelju REGOS-ovih statističkih izvještaja možemo vidjeti da je nakon otvaranja rupe realnih prinosa 2022. došlo do očekivanog rasta udjela novih umirovljenika koji biraju povratak u prvi stup u fazi isplate. Udjel je povećan sa 71% 2021. na 85% 2023. Nakon toga je ponovo započeo pad. Udjel je u 2024. godini iznosio 75%. Ako se promatraju samo starosne mirovine, udjel je iznosio 70,5%. Ako se promatra vrijednosni udjel mirovinske štednje osoba koje se vraćaju u prvi stup, a koja se vraća u državni proračun, nakon rasta udjela s 52% 2020. i 2021. na 72% 2023., u 2024. godini udjel je smanjen na 58%. U ovom trenutku može se predvidjeti da će se udjeli prvog stupa u isplati brojčano i vrijednosno nastaviti smanjivati u 2025. godini, no već smo puno puta rekli da kratak rok nije relevantan za donošenje zaključaka o mirovinama. Bitno pitanje glasi: što možemo očekivati u pogledu kretanja dugoročnog trenda raspodjele između povrataka u prvi stup radi isplate pune mirovine i odabira kombinirane mirovine koja manje opterećuje prvi mirovinski stup? U Alatu #6 smo pokazali kako najniže mirovine i drugi socijalni elementi u prvom stupu koji slabije djeluju na kombiniranu mirovinu postavljaju donji prag smanjenja udjela novih umirovljenika koji će birati povratak u prvi stup. Taj donji prag bit će manje izražen kada je riječ o imovinskim udjelima. Primijetite razliku između brojčanog i imovinskog udjela (74,7% prema 57,6% 2024.). To je povezano s većim prosječnim iznosom na računima u drugom stupu za osiguranike koji su odabrali kombiniranu mirovinu. Teško je spekulirati o dugoročnim trendovima, no u jednu stvar možemo biti sigurni: imovinski udjeli povrataka u prvi stup u fazi isplate imaju mogućnost pasti znatno ispod 50%, no zbog relativno jačeg djelovanja transferne komponente mirovina na pune mirovine iz prvog stupa, nikada neće konvergirati prema nuli.

Pouzdana prognoze o dugoročnom trendu raspodjele između odabranih tipova mirovine moći će se dati kada distribucija novih umirovljenika iz drugog stupa postane slična ukupnoj distribuciji zaposlenih pred mirovinom. Tada ćemo moći procijeniti i koliko je najnoviji rast udjela kombiniranih mirovina rezultat oporavka prinosa na izlazu iz rupe prinosa koja se otvorila 2022., a koliko je potaknut ispravkom formule za izračun osnovne mirovine. Naime, od 2024. godine primjenjuje se dodatak na osnovnu mirovinu po stopi od 27%

kao u prvom stupu, dok je ranije primjenjivana stopa dodatka od 20,25% koja je diskriminirala osobe koje su birale kombiniranu mirovinu.⁹

Tablica 3. Zatvaranja računa u drugom stupu 2020.-2024.

	2020	2021	2022	2023	2024
Broj sklopljenih ugovora s MOD-ovima, kraj razdoblja (Hanfa)	4419	7813	11 097	13 288	
Promjena broja sklopljenih ugovora s MOD-ovima u toku razdoblja	2906	3394	3284	2191	
Broj zatvorenih računa u drugom stupu*	10944	12094	13816	15367	18651
Broj zatvorenih računa radi povratka u prvi stup	7974	8588	10 527	13 047	13 925
Broj zatvorenih računa radi prijenosa na MOD	2970	3506	3289	2320	4726
Udjel zatvorenih računa radi povratka u prvi stup	72,9%	71,0%	76,2%	84,9%	74,7%
Udjel zatvorenih računa radi prijenosa na MOD	27,1%	29,0%	23,8%	15,1%	25,3%
Korigirani udjel radi povratka u prvi stup - bez invalidskih i obiteljskih					70,5%
Korigirani udjel radi prijenosa na MOD - bez invalidskih i obiteljskih					29,5%
Iznos koji je prenesen u državni proračun radi povratka u mln. eura	97,1	116,3	149,3	200,0	214
Udjel iznosa u ukupnom iznosu na zatvorenim računima bez nasljeđivanja	52,0%	51,6%	58,9%	71,7%	57,6%
Iznos koji je prenesen na MOD radi isplate kombinirane mirovine	89,7	109,3	104,1	79,0	157
Udjel iznosa u ukupnom iznosu na zatvorenim računima bez nasljeđivanja	48,0%	48,4%	41,1%	28,3%	42,4%
Prosječan iznos na računima koji su zatvoreni radi povratka u prvi stup u €	12 182,1	13 547,4	14 186,3	15 329,2	15 354,1
Prosječan iznos na računima koji su zatvoreni radi prijenosa na MOD u €	30 191,1	31 174,3	31 637,2	34 051,7	33 318,2
Omjer prenesenih prosječnih iznosa (na MOD vs. u prvi stup)	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1
*Bez zatvaranja zbog nasljeđivanja, istupa i ostalih razloga. Nasljeđivanje:			1723	1812	2037
Iznos nasljedstva na računima zatvorenim zbog nasljeđivanja u milijunima eura			24,0	25,7	32,0

Izvor: REGOS, HANFA, obrada autora

9 Raniji problem s formulom za osnovnu mirovinu detaljno je objašnjen u prvom izdanju knjige.

Postoji i nedovoljno istražen utjecaj mogućnosti povlačenja 20% mirovinske štednje iz drugog stupa (ranije 15%) u trenutku umirovljenja na odabir načina isplate mirovine. Zasad treba uočiti da ranije predstavljen uvjet odabira kombinirane mirovine ($O+M2 > M1$) ne mora vrijediti za osobe koje su motivirane isplatom 20% mirovinske štednje iz drugog stupa u trenutku odlaska u mirovinu. One će možda birati kombiniranu mirovinu i ako im je prva kombinirana mirovina malo niža od prve mirovine koja se u potpunosti isplaćuje iz prvog stupa. Ovu mogućnost zasad nećemo ocijeniti dobrom ili lošom. Riječ je o veoma složenom pitanju o čemu slijedi dublja rasprava u četvrtom poglavlju.

U Tablici 3 također treba primijetiti da se značajan broj mirovinskih računa u drugom mirovinskom stupu zatvara i zbog smrti člana koji još nije otišao u mirovinu tj. zbog nasljedstva. Takvih je slučajeva u 2024. godini bilo oko 2000. Ukupno je naslijeđeno oko 32 milijuna eura, više od 15 000 eura po računu. Najbolje bi bilo da takvih slučajeva nema, no ako je već neizbježno da se događaju, onda drugi stup treba tumačiti i kao potencijalnu korist za obitelj. To je jedna od dobrih strana mirovinske reforme koja se u javnim raspravama često gubi iz vida.

Možemo zaključiti da učinak prinosa u trenutku pisanja ovog teksta vjerojatno nije dominantna odrednica rasporeda novih umirovljenika između kombinirane mirovine i povratka u prvi stup u fazi isplate. Te dvije priče treba tumačiti odvojeno, sve dok distribucija novih umirovljenika iz drugog stupa ne postane reprezentativna za sve zaposlene u godištu koje izlazi u mirovinu oko 2027.-2028. godine. Tada će se dobiti jasnija slika ako u međuvremenu ne nastupi neka nova kriza koja će srušiti prinose i potaknuti masovniji povratak u prvi stup u fazi isplate pa ćemo ponovo morati čekati razdoblje normalizacije prinosa za izvođenje zaključaka koji su relevantni za dugi rok.

S rastom broja novih umirovljenika koji izlaze u mirovinu iz kombiniranog prvog i drugog stupa mirovinskog osiguranja sve glasnije se postavlja pitanje kako ocijeniti prikazane postotke rasporeda između dva načina isplate mirovina:

1. Je li sav prostor za ponudu povoljnijih mirovinskih anuiteta iz drugog stupa u cilju povećanja udjela kombiniranih mirovina iskorišten?
2. Ako udjel broja novih umirovljenika koji biraju kombiniranu mirovinu u dogledno vrijeme neće osjetnije prijeći 50%, znači li to da uspjeh mirovinske reforme možemo ocijeniti polovičnim?

O anuitetima iz drugog stupa raspravljat ćemo u četvrtom poglavlju. Ovdje, u potrazi za odgovorom na pitanje o polovičnosti (ne)uspjeha mirovinske

reformе, treba uzeti u obzir brojne detalje; prije svega, potencijal fiskalnog rasterećenja prvog mirovinskog stupa međugeneracijske solidarnosti u dugom roku. Potencijal rasterećenja ne zavisi samo o udjelu broja novih umirovljenika koji biraju kombiniranu mirovinu u ukupnom broju novih umirovljenika koji izlaze iz faze akumulacije štednje u drugom stupu, nego i o udjelu njihovih mirovina odnosno mirovinske štednje u ukupnoj svoti novih mirovina odnosno mirovinske štednje koja se prebacuje iz obveznih mirovinskih fondova u mirovinsko osiguravajuće društvo radi isplate mirovine iz drugog stupa.

POTENCIJAL FISKALNOG RASTEREĆENJA PRVOG STUPA

Prosječni iznos sredstava koji se s mirovinskog računa u drugom stupu prenosi na mirovinska osiguravajuća društva u fazi isplate kombinirane mirovine do sada je bio 2 do 2,5 puta veći od prosječnog iznosa koji se prenosi u državni proračun radi povratka u prvi stup u fazi isplate. Prosječan iznos na mirovinskim računima povratnika u prvi stup kreće se oko 15,5 tisuća eura, a na računima „kombinatoraca“ iznosi oko 33 tisuće eura. Razlika u korist korisnika kombinirane mirovine naglašena je zbog atipične populacije novih umirovljenika koji se umirovljuju iz drugog stupa. Povratnici u prvi stup imaju malo štednje u drugom stupu jer su imali značajno niža primanja u karijeri i relativno kratko su štedjeli, približno polovinu karijere. S druge strane, među osobama koje sada biraju kombiniranu mirovinu visok je udjel dobrovoljnih članova drugog stupa koji su 2002. imali između 40 i 50 godina i vrlo visoke plaće zbog kojih su se tada dobrovoljno učlanili u obvezni mirovinski fond. Zbog toga očekujem da će omjer vrijednosti na mirovinskim računima u korist osoba koje biraju kombiniranu mirovinu spram osoba koje biraju povratak u prvi stup u fazi isplate s vremenom padati, ali ipak očekujem da će određena razlika ovih iznosa ostati u dugom roku.

Razlika uštedjenih iznosa – pri čemu osobe koje su više uštedjele u drugom stupu imaju veću šansu da će im se isplatiti kombinirana mirovina – tumači se na dva suprotstavljena načina. Jedni ju tumače kao dokaz da je drugi stup samo za „bogate“. Drugi tu razliku tumače suprotno - kao izvor potencijalnih ušteda u prvom stupu. Naime, svakim individualnim odabirom kombinirane mirovine proširuje se dugoročni fiskalni manevarski prostor u prvom stupu. Štoviše, i povratak u prvi stup u fazi isplate mirovine ne znači da se štednja u

drugom stupu nije isplatila za društvo. Ove teze treba dodatno objasniti jer intuitivno nisu jasne. Stoga ćemo u nastavku ovog poglavlja i u prvom dijelu sljedećeg pokazati da se intuitivno prijemčive ideje o drugom stupu kao stupu za „bogate“ pokazuju kao pogrešne kada se prikaže sveukupna složenost odnosa između prvog i drugog stupa mirovinskog osiguranja u uvjetima kada novi umirovljenici slobodno biraju način isplate mirovine.

Jasno je da ljudi koji su u životu imali veće plaće i posljedično veće uplate u obvezne mirovinske fondove vjerojatnije biraju kombiniranu mirovinu jer im je ona veća od mirovine u slučaju povratka u prvi stup i/ili jer im je privlačna isplata 20% uštedjenih sredstava u trenutku umirovljenja. Novi umirovljenici koji biraju kombiniranu mirovinu rasterećuju prvi stup jer im se isplaćuje samo osnovna mirovina, a ne puna mirovina kao da je cjelokupno pravo na mirovinu ostvareno u prvom stupu. Otud ušteda u prvom stupu.

Točan financijski učinak ove uštede povezan je s ukupnim iznosom koji se prebacuje na mirovinska osiguravajuća društva u fazi isplate: što je osoba više uštedjela u drugom stupu, veća je razlika između njezine hipotetičke mirovine koju bi imala u slučaju povratka u prvi stup i osnovne mirovine koju će imati iz prvog stupa ako bira kombiniranu. To znači da se u prvom stupu odnosno državnom proračunu (HZMO je dio konsolidiranog središnjeg državnog proračuna) ostvaruje ušteda koja je u toku 2024. bila približno proporcionalna 42% iznosa mirovina za nove umirovljenike iz drugog stupa. Toliko je iznosio udjel mirovinske štednje novih umirovljenika koja je prebačena u mirovinska osiguravajuća društva radi isplate mirovina iz drugog stupa (Tablica 3).

Mnogi promatrači i analitičari dobro razumiju argumente koji su izneseni do ovog trenutka u izlaganju. Međutim, sada počinje komplicirani dio.

Ušteda u prvom stupu zasad je u makroekonomskom smislu zanemariva. Možemo ju procijeniti uz pomoć iznosa sredstava novih umirovljenika prebačenih na mirovinska osiguravajuća društva, koji je u 2024. godini iznosio 157 milijuna eura. Iznos je razmjeran 0,2% BDP-a i ne može se tumačiti kao godišnja ušteda u prvom stupu. Iznos predstavlja aproksimaciju sadašnje vrijednosti svih ušteda koje će manja osnovna mirovina donijeti u prvom stupu u razdoblju isplate mirovine za osobe koje su izabrale kombiniranu mirovinu.¹⁰ Iznos izgleda zanemariv u usporedbi s gotovo 10% BDP-a koliko približ-

10 Uz pretpostavku da je anuitet iz drugog mirovinskog stupa jednak razlici pune i osnovne mirovine iz prvog stupa, što bi značilo da osobe s jednakim prvim mirovinama biraju kombiniranu mirovinu. U stvarnosti može doći do odstupanja. Sredstva prenesena na MOD radi

no iznosi udjel izdataka za mirovine iz prvog stupa u BDP-u.¹¹ Međutim, s obzirom na mali udjel novih umirovljenika iz drugog stupa i relativno kratko razdoblje štednje postavlja se pitanje koliko će u budućnosti narasti fiskalni značaj ovog iznosa.

Spomenutih 0,2% BDP-a sadašnje vrijednosti ušteda nije kap u moru koju ne treba ni spominjati jer će se udjel ušteda u prvom stupu u budućnosti brzo povećavati. Trenutačno manje od polovine novih umirovljenika dolazi iz drugog stupa. Do kraja ovog desetljeća udjel osiguranika koji su štedjeli u drugom stupu približit će se 100%. Stoga, ako se ništa drugo ne promijeni, aktualnu sadašnju vrijednost ušteda od oko 0,2% BDP-a možemo pomnožiti s faktorom između 2 i 2,5 za povećanje udjela novih umirovljenika iz drugog stupa što daje procjenu u rasponu 0,4-0,5% BDP-a ako se ništa drugo ne promijeni.

I drugi faktori će djelovati u smjeru većih ušteda. Sada je ušteda na mirovini iz prvog stupa za osobe koje biraju kombiniranu mirovinu zbog odnosa trajanja staža u prvom i drugom stupu (sjetite se: N1/N naspram N2/N) približno jednaka 12,5% (=0,5 x 25%, gdje je 0,5 približni udjel staža u drugom stupu u ukupnom stažu, a jedna četvrtina je faktor umanjenja mirovine iz prvog stupa). Taj omjer će se gotovo udvostručiti oko 2040. kada postignemo N1=0 odnosno N2=N (1 x 25%). Dakle, faktor dva iz ove uštede množi prethodnu procjenu, što daje očekivanu uštedu sadašnje vrijednosti u rasponu 0,8-1,0% BDP-a.

Nadalje, ako se aktualni imovinski udjel mirovinske štednje osoba koje biraju kombiniranu mirovinu u dugom roku udvostruči (na oko 80% s aktualnih oko 40%), novi faktor dva množi prethodnu procjenu što daje očekivanu uštedu 1,6-2,0% BDP-a iskazanu u vidu sadašnje vrijednosti.

Na ovu procjenu treba dodati i učinak dužeg razdoblja uplata i oplođivanja sredstava u drugom stupu. U konačnici, kada sve zbrojimo, sadašnja vrijed-

isplate anuiteta podcjenjuju uštedu u prvom stupu u mjeri u kojoj osobe s većm prvom kombiniranom mirovinom biraju kombiniranu mirovinu. S druge strane, sredstva prenesena na MOD radi isplate anuiteta ne uključuju dodatno opterećenje prvog stupa do kojeg dolazi ako osobe s većom kombiniranom mirovinom biraju povratak u prvi stup zbog razlike u načinu usklađivanja vrijednosti budućih mirovina. Ovaj problem je detaljnije obrađen u četvrtom poglavlju.

11. Podsjetimo da ovi izdaci stvaraju deficit prvog stupa koji se dugoročno kreće oko 4% BDP-a. Problem deficita prvog stupa nedavno je povećan zbog rasterećenja nižih plaća od plaćanja mirovinskog doprinosa za prvi stup. Od 1.1.2024. za plaće do 700 eura na mjesec bruto utvrđena je fiksna osnovica od 300 eura bruto, a za plaće od 700,01 do 1.300 eura doprinos se plaća po stopi koja je 50% redovne stope.

nost ušteda za nove umirovljenike svake bi se godine u prosjeku mogla popeti do oko 2% BDP-a. A kako će ukupan udjel umirovljenika s kombiniranim mirovinama u ukupnom broju umirovljenika postupno rasti, tako će se i godišnje tekuće fiskalne uštede povećavati kao udjel u BDP-u.

Postoji jednostavniji način za predstavljanje potencijalnih ušteda u prvom stupu zbog postojanja drugog. Zamislimo da 2050. - 2070. godine 40% od ukupnoga broja umirovljenika sa 70% udjela u ukupnoj mirovinskoj štednji koristi kombiniranu mirovinu. Ušteda u prvom stupu jednaka je (u proporciji izdataka za mirovine) $17,5\% = 0,7 \cdot 0,25$ (za četvrtinu manja osnovna mirovina iz prvog stupa puta udjel u mirovinskoj štednji osoba koje izlaze u mirovinu). Tih 17,5% množi udjel mirovina iz prvog stupa u BDP-u: ako je to 10%, onda se i potencijalna tekuća godišnja ušteda penje na 1,75% BDP-a.

Ovo nije prognoza očekivanih ušteda. Ona služi za ilustraciju. Ne možemo znati kako će se u dugom roku mijenjati političke odluke o prvom stupu koje će utjecati na odabir načina isplate mirovine do 2050.-2070. Spomenute ilustrativne uštede bile bi moguće ako se u prvom stupu u međuvremenu ništa ne promijeni, što je malo vjerojatno. Na neizvjesnost svake dugoročne prognoze utječe i to što ne znamo kako će se kretati prinosi fondova u dugom roku. Ipak, iz prikazanih ilustrativnih brojki možemo shvatiti potencijal ušteda koji se nalazi u korelaciji s masom (zbroyem) i udjelom kombiniranih mirovina koji će dugoročno vjerojatno rasti.

Tako smo došli do ključnog momenta u izlaganju. Deficit prvog mirovinskog stupa rezultat je političkih odluka o pravima u prvom stupu koje nisu neutralne za individualne odluke o načine isplatu mirovine. Veća prava i veći deficit u prvom stupu znači i veći udjel novih umirovljenika koji će birati isplatu mirovine samo iz prvog stupa. Bez obzira na to, drugi stup otvara prostor za dugoročne uštede u prvom stupu. Stoga fiskalni deficit prvog stupa međugeneracijske solidarnosti ne može biti kriterij za ocjenu učinkovitosti drugog stupa. Zamislimo li ekstreman scenarij u kojem će se prava u prvom stupu političkim putem toliko povećati da svi novi umirovljenici u fazi isplate biraju prvi stup, to još uvijek neće biti dovoljan uvjet da bismo zaključili kako obvezna mirovinska štednja nema svoje mjesto u mirovinskom sustavu. Ova tvrdnja zahtijeva dodatno objašnjenje.

Očekivanje smanjenja deficita prvog mirovinskog stupa na početku mirovinske reforme bilo je povezano s idejom da reforma treba dovesti do smanjenja pritiska na rast javnog duga kako bi se u kontekstu međugeneracijske

solidarnosti rasteretile buduće generacije: ne želimo djeci i unucima ostaviti prevelik teret javnog duga; želimo im izgleda za gospodarski razvoj i manevarski prostor za donošenje političkih i fiskalnih odluka barem ovakav kakav i mi imamo. Međutim, fluidan pojam međugeneracijske solidarnosti u stvarnome svijetu političkih odluka tumači se i djeluje na različite načine oblikujući politike u oba smjera: međugeneracijska solidarnost ponekad se tumači i djeluje kao solidarnost aktivnih roditelja prema djeci i unucima, a ponekad kao solidarnost prema starijima koji više ne mogu biti aktivni. Kako se društvo stalno ljulja između dva smjera međugeneracijske solidarnosti koje bismo mogli nazvati uzvodnom međugeneracijskom solidarnošću – prema starijima, i nizvodnom – prema potomcima, ne postoji nužnost prema kojoj svaka mirovinska reforma mora dovesti do pada udjela izdataka za mirovine iz prvog stupa i smanjenja njegova deficita u BDP-u radi rasterećenja budućih generacija. Političke odluke koje su poduzete u prvom stupu nakon početka ulaganja u drugi stup pokazuju da su političari u proteklih dvadeset godina koristili priliku povećavati izdatke i deficit prvog stupa na načine koji nisu pogodovali članovima drugoga stupa. To znači da politika ne mora biti konzistentna; nemamo razloga to očekivati od nje. Štoviše, politika najčešće nije konzistentna jer pokušava u isto vrijeme postići veći broj ciljeva i zadovoljiti veći broj društvenih skupina čiji su ciljevi često suprotstavljeni. Zbog toga nije čudno ako se s jedne strane provodi mirovinska reforma potaknuta nizvodnom međugeneracijskom solidarnošću, dok se s druge strane povećavaju prava u prvom stupu potaknuta uzvodnom međugeneracijskom solidarnošću.

Političari će i u budućnosti vjerojatno donositi odluke koje će povećavati izdatke za mirovine iz prvog stupa. Općenito se smatra da hrvatske mirovine iz prvog stupa nisu adekvatne, a obećanja povećanja prava u prvom stupu važan su dio političkih kampanja svih stranaka koje pokušavaju osvojiti vlast. Umirovljenici su važan dio biračkog tijela čiji utjecaj raste zbog starenja populacije i stoga se sustavno povećanje prava i deficita u prvom stupu može odvijati usporedo s funkcioniranjem drugog stupa. Ako se takav trend nastavi i ako će isplata mirovina iz prvog stupa zbog toga ostati povoljnija opcija za velik broj ljudi, kako je onda moguće tvrditi da drugi mirovinski stup ima smisla? Pozitivan odgovor leži u tome što ušteda od mirovinske reforme ne nestaje ako se povećaju prava u prvom stupu. Samo se ne vidi u ukupnim fiskalnim brojkama.

Naizgled je paradoksalno da uštede povezane s drugim stupom mogu omogućiti izdašniji prvi stup u uvjetima starenja stanovništva. Naime, fiskalne uštede u prvom stupu koje proizlaze iz postojanja drugog mogu se koristiti na dva načina: ili za povećanje njegove izdašnosti u pogledu ugradnje snažnijih socijalnih amortizera u prvi stup (na primjer, kroz povećanje AVM-a za minimalne mirovine - prisjetite se Alata #6, ili za poboljšanje prava u prvom stupu kao što je odlučeno početkom 2023. kada su povećana prava za primatelje obiteljskih mirovina), ili za smanjenje deficita u prvom stupu. To je stvar političkog odabira i šireg fiskalnog okvira održivosti javnih financija čije razmatranje izlazi izvan okvira ove knjige.

Mogućnost da uštede u prvom stupu zbog postojanja drugog oslobode prostor za povećane izdatke u prvom stupu izaziva nezadovoljstvo stručnjaka koji vjeruju da mirovinska reforma ima smisla samo ako se uštede u prvom stupu vide na agregatnoj fiskalnoj razini. Međutim, možemo zamisliti implikacije suprotnog scenarija: što ako se prava za povratnike u prvi stup toliko povećaju da gotovo nitko više neće biti zainteresiran za isplatu kombinirane mirovine? Pokazat ćemo da drugi stup u tom slučaju funkcionira kao fiskalni rezervni fond iz kojeg se uštedena sredstva vraćaju u državni proračun zajedno s ostvarenim prinosom. To je i sada slučaj za povratnike u prvi stup u fazi isplate. U zamišljenom ekstremnom scenariju to bi bio slučaj s gotovo cjelokupnom imovinom koja je nastala obveznom mirovinskom štednjom.

STROGI UVJET DRUŠTVENE ISPLATIVOSTI OBVEZNE MIROVINSKE ŠTEDNJE

Prinos je ponovo ključan parametar za razumijevanje društvenih koristi od drugog stupa koji funkcionira kao rezervni fiskalni fond. Polazimo od toga da državni proračun ostvaruje prihod u trenutku prijenosa sredstava iz drugog stupa. S druge strane, za državu zbog povratka u prvi stup nastaje povećana buduća obaveza isplate pune mirovine umjesto samo osnovne. Postavlja se pitanje u kakvoj su vezi ta dva novčana toka?

Odgovor je složen jer u takozvanom supstitutivnom drugom stupu koji je nastao smanjenjem doprinosa za prvi stup za 5% bruto plaće i njegovim preusmjeravanjem u dugoročnu mirovinsku štednju u drugi mirovinski stup, u obzir treba uzeti i tih 5% bruto plaće koji se ponekad nazivaju tranzicijskim

troškom mirovinske reforme (za državni proračun). Prema tome imamo tri novčana toka i složenu vremensku perspektivu koja uključuje prošlost i budućnost:

1. *Trenutačno* (u trenutku odlaska u mirovinu osobe koja bira cjelokupnu isplatu povratkom u prvi stup): državni proračun ostvaruje prihod u vidu glavnice 5% bruto plaća koje su akumulirane u drugom stupu uvećano za prinos koji je kroz godine ostvaren ulaganjima obveznih mirovinskih fondova drugog stupa.
2. *Prošlost*: od početka mirovinske reforme u proračun nije uplaćivano 5% bruto plaće.
3. *Budućnost*: buduće isplate mirovina iz prvog stupa za osobe koje se vraćaju u prvi stup u fazi isplate bit će veće nego u slučaju da je ta osoba odabrala kombiniranu mirovinu (jer je osnovna mirovina niža od pune mirovine iz drugog stupa); taj očekivani fiskalni izdatak zavisi o trajanju života u mirovini osobe koja se vratila u prvi stup.

Dakle, postoje dva načina gledanja na ove novčane tokove. Prvi podrazumijeva gledanje unazad u vremenu: u proračun preneseni prinos na ulaganja u drugom stupu možemo promatrati kao kompenzaciju za odgođenu naplatu javnog prihoda (5% bruto plaće) u razdoblju u kojemu je doprinos uplaćivan u drugi stup. To ima neke veze s kamatnom stopom koju država plaća na državne obveznice.

Druga vremenska perspektiva podrazumijeva pogled unaprijed: hoće li prenesena sredstva s uključenim prinosom biti dostatna za pokriće povećanih budućih obaveza države za isplatu mirovine povratnika u prvi stup u fazi isplate?

POGLED UNAZAD: DRUGI STUP KAO FISKALNA REZERVA

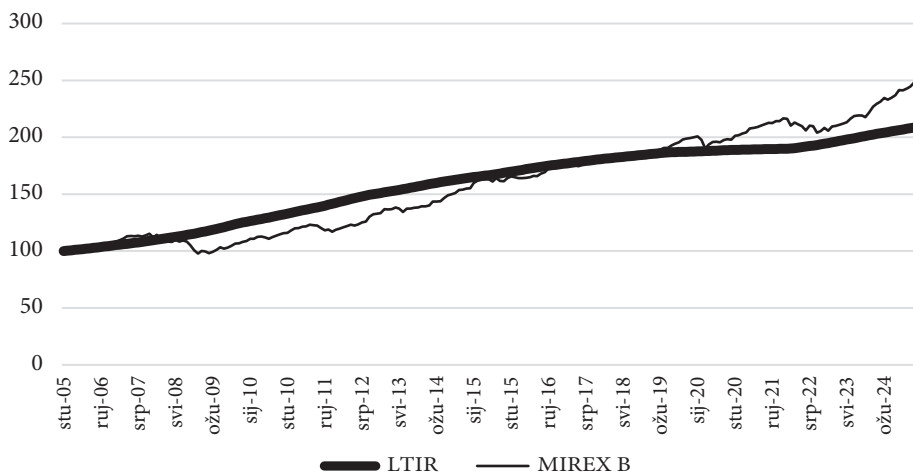
Strogi uvjet isplativosti drugog stupa kao fiskalne rezerve svodi se na višak ostvarenog prinosa u drugom stupu iznad troškova kamata na državne obveznice. To su obveznice koje je država prema pretpostavci morala izdati radi financiranja proračunskog manjka uslijed odricanja od javnog prihoda u visini od 5% bruto plaće članova drugog mirovinskog stupa. Ako su državni izdaci neefikasni (vlada posluje daleko od granice efikasnosti), za što u Hrvatskoj ima puno dokaza, kamatni trošak za državu mogao bi se zanemariti. U tom slu-

čaju, isušivanje prihoda – povratak dijela mirovinskog doprinosa u privatne ruke – i s time povezano smanjenje ili sporiji rast javnih rashoda može stvoriti društvene koristi ako se na taj način potiče veća efikasnost vladinog sektora. Tek ako vladin sektor posluje izrazito efikasno kao u nordijskim zemljama može se pretpostaviti da je trošak kamata na javni dug jednak društvenom neto trošku preusmjerenja dijela doprinosa u drugi mirovinski stup. Razmatranja efikasnosti državnih izdataka izlaze izvan okvira ove knjige pa ćemo u nastavku prikazati izračun koji vrijedi uz pretpostavku da vlada posluje na granici efikasnosti javnih izdataka zbog čega treba uzeti u obzir prinos na državne obveznice. To je najnepovoljniji, najstroži izračun za dostizanje uvjeta opravdanosti mirovinske štednje u drugom stupu.

Usporedba prinosa u drugom stupu i obvezničke kamatne stope zahtijeva konstruiranje posebnog indeksa kamatnog troška za državu. Obveznički indeks CROBIS koji je ranije korišten kao orijentir-benchmark za ocjenu adekvatnosti prinosa OMF nije prikladan za takav izračun. CROBIS je indeks ukupnoga povrata koji uključuje i učinak kapitalnih dobitaka/gubitaka na portfelju državnih obveznica (sjetite se Alata #4 iz prvog poglavlja). Taj indeks vrijedi iz perspektive vlasnika obveznica. S gledišta vlade – izdavatelja obveznica - bitan je jedino obveznički kupon - mjera kamatne stope koju vlada plaća na novi javni dug. Zbog toga je na Slici 12 prikazana usporedba MIREX-a B i kuponskog LTIR (eng. *long-term interest rate*) indeksa, koji je računat na temelju vremenske serije prinosa na dugoročne državne obveznice iz statistike HNB-a (indeksi su svedeni na studeni 2005.=100 jer HNB objavljuje LTIR od toga datuma). Na Slici 12 možemo pratiti kako LTIR raste brže u lošim vremenima za prinose mirovinskih fondova, i obratno – raste sporije kada mirovinski fondovi imaju dobre prinose. Također vidimo da je LTIR imao dugoročnu prednost pred MIREX-om B do 2017. MIREX B prednjači od tada. Nas zanima razdoblje nakon 2019. od kada je otvorena opcija povratka u prvi stup u fazi isplate za sve osiguranike iz drugog stupa. Za cijelo razdoblje isplata mirovina u kojem postoji konkurencija mirovina iz prvog stupa i kombiniranih mirovina vrijedi $MIREX\ B > LTIR$. Ako promatranje ograničimo na razdoblje nakon podjele fondova 2014., prosječni godišnji LTIR je iznosio 2,5%, a prosječni godišnji prinos MIREX-a B u istom je razdoblju iznosio 5,0%, MIREX-a A 7,7%, a MIREX-a C 3,3% (Tablica 1). Sve tri kategorije obveznih mirovinskih fondova pobijedile su LTIR. Znači da je državni proračun kroz povrat sredstava mirovinske štednje osoba koje su u fazi isplate odabrale povratak u prvi

stup ostvario pozitivan neto prinos. Neto prinos je u ovom kontekstu višak vraćenih prinosa nad kamatama na novi javni dug koji je implicitno izdan za pokriće manjka priljeva 5% doprinosa u razdoblju neplaćanja doprinosa osoba koje su se kasnije vratile u prvi stup u fazi isplate. Zanimljivo je primijetiti i kratkoročne promjene odnosa MIREX-a i LTIR-a nakon 2019. Višak izgleda robusno: otvaranje velike rupe 2022. nije dovelo liniju MIREX-a ispod linije LTIR-a. Nakon početka izlaska iz rupe prinosa 2023. linije su se počele jače razdvajati. Pitanje je hoće li se u narednim desetljećima uopće pojaviti neko kraće razdoblje u kojem će razlika MIREX-a i LTIR-a postati negativna.

Slika 12. MIREX B vs. LTIR (indeksi 2015:11=100)
2005:11 - 2024:12



Izvor: HANFA, HNB, izračun autora

Ako u dugom roku vrijedi $A > B > C > LTIR$, rizičnije alokacije mirovinske štednje koje osiguravaju veći dugoročan prinos nisu samo u interesu osiguranika nego i u interesu države koja participira u prinosu mirovinskih fondova kroz prijenos mirovinske štednje povratnika u prvi stup s uključenim prinosima u proračun. Ovaj uvjet društvene isplativosti obvezne mirovinske štednje vrijedi čak i ako se svi članovi drugog mirovinskog stupa vrte u prvi u fazi isplate. Situacija bi u tom slučaju bila slična kao u fiskalnim aranžmanima koji

su prisutni u mnogim drugim zemljama gdje su donesene političke odluke da se dio javnih prihoda ne troši nego ulaže – čuva za budućnost.

Vlade širom razvijenoga svijeta pronalaze motive za štednju. To su kolektivni odgovori na sveprisutan problem starenja stanovništva. Mnoge vlade to čine kroz državne fondove fiskalne rezerve za starenje stanovništva. Štednja i prinosi u takvim fondovima imaju za cilj olakšati i eventualno uvećati buduće isplate mirovina kada se odnos broja zaposlenih i umirovljenika smanji zbog neumitnih demografskih trendova. Takvi fondovi se ponegdje izrijeком nazivaju demografski fondovi fiskalne rezerve. Opravdanje za njihovo pokretanje pronalazi se u pomirenju dugoročne fiskalne održivosti i izdašnosti (adekvatnosti) mirovinskih sustava kroz stvaranje viška prinosa iznad obvezničke kamatne stope, ali i neizravno kroz poticanje proračuna na tekuću štednju radi očuvanja budućih fiskalnih kapaciteta.

Poticaј na proračunsku štednju u uvjetima starenja stanovništva moramo dodatno objasniti zbog česte zabune koja se događa kada se kratkoročni neokejnezijanski makroekonomski modeli s fiskalnim multiplikatorima primijene na analizu dugoga roka. Tada lako padamo žrtvom pretpostavke da su fiskalni multiplikatori (promjene BDP-a u odnosu na promjene državne potrošnje i investicija) uvijek pozitivni bez obzira na vremenski rok u kojem se sagledavaju njihovi učinci. Takvi modeli konstrukcijski navode na zaključak da je dugoročna fiskalna štednja štetna, jer matematički nisu ni konstruirani na način koji bi mogao dovesti do suprotnoga zaključka osim ako se ne pretpostave negativni multiplikatori. Ukratko, ako izgubimo dugoročnu vremensku perspektivu koja je ključ za analizu funkcioniranja mirovinskih sustava, onda svaka fiskalna štednja izgleda kao društvena šteta jer dovodi do stvaranja manje dodane vrijednosti i osnovice za obračun doprinosa. Međutim, takav pogled zanemaruje učinke državnih izdataka na kamatne stope i financijsku stabilnost (kapacitet za izbjegavanje recesija i financijskih kriza) u dugom roku. Usto, ne funkcionira na per capita principu (po glavi stanovnika), pa se dugoročne demografske promjene u takvim modelima ne uzimaju u obzir. Međutim, ako razlikujemo kratki i dugi rok, i ako se pretpostavi promjena odnosa broja radnika i umirovljenika u dugom roku, onda se današnja fiskalna štednja prikazuje kao osigurač dugoročne fiskalne održivosti što može imati pozitivan utjecaj na potencijalni gospodarski rast u dugom roku. Na žalost, dugoročne učinke nije moguće kvantificirati jer su neizvjesni, ali sama mo-

gućnost njihova postojanja motivira mnoge države na kolektivnu štednju povrh individualne.

Rezervni fiskalni fondovi funkcioniraju slično kao drugi stup mirovinskog osiguranja. Dio mirovinskog doprinosa i/ili drugih javnih prihoda ne troši se nego štedi i ulaže na financijskim tržištima. Modeli upravljanja štednjom, pravila poboljšanja budućih mirovina na temelju prinosa te strukture ulaganja u fazi akumulacije i ostvareni prinosi razlikuju se među zemljama i fondovima. U Tablici 4 možemo pratiti značajne razlike dugoročnih prinosa rezervnih fiskalnih fondova koji su namijenjeni ublažavanju posljedica starenja stanovništva. Na primjer, prosječni 10-godišnji (realni) prinos varira od -1,3% u Poljskoj do 10,4% u jednom od takvih fondova u Švedskoj koja ima pet rezervnih fondova s različitim politikama ulaganja.

Negativan prinos u Poljskoj pokazuje da su Poljaci napravili pogrešku kada su u svojem demografskom rezervnom fondu (pol. *FRD*) propisali niske investicijske limite za rizična ulaganja odnosno visoke donje granice za obavezne investicijske alokacije u državne obveznice. Zaključavanje dugoročne imovine u nisko rizična ulaganja zanemaruje pozitivnu korelaciju između rizičnosti ulaganja mirovinske štednje i realnih dugoročnih prinosa u dugom roku. Upravljanje portfeljem na takav način pokazuje da glavni motiv pokretanja fondova poput poljskog *FRD*-a nije bila maksimalizacija dugoročnog prinosa. Prisjetite se da smo ranije spominjali sličnu pogrešku koja je napravljena u Slovačkoj gdje je uvođenjem obveze zaštite vrijednosti glavnice mirovinskim fondovima nametnuta alokacija u državne vrijednosnice i rasprodaja rizičnijih elemenata portfelja čime je onemogućena akumulacija prinosa nakon krize. Hrvatska je u dobroj mjeri izbjegla slične pogreške.

Često se kao primjer uspješnog modela rezervnog fiskalnog fonda ističe norveški državni rezervni mirovinski fond koji 71% imovine ulaže u dionice i još 2% u druge rizične imovine. Fond posluje u ime, kako piše u godišnjem izvješću za 2023., „financijskog bogatstva budućih generacija“. Poznato je da je to najveći dionički fond na svijetu s imovinom pod upravljanjem koja iznosi 1,3 bilijuna eura, što je više od dva puta vrijednost norveškog BDP-a. Tako visoka vrijednost rezervnog fiskalnog fonda rezultat je preusmjeravanja dijela prihoda od prodaje norveške nafte i plina u rezervni fiskalni fond. Današnji Norvežani žele dijeliti energetske rente od ograničenih resursa s budućim generacijama, što je eksplicitan iskaz i institucionalizacija norme nizvodne međugeneracijske solidarnosti.

Tablica 4. Prosječni godišnji realni prinosi na dugoročnu štednju u državnim fondovima mirovinske fiskalne rezerve do kraja 2022. godine

Realne stope povrata na štednju u rezervnim fiskalnim fondovima	2022	5-godišnji prosjek	10-godišnji prosjek	15-godišnji prosjek	20-godišnji prosjek
Australija	-10,7	3,9	6,3	4,9	
Kanada 1	-2,9	4,6	7,4	5,7	6,5
Kanada 2	-11,2	2,5	6,0		
Čile	-25,5	1,5	2,9	2,2	
Kostarika	0,3				
Finska 1	-14,8	1,3	3,9	2,9	
Finska 2	-14,6	1,1	3,4	2,7	3,8
Francuska	-15,3	-2,1	1,5	0,5	
Japan	-1,7	4,1	4,4	3,9	3,9
R. Koreja 1	-10,5	1,7			
R. Koreja 2	-12,6	1,9	2,9	2,9	
Luksemburg	-16,4	0,2	2,5	2,3	
Meksiko	0,6				
Novi Zeland	4,3	4,8	8,6	7,2	7,2
Norveška	-9,7	2,3	5,2	4,3	5,6
Poljska	-13,1	-5,0	-1,3	-0,6	1,3
Portugal	-20,7				
Španjolska	-14,3	-4,7	-0,4	0,4	0,3
Švedska 1	-18,6	2,6	5,7	4,2	
Švedska 2	-16,9	1,1	5,0	3,7	5,6
Švedska 3	-16,1	3,9	6,8	4,7	
Švedska 4	-21,6	2,8	6,7	5,2	6,3
Švedska 5*	-9,3	12,2	10,4	6,6	7,3
Švicarska	-15,3	-0,8	2,1		
SAD	-3,9	-1,1	0,4	1,2	1,5

*Korišteni su redni brojevi za veći broj sličnih fondova u Švedskoj; sama švedska nomenklatura u tablici OECD-a preskače r.br. 5 tako da je peti fond redni broj 6.

Izvor: OECD Pensions at a Glance 2023, tablica 9.4., str. 227.

U Hrvatskoj bismo mogli napraviti takav fond ili iskoristiti postojeće fondove drugog stupa za participaciju budućih umirovljenika u današnjim društvenim koristima. Naftu i plin doduše nemamo ni približno norveškim razmjerima, no imamo druge resurse. Na primjer, imamo sezonski višak ljetnih uplata

PDV-a tijekom turističke sezone. Taj višak je povezan s položajnom rentom Jadrana što možemo promatrati kao nacionalni, kolektivni resurs. Doduše, otvoreno je pitanje koliko je taj resurs ograničen. Ne možemo isključiti da će i buduće generacije imati koristi od Jadrana kao i mi, za razliku od budućih Norvežana koji će se prije ili kasnije suočiti sa smanjenjem ili prestankom prihoda od crpljenja ipak ograničenih fosilnih nalazišta. Pretpostavljam da bi se geolozi složili da je Jadran trajniji resurs od norveških nalazišta nafte i plina.

Turizam možemo promatrati kao hrvatsku naftu samo dok se služimo metaforama, a ne ekonomskom analizom. Kada bismo ipak kolektivno odlučili da PDV koji se ljeti ubire u uvećanim iznosima zbog turizma treba jednom dijelom namijeniti kao izvor za financiranje budućih mirovina i rasterećenje generacija koje dolaze, a ne izvor za tekuću javnu potrošnju, mogli bismo po nekom ključu dio toga viška rasporediti na osobne mirovinske račune u drugom stupu i kroz to svima uvećavati buduće mirovine.

Ovo nije ozbiljan prijedlog nego primjer koji pomaže razumijevanju činjenice da je odnos između tekuće potrošnje i štednje stvar političke odluke. Kao što politika može odlučiti uvećati prava u prvom stupu, ona isto tako može odlučiti dodijeliti veća prava u drugom stupu. Ili, prava na temelju nekog fiskalnog izvora može ravnomjerno podijeliti među sadašnjim i budućim umirovljenicima. Takve odluke imaju različite ekonomske posljedice, no njihova je priroda uvijek politička.

Prema tome, države na različite načine odlučuju oblikovati financijske i društvene institucije kojima nastoje očuvati i osnažiti nizvodnu međugeneracijsku solidarnost u uvjetima starenja stanovništva - predvidivog dolaska malobrojnijih generacija koje će nositi realno veći javni dug. Mirovinske reforme s većim brojem stupova i demografski fiskalni rezervni fondovi različiti su putevi do istog cilja – očuvanja financijskog manevarskog prostora za generacije koje dolaze. Zasad je teško reći koji je institucionalni put bolji - fiskalna štednja i fondovi demografske (fiskalne) rezerve, privatna mirovinska štednja, ili neka kombinacija privatnog i javnog modela kao što je slučaj u Hrvatskoj.

Ne možemo pretpostaviti da institucionalno rješenje koje dobro funkcionira u jednoj zemlji može jednako dobro funkcionirati u nekoj drugoj zemlji. Ako usporedimo rješenje individualne kapitalizirane štednje poput našeg drugog i trećeg stupa s demografskim fiskalnim rezervnim fondovima kojima upravlja država, možemo samo nabrojati nekoliko argumenata za i protiv ta dva pristupa.

U modelu demografskog fiskalnog rezervnog fonda fond menadžeri mogu uživati veći stupanj slobode ako je neposredni nadzornik – predstavnik naroda (a to je politika – ministarstvo financija) imun na tekuće fiskalne probleme, svjestan dugoročnosti odnosno međugeneracijske naravi projekta štednje za mirovinu, te dopušta stručno upravljanje portfeljem bez upliva dnevne politike. Takvi su uvjeti mogući u razvijenim državama koje nemaju fiskalne probleme a institucije su im snažne i transparentne pa je demokratska kontrola nad zajedničkim dobrom jednako učinkovita kao i individualna kontrola nad privatnom imovinom. Takav model funkcionira u Skandinaviji. Međutim, u institucionalno slabijim državama treba očekivati razne oblike dnevno-političkih utjecaja na fiskalne rezervne fondove – od financijskih, do personalnih. Vidjeli smo to na primjeru zarobljavanja portfelja poljskog rezervnog fonda u državnim obveznicama, što je puno veći problem u toj zemlji nego u Hrvatskoj (krajem 2023. 90,6% imovine FRD-a bilo je uloženo u instrumente s fiksnim dohotkom). Sami zaključite je li Hrvatska sličnija Poljskoj ili nordijskim državama i koliko je naš javno-privatni model mirovinskog sustava primjeren s obzirom na dostignuti stupanj institucionalnog razvitka.

Drugi odnos troškova i koristi dva modela tiče se financijske pismenosti i uloge pojedinaca u brizi za vlastitu mirovinsku štednju. Tamo gdje je već dostignut visok stupanj financijske pismenosti populacije kao što je slučaj u razvijenim anglosaksonskim i nordijskim državama, ljudi su u prosjeku relativno bogati i sami štede za mirovinu na dugi rok. Dovoljno im je ako individualna kapitalizirana mirovinska štednja funkcionira samo na dobrovoljnom principu. Ako se tome doda i državna fiskalna štednja, vjerojatan je uspjeh u dugom roku. Međutim, tamo gdje je financijska pismenost niža, obvezna individualna kapitalizirana štednja može doprinijeti ubrzanju financijskog opismenjavanja kroz povećanje interesa za sudbinu vlastitog mirovinskog računa. A opet, i neke od najrazvijenijih država (npr. Švedska) kombiniraju oba pristupa. To je pak povezano s trećim odnosnom troškova i koristi dva modela. Tiče se nasljeđivanja dugoročne financijske imovine. Kao što je istaknuto u ranije citiranom godišnjem izvješću norveškog rezervnog fonda, Norvežani kolektivno vide svoj fond kao nasljedstvo za buduće generacije. To je veoma zanimljiv primjer kolektivnog međugeneracijskog altruizma koji zahtijeva visok stupanj razvoja svijesti i/ili veliko trenutačno bogatstvo. Norveško ministarstvo financija nominirani je čuvar i upravljač imovinom koju će naslijediti generacije Norvežana koje još nemaju prava glasa ili nisu rođene. Međutim, ranije smo

pokazali da takav institucionalni model možda ne može funkcionirati svuda. Kako dnevna politika koja se nalazi pod pritiskom sve većeg broja starijih glasača, a čije su mirovine u prosjeku male, može odlučiti povećati tekuću javnu potrošnju radi povećanja prava u prvom stupu međugeneracijske solidarnosti za koje nema pokrića u plaćenim mirovinskim doprinosima, u nekim drugim zemljama uzvodna međugeneracijska solidarnost odnosit će prevagu nad nizvodnom. U tom slučaju sustavi individualne kapitalizirane štednje bolje utjelovljuju nizvodnu međugeneracijsku solidarnost: štednja u drugom stupu nasljeđuje se ako osiguranik umre prije mirovine, a mirovina iz drugog stupa može se ugovoriti tako da bude nasljedna (više o tome u četvrtom poglavlju). Nasuprot tome, kod fiskalnih rezervnih fondova nema individualnog nasljeđivanja. Fiskalni rezervni fondovi prikupljaju kolektivno nasljeđe i temelje se na političkom obećanju odnosno kolektivnom uvjerenju da će veća vrijednost ostati na raspolaganju djeci i unucima. Nasljeđivanje kroz individualnu kapitaliziranu štednju puno je konkretnije i nije podložno političkom odlučivanju.

Možemo zaključiti da je mirovinski sustav u Hrvatskoj razumno odabran i strukturiran s obzirom na razinu razvoja, financijsku pismenost, nasljeđe i institucije iz kojih proizlazi tipično ponašanje glasača i njihovih političkih predstavnika koji u pravilu preferiraju tekuću javnu potrošnju nad uštedama.

POGLED UNAPRIJED KROZ VRIJEME

Pored općeg djelovanja učinka odabira kombinirane mirovine na fiskalne uštede u prvom stupu, moguće je da će postojati i relativan učinak različitog produžetka životnog vijeka različitih segmenata populacije budućih umirovljenika. Iako ćemo ući u zonu spekulacije jer nema javnih podataka o rezidualnom doživljenju u mirovini za različite društvene skupine, fiskalna ušteta se relativno povećava ako osobe s relativno duljim rezidualnim očekivanim trajanjem života u trenutku umirovljenja biraju kombinirane mirovine. Na temelju istraživanja iz drugih država znamo da postoji određena vjerojatnost da osobe s većim dohocima u toku života (a to su u prosjeku osobe višeg stupnja obrazovanja koje izlaze u mirovinu s više uštedevine) u prosjeku dulje žive u

mirovini.¹² Ako je tako i u Hrvatskoj, onda će se četvrtina uštede zbog osnovne umjesto pune mirovine iz prvog stupa ostvarivati kroz veći broj godina u mirovini, dok će terećenje prvog stupa od strane osoba koje biraju punu mirovinu iz prvog stupa u prosjeku trajati kraće. Tako će odabir kombinirane mirovine imati dvostruki učinak: učinak vezan uz veću prosječnu mirovinu i učinak vezan uz relativno dulje trajanje isplate mirovine. Na taj način osoba koja odabere kombiniranu mirovinu posredno će pomoći financiranje većeg broja osoba koje su odabrale povratak u prvi stup u fazi isplate. Opisani učinci su tema za neka buduća istraživanja.

Vjerojatnost da sredstva prenesena iz drugog stupa u državni proračun za korisnike pune mirovine iz prvog stupa mogu biti jednaka ili veća od sadašnje vrijednosti razlike budućih isplata cjelokupnih mirovina iz prvog stupa i hipotetskih budućih isplata osnovne mirovine nije velika. Kao što je već objašnjeno, u populaciji novih umirovljenika koji biraju isplatu samo iz prvog stupa prevladavat će osobe čija se prava iz prvog stupa računaju po posebnim formu- lama uz dodatke – državne transfere – koji razdvajaju uplate doprinosa od mirovina kao što je prikazano u slučaju najnižih mirovina. Međutim, eventualni višak sadašnje vrijednosti ove razlike iznad vrijednosti prenesenih sredstava u proračun u trenutku umirovljenja (i s time povezan fiskalni deficit u prvom stupu) ne znači da ranije opisani mehanizmi ušteda ne funkcioniraju. Radi se o dvije odvojene teme i dva odvojena novčana toka.

Na prvi pogled, moguća točnost teze o različitim očekivanim trajanjima života osoba koje biraju kombiniranu mirovinu spram osoba koje se vraćaju u prvi stup u fazi isplate još je jedan dokaz da je drugi stup „samo za bogate“ jer samo „bogati“ biraju kombiniranu mirovinu. No, zapravo vrijedi obratno: da se cjelokupna mirovina „bogatih“ ljudi isplaćuje samo iz prvoga stupa, takvi bi umirovljenici apsorbirali više javnih resursa prvog stupa i zaoštrili kompeticiju za rijetke fiskalne resurse koji služe postizanju uzvodne međugeneracijske solidarnosti. Manje bi ostajalo za poboljšanje uvjeta u prvom stupu ili za čuvanje za buduće generacije. Ovako, „bogati“ (to jest, napustimo konačno tu ružno obojenu riječ u navodnicima – osobe koje biraju kombiniranu mirovinu među kojima dominiraju pripadnici srednje klase) rasterećuju prvi stup kroz cijeli životni vijek u mirovini. Stoga eventualni učinak duljeg života u mirovi-

12 Lleras-Muney, Adriana (2022): Education and Income Gradients in Longevity: The Role of Policy. *Canadian Journal of Economics*, 29 (55)1: 5-37.

ni osoba koje biraju kombiniranu mirovinu zapravo može proširiti financijski manevarski prostor u prvom stupu tako da političari mogu lakše odlučivati koliki će dio ušteta u prvom stupu čuvati za generacije koje dolaze, a koliki će dio namijeniti povećanju prava aktualnih umirovljenika u prvom stupu. Uspješan drugi stup u smislu učestalosti odabira kombinirane mirovine jača prvi stup te potencijalno doprinosi društvenoj solidarnosti.

Ova donekle neočekivana veza o kojoj se uopće ne govori u raspravama o mirovinskom sustavu predstavlja još jedan primjer pozitivnih sprega između prvog i drugog mirovinskog stupa. Do sada je drugi stup uglavnom prikazivan kao opasnost za prvi - zamjena za njega. Takav je zaključak proizlazio iz vidljive činjenice da se 5% bruto plaće iz prvog stupa preusmjerava u drugi. Možda je netko pomislio da bi tekuće mirovine iz prvog stupa bile veće da nije bilo mirovinske reforme jer bi se 33% više tekućih prihoda od doprinosa za prvi stup (5%/15%) prelilo u veće tekuće mirovine. Međutim, iz dva razloga to ne bi bilo tako. Prvo, formula za izračun mirovine rezultat je političke odluke, a ne tekućih prihoda od mirovinskog doprinosa. Drugo, kako su rashodi za mirovine iz prvog stupa rezultat političkih odluka, veći tekući prihod značio bi samo manji tekući deficit prvog stupa, no ne i njegovo otklanjanje. Pri tome bi fiskalni manevarski prostor za buduće generacije ostao sužen jer ne bi bilo potencijala za buduća rasterećenja prvog stupa.

U ovom poglavlju smo pokazali da su prinosi mirovinskih fondova u Hrvatskoj adekvatni u međunarodnim usporedbama i usporedbama s orijentacijskim vrijednostima tržišnih indeksa. Također smo pokazali da prinosi zavise o regulativi koja u velikoj mjeri određuje raspored portfelja mirovinske štednje na ulaganja višeg i nižeg rizika. S obzirom na dugoročnu narav mirovinske štednje, pretjerana konzervativnost u alokaciji imovine može značiti propuštene prilike za ostvarivanje boljih prinosa. Nadalje, kako naš mirovinski sustav ima jednu posebnost – opciju povratka u prvi stup u fazi isplate mirovine – pokazali smo tri važne stvari. Prvo, udjel novih umirovljenika koji biraju kombiniranu mirovinu i time rasterećuju državne izdatke u prvom stupu ne može služiti kao kriterij za ocjenu adekvatnosti prinosa mirovinskih fondova. Bitan je dugoročni trend odabira modela isplate koji još nije profiliran jer je vrlo mali broj od ukupnog broja umirovljenika išao u mirovinu iz drugog stupa. Pri tome uvijek treba imati u vidu da odabir načina isplate mirovine zavisi o relativnoj atraktivnosti kombinirane mirovine u odnosu na punu mirovinu iz prvog stupa, a kako je potonja rezultat političkih odluka, one uvijek mogu

djelovati jače i od najboljih prinosa, barem u kratkom roku kada dugoročna fiskalna ograničenja ne dolaze do izražaja (države se gotovo uvijek mogu zadužiti ako politika tako odluči).

Drugo, čak i kada bi parametri za određivanje mirovine u prvom stupu bili određeni tako izdašno da gotovo nitko ne odabere kombiniranu mirovinu, obvezna štednja za mirovinu ne bi izgubila svoj smisao. Uvjet za to je da dugoročna stopa prinosa na ulaganja obveznih mirovinskih fondova bude veća od kamatne stope na dugoročne državne obveznice. I kada bi svi novi umirovljenici birali prvi stup u fazi isplate, drugi mirovinski stup funkcionirao bi kao fond fiskalne rezerve jer adekvatno oplodena dugoročna štednja umjesto tekuće potrošnje stvara društvene koristi na dugi rok u vidu širenja fiskalnog manevarskog prostora. Stvar je etičkih preferencija i političkih odluka kako će se taj prostor iskoristiti – za uzvodnu ili nizvodnu međugeneracijsku solidarnost, za neku njihovu kombinaciju, ili za neku treću namjenu koja je izvan okvira ovih razmatranja. Prema tome, postojanje obvezne mirovinske štednje i obveznih mirovinskih fondova neutralno je spram budućih političkih odluka i etičkih međugeneracijskih preferencija. Uštede u prvom stupu zbog postojanja drugog samo određuju veličinu kolača koji se može raspodijeliti na različite načine u dugom roku. Političari u ruci drže nož koji određuje kako će se torta raspodijeliti.

Treće, kako izdašni parametri za mirovine iz prvog stupa u budućnosti nisu politički realni (jer će sve buduće vlade morati voditi računa o održivosti javnih financija), određeni broj umirovljenika uvijek će birati kombiniranu mirovinu. Pri ocjeni društvenih učinaka takvog odabira, osobito u pogledu učinka na širenje fiskalnog prostora u prvom stupu, od samog brojčanog udjela novih umirovljenika s kombiniranom mirovinom važniji je udjel njihove mirovinske imovine u ukupnoj mirovinskoj štednji svakog godišta novih umirovljenika. Taj udjel je povezan s razlikom između pune i osnovne mirovine koja određuje uštedu u prvom stupu. I očekivani životni vijek povezan je s trajanjem te uštede.

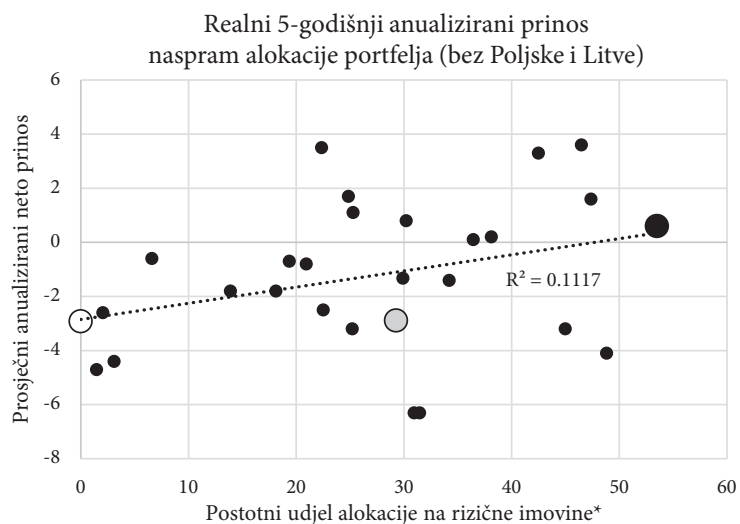
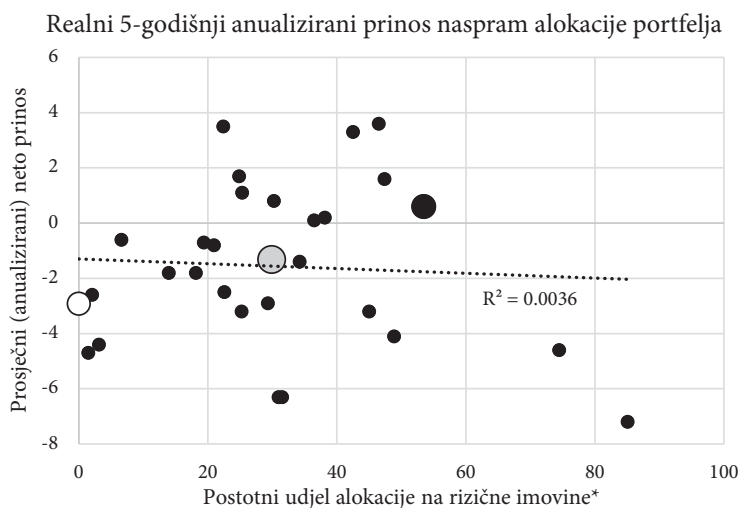
U ovom trenutku nije moguće predvidjeti kako će se uštede u prvom stupu kretati u budućnosti. U svjetlu dosadašnjeg iskustva i trendova, te imajući u vidu da ćemo tek za dvije do tri godine vidjeti pravu strukturu novih umirovljenika koji u mirovinu izlaze iz drugog stupa, možemo grubo procijeniti da će prosječni imovinski udjel novih umirovljenika koji će birati kombiniranu

mirovinu ponekad prelaziti 50%, ali nikada neće konvergirati prema nuli zbog socijalnih elemenata koji relativno jače djeluju kroz mirovine iz prvog stupa.

Širi kontekst za razumijevanje bitnih elemenata mirovinskog sustava ovime još nije potpuno zaokružen. U nastavku ćemo prikazati tri elementa koja nedostaju: (1.) moguće druge uzgredne koristi od dugoročne štednje za mirovinu, (2.) utjecaj opcije povratka u prvi stup u fazi isplate mirovine na optimalni raspored mirovinske štednje između ulaganja višeg i nižeg rizika i (3.) usporedbu konstrukcije hrvatskog mirovinskog sustava s mirovinskim sustavima u drugim zemljama.

**DODATAK UZ DRUGO POGLAVLJE: 5-GODIŠNJI REALNI PRINOSI
TE 10 I 20-GODIŠNJI REALNI PRINOSI NA KORIGIRANIM
UZORCIMA UZ STRUKTURE PORTFELJA MIROVINSKIH FONDOVA**

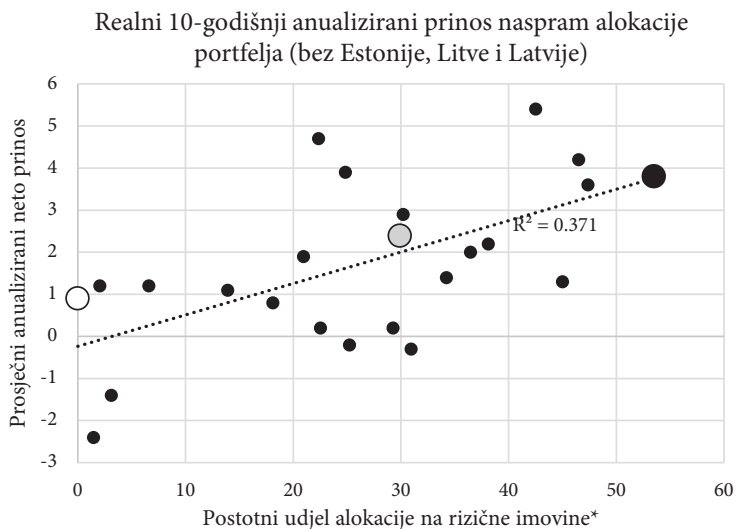
Podaci za hrvatske OMF-ove označeni su većim krugovima bijele boje za kategoriju C, sive za kategoriju B i crne za kategoriju A. Na prvoj slici u ovom dodatku nema pozitivne korelacije između alokacije imovine i prinosa. To je rezultat promatranja kratkog vremenskog razdoblja (5 godina) i utjecaja dvije zemlje – točke desno dolje na slici: Poljska i Litva imaju vrlo visoke udjele alokacije portfelja na rizične imovine i duboko negativne realne 5-godišnje prosječne neto prinose. Izostanak pozitivne korelacije na slici tumačimo činjenicom da 5 godina nije dovoljno dugo vremensko razdoblje u kontekstu analize učinaka dugoročne mirovinske štednje. Promatrano petogodišnje razdoblje nalazi se pod utjecajem inflacije 2022. godine. Na primjer, dok je godišnja stopa inflacije u prosincu 2022. u Hrvatskoj iznosila 12,7%, u Poljskoj je iznosila 15,3%, a u Litvi čak 20%. Moguće je i da su postojali neki specifični problemi s rizičnijim segmentima portfelja u ovim zemljama. Kada se Poljska i Litva izbace iz uzorka (druga slika u dodatku), dobiva se pozitivan nagib regresijske linije. Međutim, rasap podataka i dalje je veoma velik (R-kvadrat je nizak). I to je očekivano u analizi kraćih vremenskih razdoblja. Stoga treba oprezno donositi zaključke kada je riječ o odstupanju od regresijske linije koja pokazuje očekivanu visinu prinosa za danu alokaciju mirovinske štednje. Kako je riječ o realnim prinosa, moguće je da veća inflacija 2022. u Hrvatskoj od većine drugih država u uzorku na drugoj slici utječe na položaj prinosa hrvatskih OMF-ova. U svakom slučaju, na slici bez Poljske i Litve, 5-godišnji realan prinos fondova kategorije C je očekivan (nalazi se na regresijskoj liniji). Isto vrijedi za rezultat fondova kategorije A, dok se rezultat fondova B nalazi malo ispod očekivane vrijednosti predstavljene regresijskom linijom – razlika iznosi približno 1 postotni bod.



*Na osi X su prikazane alokacije 2020. Za više detalja i izvore konzultirajte bilješku i izvore ispod tablice s podacima o realnim prinosima u glavnom tekstu. Sivi krug prikazuje rezultat obveznih mirovinskih fondova kategorije B, crni kategorije A, a bijeli kategorije C.

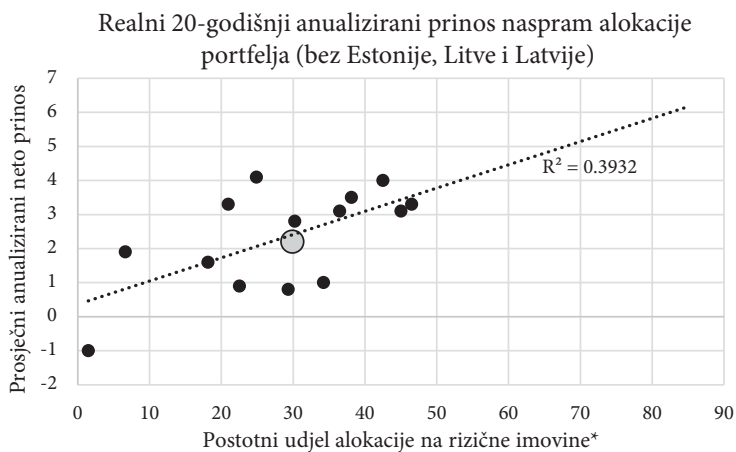
Izvor: OECD Pensions at a glance 2023., HANFA za Hrvatsku, izračuni autora

Analiza 10 i 20-godišnjih realnih prinosa nakon izbacivanja baltičkih država iz uzorka pokazuje da: (a) značaj pozitivne statističke veze raste, (b) hrvatski obvezni mirovinski fondovi i dalje se nalaze u uskoj okolini (B) ili iznad regresijskih linija (A i C).



*Na osi X su prikazane alokacije 2020. Za više detalja i izvore konzultirajte bilješku i izvore ispod tablice s podacima o realnim prinosima u glavnom tekstu. Sivi krug prikazuje rezultat obveznih mirovinskih fondova kategorije B, crni kategorije A, a bijeli kategorije C.

Izvor: OECD Pensions at a glance 2023., HANFA za Hrvatsku, izračuni autora



*Na osi X su prikazane alokacije 2020. Za više detalja i izvore konzultirajte bilješku i izvore ispod tablice s podacima o realnim prinosima u glavnom tekstu. Sivi krug prikazuje rezultat obveznih mirovinskih fondova kategorije B.

Izvor: OECD Pensions at a glance 2023., HANFA za Hrvatsku, izračuni autora

Uzredne koristi od štednje za mirovinu i položaj hrvatskog mirovinskog sustava u međunarodnoj usporedbi

U razmatranju veza između stupova mirovinskog sustava treba povesti računa i o drugim utjecajima kao što su šira promocija dobrovoljne štednje za mirovinu, poticaji individualne mirovinske štednje za dulji ostanak u svijetu rada, financijsko opismenjavanje, i u tom kontekstu osobito izgradnja razumijevanja i tolerancije spram kratkoročnih kolebanja vrijednosti dugoročne mirovinske štednje. S time je u vezi i poticanje aktivnog individualnog praćenja i brige za sredstva na osobnim mirovinskim računima.

Hrvatska zbog socijalističke prošlosti nije imala ni institucije ni generacijsku tradiciju poznavanja financijskih institucija i tržišta kakve susrećemo u razvijenim zemljama. Stoga koncept obvezne mirovinske štednje treba tumačiti kao način da se u povijesno gledano relativno kratkom roku promovira individualna briga za mirovinu, ali ne kao alternativa prvom stupu međugeneracijske solidarnosti nego kao njegova nadogradnja.

Jedan od ključnih čimbenika adekvatnosti mirovina je radni staž umirovljenika. Ako dvije države imaju istu formulu i parametre za određivanje mirovina iz prvog stupa i nalaze se na istom stupnju gospodarskog razvitka,¹³ ali ljudi u jednoj zemlji u prosjeku rade 32 ili 33 godine kao u Hrvatskoj, a u drugoj 38 godina kao u Sloveniji ili 39 kao u Austriji, onda će prosječna starosna mirovina bez dodatnih transfera u drugoj zemlji biti nominalno i realno oko 18% veća.

Uzroci razlika u trajanju prosječnog radnog staža među državama povijesni su i brojni, i ne mogu se svi pripisati individualnim odabirima. U Hrvatskoj su tranzicija i Domovinski rat odigrali važnu ulogu u stvaranju specifične generacije s kraćim trajanjem prosječnog radnog staža. S druge strane, ne može se sve objasniti povijesnim okolnostima na koje najveći broj ljudi nije imao osobni utjecaj. Osobni odabiri također igraju ulogu: koliko smo skloni obrazovanju

13 Naša formula je prikazana u Alatu #6 u drugom poglavlju.

i poduzimanju kroz život, koliko smo skloni sklanjanju od društva u vlastite male kućice (na primjer, kroz prijevremene odlaske u mirovinu), kakva nam je struktura gospodarstva – pretežu li poslovi od kojih se ljudi rano umaraju i obolijevaju – i koliko smo skloni fatalizmu i prepuštanju da netko drugi brine o našoj sudbini, a koliko smo ju željni, spremni i sposobni držati u vlastitim rukama. U širem smislu, postavlja se pitanje može li poticanje dugoročne štednje za mirovinu posredno poticati rad, odnosno dulji ostanak starijih radnika u svijetu rada.

STOPA ZAPOSLENOSTI STARIJIH RADNIKA

Postojanje drugog mirovinskog stupa može potaknuti dulji ostanak u svijetu rada kroz odgađanje prijevremenog umirovljenja ako očekivana mirovinska štednja i prinos na nju otvaraju perspektivu osjetno veće mirovine. Dulji ostanak u svijetu rada (relativno) povećava doprinose koji se uplaćuju u prvi i drugi stup i produljuje razdoblje oplođivanja štednje. Ovo je veoma važno, jer je kratak radni staž (i visoka sklonost prijevremenom umirovljenju) jedan od glavnih razloga neadekvatnosti aktualnih mirovina u Hrvatskoj. U Alatu #6 u drugom poglavlju prikazan je slučaj osobe koja je cijelu karijeru imala prosječnu plaću i radila punih 40 godina. Omjer prve mirovine i zadnje neto plaće (tzv. neto stopa zamjene) za tu osobu iznosi oko 49% potkraj 2024. Međutim, omjer prosječne starosne neto mirovine bez međunarodnih ugovora i prosječne neto plaće bio je niži – 42%. Niska stopa zamjene plaće mirovinom uvjetovana je prosječnim radnim stažem današnjih umirovljenika koji za one koji su stekli starosnu mirovinu bez međunarodnih ugovora, obrtnika i poljoprivrednika, iznosi oko 32 godine. Ukupan prosjek za sve koji su stekli prava prema Zakonu o mirovinskom osiguranju sličan je i iznosi oko 31 godinu s uključenim beneficiranim stažem, stažom roditelja i sličnim pravima. To znači da je efektivni staž tijekom kojeg su plaćani mirovinski doprinosi u Hrvatskoj vjerojatno i kraći od 31 godine. Drugim riječima, da je prosječni staž hrvatskih umirovljenika 38-40 godina kao na sjeveru EU (npr. u Sloveniji je 38 godina, u Austriji 39, a u Švedskoj 40), prosječne mirovine iz prvog stupa i stope zamjene bile bi znatno veće.¹⁴

14 EU Ageing Report je izvor za prosječni radni staž umirovljenika.

Iznimno kratak prosječan staž hrvatskih umirovljenika u europskim okvirima uvjetovan je povijesnim okolnostima i relaksiranim uvjetima za prijevremenu mirovinu. U Hrvatskoj je trenutno oko 177 tisuća korisnika prijevremene mirovine. Ta brojka predstavlja 14,4% od ukupnoga broja korisnika mirovina, odnosno 15,6% od broja korisnika koji su stekli pravo na mirovinu prema Zakonu o mirovinskom osiguranju. Prosječni radni staž osoba u prijevremenoj mirovini iznosi oko 36 godina.¹⁵ U Alatu #6 smo vidjeli da to znači kako značajan broj ljudi prihvaća penalizaciju mirovine iz prvog stupa po stopi od 0,2% na mjesec.

Visoka sklonost odlasku u prijevremenu mirovinu unatoč nižim mirovinama u odnosu na starosnu mirovinu potiče rasprave o zaoštravanju uvjeta za prijevremene mirovine. Uvjeti trenutačno omogućavaju umirovljenje pet godina prije dostizanja dobi za starosnu mirovinu uz uvjet 35 godina radnog staža. Međutim, prošla su vremena kada se poticanjem prijevremenog umirovljenja rješavalo takozvane tehnološke viškove u bivšim socijalističkim poduzećima pa ljudi nisu imali drugoga izbora. Danas je stanje tržišta rada dubokom promijenjeno. Doduše, nema osnove za očekivanje da će stanje tržišta rada spontano smanjiti sklonost prijevremenim mirovinama. Zbog toga se stopa penalizacije prijevremenog umirovljenja može povećati na 0,3 ili 0,4%, a vremenski prozor za ranije umirovljenje skratiti s 5 na 3 ili 2 godine, ili se može koristiti neka kombinacija te dvije mjere. Time bi naš mirovinski sustav u dijelu prijevremenih mirovina postao sličniji tipičnom sustavu u razvijenim državama članicama EU gdje su uvjeti za prijevremene mirovine mahom restriktivniji nego u Hrvatskoj.

Odgoda prijevremenih umirovljenja povećala bi i prosječan radni staž umirovljenika i financijsku održivost prvog stupa. Povećale bi se i prosječne mirovine, te bi se zbog povećanja ponude rada starijih radnika donekle smanjio nerazmjer potražnje i ponude na tržištu rada u zanimanjima i poslovima koje ljudi mogu obavljati u šezdesetim godinama života. Stoga uz restriktivnije uvjete za prijevremenu mirovinu mirovinski sustav s komponentom individualne mirovinske štednje predstavlja jedan od načina kako društvo može potaknuti dulji ostanak u svijetu rada. Objasniti ćemo kako.

Hrvatski problem mirovina posredno je vidljiv u podacima tržišta rada koji pokazuju stopu zaposlenosti u dobnoj skupini 55-64 godine za 2023. godinu od

15 HZMO, Statističke informacije, tablica 9c., str. 49.

svega 51,7%. Gotovo polovina osoba u toj dobi ne radi. Iako je stopa zaposlenosti u ovoj dobnoj skupini zadnjih godina rasla, zaostatak za prosjekom EU koji iznosi 63,9% i dalje je velik. Nižu stopu zaposlenosti u toj dobnoj skupini u EU imaju samo Luksemburg i Rumunjska. Povećanjem stope zaposlenosti starijih radnika u dobi 55+ osigurali bi se i veći mirovinski doprinosi i veće mirovine.

Otežavanje pristupa prijevremenim mirovinama nije jedina mjera za povećanje stope zaposlenosti 55+. Jednako je važno poticati obrazovanje starijih radnika, promovirati zdrav način života i zdravstvenu preventivu, ukratko, promicati sve što može pomoći očuvanju radnog i životnog elana. Kako je političarima veoma teško donijeti odluku o zaošttravanju uvjeta za prijevremenu mirovinu, jer su politički otpori među ljudima koji namjeravaju koristiti ovo pravo i populistima uvijek snažni, postavlja pitanje koje bi druge mjere mogle potaknuti dulji ostanak u svijetu rada?

Moglo bi se spekulirati o tome da je drugi stup nakon duljeg razdoblja štednje za mirovinu već počeo djelovati kao stimulator ostanka u svijetu rada. Ova tvrdnja je ipak samo spekulacija jer o tome nema vjerodostojnih istraživanja. Međutim, tvrdnja je logična jer s duljim periodom štednje i razvojem financijske pismenosti može doći do opisanog efekta. Daljnje uplate u drugi mirovinski stup nakon 55 i 60 godina života i očekivani rast vrijednosti mirovinske štednje u uvjetima sve duljeg očekivanog preostalog trajanja života u dobi 55+, mogu stvoriti poticaj za dulji ostanak u svijetu rada za osobe koje očekuju koristiti kombiniranu mirovinu. U isto vrijeme, ljudi u srednjoj dobi koji danas očekuju kvalitetan život u mirovini znaju da će im za održavanje životnog standarda u poznijim godinama trebati veća financijska sredstva. Generalno su svjesni fiskalnih ograničenja u pogledu mogućnosti da im država to osigura. Stoga ne možemo pouzdano procijeniti koliki bi drugi stup mogao imati utjecaj na sklonost duljem ostanku u svijetu rada jer odluka o prijevremenom umirovljenju osobna je i kompleksna, uključuje i zdravstvene i psihološke razloge, a kvalitetnih znanstvenih istraživanja na tu temu - koliko mi je poznato - nema. Za sada možemo samo prikazati jednu ilustrativnu kalkulaciju (Alat #7) koja će nam približiti ovo važno pitanje kroz analizu poticaja za odgodu prijevremenog umirovljenja. Ujedno, alat je koristan za sve buduće umirovljenike kao orijentacija za razmišljanje o mirovini za članove drugog mirovinskog stupa.

Alat #7 Korištenje REGOS-ovog alata mojamirovina.hr i priprema za mirovinu

Na stranici REGOS-a mojamirovina.hr nalazi se kalkulator kojemu možete pristupiti anonimno ili putem sustava e-građani. U drugom slučaju sustav će „povući“ vaše stvarne podatke o uplatama mirovinskih doprinosa u prvi i drugi mirovinski stup i o stanju na osobnom mirovinskom računu. Nakon certifikacije na ekranu će se pojaviti vaš očekivani datum umirovljenja (kada dostižete starosnu dob za mirovinu) i projicirana neto mirovina. Sustav prikazuje povoljniju očekivanu neto mirovinu između kombinirane i onu koju možete dobiti ako se vratite u prvi stup. U info pop-upu možete pročitati da su svi projicirani iznosi iskazani u današnjim realnim eurima na bazi umjerenih pretpostavki o daljnjem razvoju hrvatskog gospodarstva i realnih prinosa mirovinskih fondova. Dakle, radi se o scenarijima, a ne o prognozama, pa ih tako treba i tumačiti – sa zrnom soli, a ne kao sigurno obećanje. Nadalje, kod prikaza očekivane mirovine postoji taster za više informacija koji otvara usporedni prikaz mirovine iz prvog stupa i kombinirane mirovine u bruto iznosu (pa iz te razlike možete procijeniti koliko ćete poreza na dohodak plaćati kao umirovljenik). Klikom miša ispod iznosa neto mirovina pročitat ćete dodatne informacije poput aktualnog i očekivanog stanja na vašem mirovinskom računu uz pretpostavku da će vam današnja plaća do mirovine rasti u skladu s nacionalnim prosjekom. Zatim možete odabrati Simulaciju A koja pretpostavlja da sada prestajete raditi, ali ne idete u prijevremenu mirovinu, nego dočekujete punu dob za starosnu mirovinu. Ili možete odabrati Simulaciju C, u koju možete unijeti datum (prijevremenog) umirovljenja i bruto plaću koje očekujete imati od sada do tog trenutka. Ova simulacija omogućava izračun očekivane prijevremene mirovine. Možda ćete se iznenaditi koliko gubite u slučaju prijevremenog umirovljenja. Informacija udari o glavu kada se apstraktne brojke iz formula i analiza pretvore u očekivane realne eure. Treba naglasiti da je pri korištenju REGOS-ova alata potreban oprez jer anonimni kalkulator daje bruto mirovinu (ne zna odakle ste, pa ne zna koju stopu poreza na dohodak obračunati), dok u slučaju korištenja putem sustava e-građani možete vidjeti neto mirovine jer sustav zna vaše prebivalište i stopu poreza na dohodak. Pretpostavka je da do mirovine nećete mijenjati prebivalište na način koji će vas odvesti u jedinicu lokalne samouprave koja primjenjuje neku drugu

stopu poreza na dohodak. Mene je zanimalo kakva je razlika u slučaju prijevremenog umirovljenja kod mirovine samo iz prvog stupa i kombinirane mirovine. U drugom slučaju je nešto veća – gubitak je oko 1% veći. Je li to dovoljno da obeshrabri prijevremeno umirovljenje? To je otvoreno pitanje.

Imajte u vidu da je REGOS-ov kalkulator praktičan jer ne morate koristiti kalkulare mirovinskih osiguravajućih društava za izračun kombinirane mirovine. REGOS automatski uzima kalkulator MOD-a koji daje povoljniji izračun mirovine iz drugog stupa. Međutim, snalaženje s kalkulatorima MOD-ova nužna je vještina kako biste znali odabrati tip ugovora za isplatu mirovine iz drugog stupa koji vam najviše odgovara.

Tome će biti posvećen jedan od alata koji će biti predstavljen u četvrtom poglavlju. Na kraju postoji i jedna uzgredna korist od REGOS-ova kalkulatora. U jednom trenutku u dnu ekrana pojavit će se mogućnost povlačenja Excel datoteke s vašim izvornim podacima koji se koriste u izračunu. Otvorite datoteku i provjerite podatke. Moguće je da neki podaci nedostaju u bazi podataka. Ako primijetite razliku između vaših podataka i podataka u bazi, odnosno između podataka u bazi i podataka iz elektroničnog zapisa iz matične evidencije HZMO (koji možete besplatno povući preko sustava e-građani), na stranicama HZMO možete potražiti obrazac zahtjeva za ispravak ili pribavljanje nedostajućih podataka i podnijeti ga u nadležnu ispostavu HZMO uz napomenu da ste u bazi podataka koju koristi mojmirovina.hr primijetili pogrešku. Bolje je da to učinite prije podnošenja zahtjeva za mirovinu i da su svi vaši podaci na vrijeme uredni, kako se u službenom administrativnom postupku nakon podnošenja zahtjeva za mirovinu kasnije ne bi gubilo vrijeme. Alat mojmirovina.hr u svakom je slučaju koristan kao prvi orijentir kada počnete ozbiljno razmišljati o odlasku u mirovinu, na primjer, za godinu do dvije dana. No, nije preporučljivo previše se oslanjati na brojke iz ovog alata. Umjesto toga treba slijediti službene korake i brojke te proučiti kalkulare mirovinskih osiguravajućih društava gdje treba prostudirati različite tipove ugovora o isplati mirovine (više o tome u četvrtom poglavlju). Godinu dana prije namjeravanog podnošenja zahtjeva za mirovinu i uz pretpostavku da ćete za godinu dana ispunjavati zakonske uvjete, preporučljivo je HZMO-u poslati informaciju o namjeri umirovljenja i zahtjev za pretkompletiranje dokumentacije. Na taj način i vi i administracija imate dovoljno vremena za prikupljanje podataka koji eventualno nedostaju u bazi HZMO-a. Nadalje, preporučljivo je nekoliko mjeseci nakon toga HZMO-u poslati zahtjev za informativni izračun mirovine. To

možete (besplatno) učiniti putem sustava e-građani ili (uz plaćanje 7,29 eura) na šalteru nadležne ispostave HZMO-a. Nakon toga će vam na kućnu adresu stići službeni izračun od REGOS-a u kojem ćete moći usporediti prvu mirovinu u oba načina isplate – kombiniranu i punu u slučaju povratka u prvi stup u fazi isplate. Za svaki slučaj, na portalu mojamirovina.hr možete provjeriti bazu podataka na ranije opisan način, no već ćete u sklopu komunikacije vezane uz zahtjev za pretkompletiranje dokumentacije vjerojatno imati informaciju jesu li podaci na kojima se temelji izračun mirovine potpuni. Svi prethodni koraci – i korištenje alata mojamirovina.hr prije namjere odlaska u mirovinu i pokretanje pred-postupka kada namjera postane stvarna – koristit će vam ne samo da donesete dobru odluku, nego i za to da skratite službeni postupak nakon podnošenja zahtjeva za mirovinu. Postupak nakon podnošenja zahtjeva u teoriji bi trebao biti brz i efikasan: nakon podnošenja zahtjeva, od REGOS-a ćete na kućnu adresu zaprimiti službeni izračun mirovine; potom ćete odabrati način isplate (izbor vrste mirovine obavljate na šalteru REGOS-a, kao i odabir mirovinskog osiguravajućeg društva i proizvoda za isplatu mirovine iz drugog stupa ako birate kombiniranu mirovinu, što možete promijeniti u 15 dana ako se predomislite), i na kraju s MOD-om sklapate ugovor o mirovini. Međutim, kako mnogi ljudi ne brinu o svemu do dana podnošenja zahtjeva, često se svi problemi s nedostajućim podacima ne uspiju riješiti u 60 dana, pa ulazite u režim isplate akontacije mirovine. Ništa nećete izgubiti i vaša ćete mirovinska prava prije ili kasnije ostvariti, no postupak usklađivanja podataka može biti dugotrajan. Stoga je poželjno koristiti opisane prethodne korake u postupku.

Na kraju ovog razmatranja treba još jednom naglasiti važnost prinosa. Ako zadovoljstvo prinosima pothranjuje očekivanje prinosa, drugi i treći mirovinski stup mogli bi poticati ljude na dulji ostanak u svijetu rada – dulje razdoblje štednje za mirovinu – jer ista stopa prinosa stvara puno veći apsolutni iznos prinosa na kraju radnoga vijeka kada je akumulirana glavnica već velika, nego u početku kada je ta glavnica razmjerno mala. Naravno, učinak očekivanog prinosa ne bi trebao navesti ljude pri kraju radnog vijeka na preuzimanje prevelikih rizika jer kratkoročne fluktuacije mirovinske štednje mogu biti velike. Međutim, i skromniji prinosi u kategorijama B i C mogu biti značajni u apsolutnim iznosima za osobe koje su već uštedjele nekoliko desetaka tisuća eura kroz godine rada.

VEZA IZMEĐU OPCIJE POVRATKA U PRVI STUP I OPTIMALNE STRUKTURE ULAGANJA MIROVINSKIH FONDOVA

Na primjerima Poljske i Slovačke u drugom poglavlju pokazali smo kako pretjerano konzervativne alokacije mirovinske štednje mogu oslabiti učinke mirovinske reforme i ugroziti njezin smisao. Nizak prag tolerancije na strani kreatora politike i/ili javnosti prema kratkoročnim kolebanjima vrijednosti mirovinske štednje nije kompatibilan s načelom pozitivne korelacije financijskih rizika i prinosa u dugom roku. U Hrvatskoj smo, za razliku od spomenutih zemalja, ipak postupno liberalizirali ulaganja mirovinskih fondova, što je bilo dovoljno za postizanje koliko-toliko adekvatnih prinosa. Međutim, nakon što je 2019. godine omogućen slobodan odabir načina isplate mirovine koji uključuje i opciju povratka u prvi stup, problem optimalne strukture ulaganja mirovinskih fondova treba sagledati u novoj perspektivi.

Opciju povratka u prvi stup u fazi isplate možemo tumačiti kao postavljanje donjeg praga na mogućnost da pad vrijednosti mirovinske štednje u drugom stupu umanju visinu ukupne mirovine. Radi se o sistemskoj opciji – svojevrsnom osiguraču mirovine od pretjeranog pada zbog financijskih turbulencija u kratkom roku. Ova opcija umanjuje potrebu da se averzija prema riziku regulira postavljanjem strogih regulativnih limita na alokaciju mirovinske štednje u mirovinskim fondovima. U kraćim razdobljima financijskih poteškoća i kriza u kojima dolazi do smanjenja vrijednosti štednje za mirovinu, veći dio novih generacija umirovljenika koje nemaju sreću jer odlaze u mirovinu u lošem povijesnom trenutku na financijskim tržištima ne može imati manju prvu mirovinu od mirovine koju zaslužuju na temelju prava samo u prvom stupu. U financijama svaka takva zaštitna opcija znači da na drugoj strani možete preuzeti veći rizik.

Glavna posljedica ove opcije je to što će u lošim vremena dolaziti do pada udjela novih umirovljenika koji biraju kombiniranu mirovinu. Ova fiskalna žrtva ima smisla ako omogućava da u dugom roku dominira učinak pozitivne korelacije rizika i prinosa zbog kojega će udjel novih umirovljenika koji biraju kombiniraju mirovinu biti u prosjeku veći.

Isticanje ovog načela ne predstavlja specifično hrvatsku improvizaciju koja proizlazi iz globalno jedinstvenog rješenja prema kojemu je štednja za mirovinu u drugom stupu obavezna, dok je odabir načina isplate mirovine slobod-

dan i uključuje stari model u prvom stupu. U drugom poglavlju smo pokazali kako mnoge uspješne i razvijene zemlje koriste načelo pozitivne dugoročne korelacije između rizika i prinosa u svojim mirovinskim sustavima, počevši od medijski najeksponiranijeg norveškog državnog mirovinskog fonda koji drži više od 70% alokacije sredstava u dionicama. Stoga bi se napredak u Hrvatskoj mogao postići na nekoliko načina, odnosno nekom kombinacijom sljedećih metoda relaksacije investicijskih limita:

- Napuštanje donjeg limita za ulaganja u državne obveznice u fondovima kategorije A, koji sada iznosi 30% (odnosno 25% ako se sredstva ulože u AIF s, opet, državnom garancijom).
- Spuštanje donjeg limita za ulaganja u državne obveznice u fondovima B kategorije, koji sada iznosi 50% (odnosno 25% ako se sredstva ulože u AIF s, opet, državnom garancijom) tako da postanu fleksibilnije balansirani fondovi.
- Snažna kampanja financijskog opismenjavanja koja bi dijelu osobito mlađih članova drugog mirovinskog stupa olakšala razmišljanje o tome isplati li se više biti u kategoriji B, ili u kategoriji A.

Treća mogućnost je podsjetnik da opciju rizičnijih ulaganja prijelazom iz kategorije rizika B u kategoriju rizika A već 10 godina imamo u rukama. Kreatori politike i regulatori mogli bi reći da ova tema nije više javni problem: otvorena sloboda izbora kategorije rizika dana je pred više od 10 godina, a dodatno je proširena od 2024. godine. Međutim, većina članova drugog stupa ne koristi mogućnost samostalnog odabira upravitelja i kategorije obveznog mirovinskog fonda. Stoga se stav da već imamo idealno rješenje ne može braniti. Postavlja se pitanje kako ohrabriti kreatore politike i regulatore da naprave novi iskorak u pravcu rizičnijih dugoročnih alokacija imovine u mirovinskim fondovima. To zasigurno ne može biti ni prisilno, niti komunicirano kao *mac*. Odluka na koncu mora biti individualna, ali dobro informirana i potpomognuta od strane vlade, regulatora i stručnjaka.

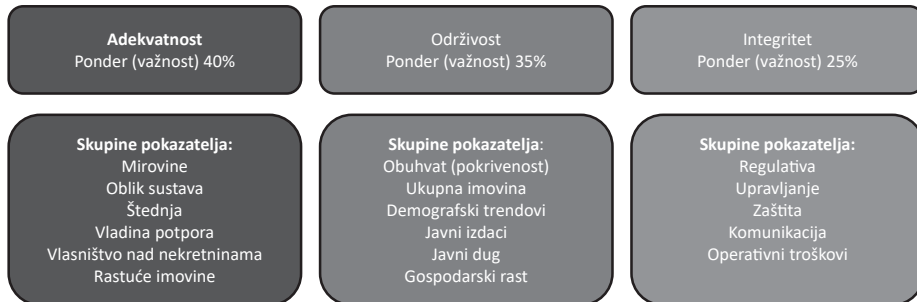
Temu ćemo razraditi u četvrtom poglavlju. Prije toga ćemo nakratko zastati kako bismo prikazali rezime dosadašnjih razmatranja. Nakon što smo upoznali bitne elemente i probleme hrvatskog mirovinskog sustava možemo zaključiti da je sustav u konstrukcijskom smislu dobro postavljen, ali ima velik prostor za napredak u detaljima svoga funkcioniranja. To je glavna poruka ove knjige. Stoga prije detaljnog prikaza prostora za napredak moramo dodatno

dokazati tezu o dobroj temeljnoj konstrukciji sustava. Već smo pokazali adekvatnost prinosa i kompatibilnost a ne suprotstavljenost prvog i drugog mirovinskog stupa, no za rezime o kvaliteti konstrukcije sustava dodatno ćemo se poslužiti međunarodnim usporedbama.

ŠIRA SLIKA: MERCEROV GLOBALNI INDEKS I EU AGEING REPORT 2024.

Mercer CFA Institute od 2009. godine prikazuje globalni indeks kakvoće mirovinskih sustava. Indeks mjeri bitne konstrukcijske elemente: adekvatnost, održivost i integritet. Metodologija uključuje 50 pokazatelja koji se grupiraju u tri pod-indeksa. Na snažnije ponderirane pod-indekse adekvatnosti i održivosti sustava utječe šest skupina pokazatelja, a na slabije ponderirani pod-indeks integriteta njih pet:

Metodologija Mercerovog globalnog indeksa



Izvor: Mercer CFA Institute Global Pension Index 2023

Adekvatnost mirovina je najvažniji element (ponder je 40%). Vrijednost pod-indeksa adekvatnosti zavisi o visini mirovina i obliku sustava. Održivost zaslužuje malo manji ponder (35%): ona mjeri vjerojatnost da sustav u sadašnjem obliku nastavi isporučivati današnji standard mirovina u dugom roku u uvjetima starenja stanovništva. Pod-indeks integriteta (ponder 25%) mjeri regulatorne aspekte sustava s naglaskom na sigurnost i povjerenje.

Rangiranje uz pomoć Mercerova indeksa obuhvaća 48 država u kojima živi oko 65% svjetskog stanovništva. Hrvatska je 2023. po prvi puta uključena u in-

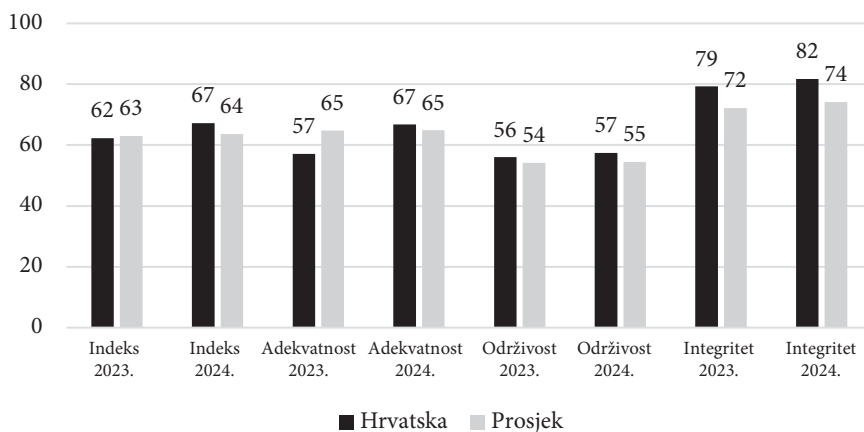
deks. U prvoj ocjeni hrvatski mirovinski sustav zaslužio je 62,3 boda i smjestio se oko srednje globalne ocjene, na 24. mjesto među 47 država koliko ih je bilo uključeno u mjerenje 2023. Tako je već prvo uključivanje Hrvatske u indeks pokazalo bolju ocjenu od mnogih mirovinskih sustava u EU. Hrvatska je 2023. zaostajala za Nizozemskom koja ima najbolju ocjenu na svijetu, zatim za Belgijom, Danskom, Finskom, Švedskom, Irskom, Njemačkom i Portugalom, ali je zaslužila bolju ocjenu od Francuske, Španjolske, Italije, Poljske i Austrije,¹⁶ sve redom država koje se nalaze na višem stupnju razvitka od Hrvatske.

Nedavno su objavljeni rezultati mjerenja za 2024. godinu. Pokazali su da je broj bodova za Hrvatsku povećan s 62,3 2023. na 67,2 2024. Hrvatska je prema vrijednosti ukupnoga indeksa za 2024. zauzela 21. mjesto od 48 država uključenih u mjerenje prestigavši Portugal. Gotovo je dostigla Njemačku i snažnije odstupila od prosjeka prema gore u usporedbi s prošlogodišnjim mjerenjem. U isto vrijeme, Francuska je zabilježila osjetan napredak i prestigla Hrvatsku zbog politički napete Macronove mirovinske reforme u kojoj je starosna dob za mirovinu povećana sa 62 na 64 godine. Ljestvice s ukupnim bodovima i bodovima za sva tri pod-indeksa i sve zemlje prikazane su u prilogu na kraju poglavlja, a Slika 13 prikazuje glavne rezultate.

Hrvatska je 2023. bila najlošije pozicionirana prema kriteriju adekvatnosti mirovina (ispod prosjeka: 33. mjesto od 47 država). Međutim, kako objašnjavaju iz Mercera, nakon recentne OECD-ove objave neto stopa zamjene (prva neto mirovina u odnosu na zadnju neto plaću) adekvatnost je povećana za 10 bodova i Hrvatska je prestigla prosjek te zauzela 25. mjesto prema kriteriju adekvatnosti. Hrvatska bilježi najlošije vrijednosti prema pod-indeksu održivosti premda je i prema tom kriteriju iznad prosjeka i zauzima 21. mjesto. Niže vrijednosti se objašnjavaju vjerojatnim padom adekvatnosti u vrlo dugom roku zbog starenja stanovništva. Hrvatska postiže najbolji rezultat prema kriteriju integriteta sustava (12. mjesto).

¹⁶ 14 država članica EU uključeno je u usporedbu.

Slika 13. Mercerov indeks kakvoće mirovinskih sustava 2023. i 2024.



Izvor: Mercer CFA Institute Global Pension Index 2024

Prikazana ocjena poklapa se s nalazima EU Ageing Reporta 2024. Prema projekcijama iz ovog izvješća, omjer prosječne mirovine i prosječne plaće¹⁷ smanjit će se 6,6% do 2050. (problem održivosti), dok će se fiskalni deficit prvog stupa u isto vrijeme smanjiti s aktualnih oko 4% na 2,5% BDP-a. Međutim, EU Ageing Report pretpostavlja da broj novih umirovljenika koji biraju kombiniranu mirovinu nikada neće prijeći približno 8 tisuća na godinu što predstavlja oko 20% novih umirovljenika nakon što će velika većina novih umirovljenika izlaziti iz drugog stupa. Ova relativno mala brojka u predviđanjima Europske komisije (procjena je da će u dugom roku oko 0,3% BDP-a na godinu biti isplaćivano u vidu mirovina iz drugog stupa) pokazuje da je i Komisiji teško procijeniti dugoročne potencijale isplata iz drugog stupa. 0,3% godišnje u dugom roku vjerojatno je posljedica pretpostavki o nastavku pretežito konzervativnih ulaganja mirovinske štednje. Pronalaženje prostora za veće dugoročne prinose i poticaje za individualnu mirovinsku štednju može povećati ovu procjenu. Moguća poboljšanja tema su u nastavku knjige.

¹⁷ Izvješće pretpostavlja početni omjer prosječne mirovine i prosječne plaće od 30%, što znači da (a) gleda bruto omjer (neto je povoljniji, veći od 30%) i (b) uzima u obzir ukupan prosjek mirovina, što uključuje i značajan broj mirovina koje se isplaćuju prema međunarodnim ugovorima u kojima uvjet staža (15 godina za građane RH) ne mora biti ispunjen. Kada bi se gledala neto stopa zamjene bez prosjeka za korisnike mirovina temeljem međunarodnih ugovora Hrvatska bi zaslužila i više bodova.

DODATAK TREĆEM POGLAVLJU: VRIJEDNOSTI
MERCEROVOG INDEKSA

	Ukupan indeks		Adekvatnost		Održivost		Integritet	
	2023.	2024.	2023.	2024.	2023.	2024.	2023.	2024.
Nizozemska	85,0	84,8	85,6	86,3	82,4	81,7	87,7	86,8
Island	84,8	83,4	85,5	82,0	83,8	84,3	85,0	84,4
Danska	81,3	81,6	82,5	84,0	82,5	82,6	77,8	76,3
Izrael	80,8	80,2	77,0	75,7	82,7	82,6	84,4	84,1
Singapur	76,3	78,7	79,8	79,8	71,6	74,3	77,0	83,0
Australija	77,3	76,7	70,7	68,4	78,4	79,5	86,1	66,1
Finska	76,6	75,9	77,4	77,0	65,6	64,2	90,9	90,8
Norveška	74,4	75,2	79,4	77,2	59,1	63,6	87,8	88,3
Čile	69,9	74,9	60,0	71,2	71,3	70,9	84,0	86,5
Švedska	74,0	74,3	72,1	75,2	75,6	73,7	75,0	73,6
UK	73,0	71,6	77,3	75,7	62,7	61,5	80,6	79,3
Švicarska	72,0	71,5	69,6	66,0	70,6	71,4	77,9	80,4
Urugvaj	68,9	68,9	84,0	84,0	46,2	46,6	76,5	76,1
Novi Zeland	68,3	68,7	65,6	64,8	64,3	64,9	78,3	80,2
Belgija	68,6	68,6	82,0	81,8	39,4	40,1	88,2	87,4
Meksiko	55,1	68,5	63,5	73,8	58,4	63,4	37,0	67,1
Kanada	70,2	68,4	71,1	67,0	64,5	63,8	76,7	77,1
Irska	70,2	68,1	77,1	73,6	54,4	52,8	81,1	80,5
Francuska	62,0	68,0	84,5	84,8	41,8	43,4	54,4	75,7
Njemačka	66,8	67,3	79,8	81,1	45,3	45,8	76,3	75,3
Hrvatska	62,3	67,2	57,1	66,8	56,0	57,4	79,3	81,7
Portugal	67,4	66,9	86,7	83,4	32,0	34,6	85,9	85,7
UAE	62,5	64,8	72,2	77,1	45,4	43,3	70,8	75,3
Kazahstan	64,9	64,0	46,9	45,8	74,8	73,1	80,0	80,4
Hong Kong	64,0	63,9	51,9	51,5	61,1	61,1	87,6	87,5

UZGREDNE KORISTI OD ŠTEDNJE ZA MIROVINU

	Ukupan indeks		Adekvatnost		Održivost		Integritet	
	2023.	2024.	2023.	2024.	2023.	2024.	2023.	2024.
Prosjek	63,0	63,6	64,8	64,9	54,2	54,5	72,2	74,2
Španjolska	61,6	63,3	79,7	82,9	28,5	30,7	79,2	77,6
Kolumbija	61,9	63,0	62,9	63,9	55,4	57,4	69,3	69,5
Saudijska Arabija	59,5	60,5	61,5	61,1	54,9	58,0	62,9	62,9
USA	63,0	60,4	66,7	63,9	61,1	58,4	59,5	57,5
Poljska	57,6	56,8	59,8	59,2	45,4	45,2	71,2	69,4
Kina	55,3	56,5	64,2	65,2	39,0	37,8	63,7	69,1
Malezija	56,0	56,3	44,3	44,5	56,1	54,6	74,6	77,4
Brazil	55,7	55,8	70,4	70,4	28,5	31,0	70,1	67,3
Italija	56,3	55,4	72,7	68,2	23,7	25,1	75,9	77,2
Botswana	54,5	55,4	39,8	39,7	52,8	52,0	80,6	85,2
Japan	56,3	54,9	59,2	57,1	46,5	47,1	65,6	62,1
Peru	55,5	54,7	55,0	55,3	50,4	46,9	63,5	64,7
Tajvan	53,6	53,7	47,6	46,2	52,9	51,9	64,1	68,2
Austrija	52,5	53,4	66,8	67,2	22,6	22,0	71,6	75,2
J. Koreja	51,2	52,2	39,0	40,5	52,7	52,4	68,5	70,5
Indonezija	51,8	50,2	41,6	38,1	50,6	50,4	69,8	69,3
Tajland	46,4	50,0	45,4	50,2	42,2	43,8	53,9	58,2
JAR	54,0	49,6	44,2	34,7	49,1	48,0	76,6	75,7
Turska	46,3	48,3	46,5	48,3	31,1	32,2	67,3	70,8
Filipini	45,2	45,8	41,8	41,7	63,2	63,4	25,7	27,7
Argentina	42,3	45,5	56,3	61,5	29,5	29,4	37,8	42,3
Indija	45,9	44,0	41,9	34,2	43,0	44,9	56,5	58,4

Izvor: Mercer CFA Institute Global Pension Index, 2024

Rizici i potencijali u fazama akumulacije i isplate štednje za mirovinu

U trenutku odlaska u mirovinu iz drugog mirovinskog stupa donosimo odluku koja će utjecati na životni standard u preostalom razdoblju života u mirovini. Pri tome se odluka ne odnosi samo na izbor vrste mirovine usporedbom prve kombinirane mirovine s prvom mirovinom samo iz prvog stupa.¹⁸ Iza brda se valjaju još tri teška pitanja:

1. kako će različiti mehanizmi naknadnog usklađivanja vrijednosti mirovina samo iz prvog stupa i mirovina iz drugog stupa utjecati na razliku mirovina u budućnosti jer se mirovina iz drugog stupa usklađuje samo za inflaciju, dok se na osnovnu mirovinu i mirovinu koja se u cijelosti isplaćuje iz prvog stupa primjenjuje povoljnija formula koja kombinira usklađivanje za inflaciju i rast prosječne plaće; štoviše, nakon zakonskih izmjena koje su stupile na snagu 2024. godine novi umirovljenici moći će odabrati i neindeksiranu mirovinu iz drugog stupa koja se ne usklađuje s rastom indeksa potrošačkih cijena, ali je zbog toga u početnim godinama veća od alternativne koja se usklađuje, što će u isto vrijeme povećati slobodu ali i trehnički otežati odabir načina isplate;
2. da li koristiti mogućnost jednokratne isplate do 20% mirovinske štednje na početku isplate mirovine iz drugog stupa;
3. koje mirovinsko osiguravajuće društvo (MOD) i koji isplatni proizvod (ugovor) odabrati za isplatu mirovine iz drugog stupa?

Teška pitanja za nove umirovljenike ujedno su teška pitanja i za kreatore mirovinske politike i regulatore:

1. jesu li postojeća ograničenja isplate 20% mirovinske štednje iz drugog stupa dobro postavljena i je li mogućnost jednokratne isplate uopće potrebna: ranije je mogućnost jednokratne isplate s prvom mirovinom bila ograničena na 15% mirovinske štednje u drugom stupu samo za kori-

¹⁸ Nakon podnošenja zahtjeva za mirovinu, usporedbu na kućnu adresu dostavlja REGOS u dokumentu koji se naziva *Informativni izračun mirovine*.

snike kombinirane mirovine čija je osnovna mirovina bila 15% veća od najniže mirovine; zakonskim izmjenama koje su stupile na snagu 2024. godine uvjet je olabavljen i sada vrijedi samo za nove korisnike kombinirane mirovine čija je prva osnovna mirovina veća od minimalne mirovine; mišljenja o ograničenoj jednokratnoj isplati podijeljena su i kreću se od zagovora potpune slobode isplate mirovinske štednje iz drugog stupa u trenutku umirovljenja do potpune zabrane isplate na kraju faze štednje, pa ćemo u ovom poglavlju analizirati utemeljenost ta dva oprečna stava;

2. kako osnažiti tržišnu konkurenciju na korist umirovljenika u vidu bolje ponude isplata proizvoda kada na tržištu mirovinskih osiguravajućih društava posluju samo jedno privatno i jedno državno društvo; koliko regulativnih ograničenja implementirati, a da se time minimaliziraju rizici isplata, ali da se s druge strane ne uguši razvoj tržišta mirovinskih anuiteta iz drugog stupa;
3. politička težnja postizanju sve većih mirovina iz prvog stupa - koja se vidi kroz najavu uvođenja novog dodatka na mirovinu i povećanja pondera uz veću stopu između stope inflacije i stope rasta prosječne bruto plaće pri usklađivanju mirovina iz prvog stupa s ranijih 70% na od 2025. vjerojatno važećih 85%¹⁹ - stvara dvostruki fiskalni problem: osim povećanja tekućih proračunskih izdataka za mirovine iz prvog stupa, poboljšanje uvjeta samo za mirovine iz prvog stupa navodi veći broj ljudi na odabir povratka u prvi stup u fazi isplate čime se umanjuje prostor za dugoročne fiskalne uštede; postavlja se pitanje mogu li mjere iz točke 2 potaknuti nastanak isplata proizvoda za mirovine iz drugog stupa koji će kroz participaciju umirovljenika u rastu vrijednosti mirovinske imovine tijekom faze isplate kompenzirati učinke povećanja prava u prvom mirovinskom stupu?

Uranjanje u ova složena pitanja omogućit će novim umirovljenicima donošenje dobrih financijskih odluka. Stoga će u nastavku biti predstavljeni i neki novi alati koje zainteresirani mogu koristiti u cilju informiranog odabira načina isplate mirovine. No, poglavlje je prije svega posvećeno politici i mogućim mjerama za unaprjeđenje drugog stupa mirovinskog sustava.

¹⁹ U trenutku dovršetka ovog teksta detalji dodatka još nisu poznati, ali očekuje se usvajanje prijedloga zakona s promijenjenim ponderima za usklađivanje mirovina i primjena od 1.7.2025.

Na početku je važno uočiti da kvaliteta individualnih odluka u trenutku odlaska u mirovinu nije oblak koji samostalno lebdi u zraku. Kvaliteta odluka u trenutku odlaska u mirovinu ovisi o kvaliteti odluka koje ćemo donijeti u fazi akumulacije štednje za mirovinu. Tijekom faze štednje razvijamo financijsku pismenost koja je ključ za donošenje dobrih odluka na kraju radnoga vijeka. Stoga ćemo prije pregleda složenih odluka koje donosimo u trenutku odlaska u mirovinu analizirati moguća poboljšanja u fazi akumulacije mirovinske štednje u drugom stupu.

PRIJE ISPLATE: LIBERALIZACIJA ULAGANJA MIROVINSKIH FONDOVA, FINANCIJSKA PISMENOST I RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA

U trećem poglavlju smo pokazali da opcija povratka u prvi stup u fazi isplate mirovine opravdava daljnju liberalizaciju investicijskih limita u obveznim mirovinskim fondovima A i B kategorije. Ta opcija postavlja donji prag na mogućnost pada mirovine zbog oscilacija prinosa u obveznim mirovinskim fondovima neposredno prije odlaska u mirovinu. Međutim, utjecaj liberalizacije na prinose neće biti velik ako članovi drugog stupa ostanu pasivni i prepuste svoj mirovinski račun seljenju prema sili zakona za pasivne osiguranike iz kategorije A u kategoriju B 25 godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu. Regulativa sada dopušta da osiguranik aktivnim odabirom produži boravak u kategoriji rizika A. Poučeni dosadašnjim iskustvom pasivnoga odnosa većine osiguranika prema mirovinskoj štednji u drugom stupu, očekujemo da se najveći broj osiguranika neće odlučiti za aktivan odabir. Iako je promjena kategorije rizika obveznog mirovinskog fonda (i upravitelja fonda) moguća jednom godišnje bez plaćanja naknade, zanemariv broj osiguranika koristi tu mogućnost. Usto, rizici uvijek postoje i otvoreno je pitanje je li aktivan odabir kategorije A najbolje rješenje uvijek i za svakoga u razdobljima koja su kraća od cijelog radnog vijeka, na primjer kroz 10 do 20 godina. Na temelju povijesnog iskustva možemo reći samo to da postoji velika vjerojatnost da je odabir kategorije A najbolji odabir u vrlo dugim vremenskim razdobljima, ali ne zaboravimo da i fondovi kategorije C mogu odbaciti solidne prinose u vremenima kada su gospodarski rast i inflacija niski ili se razvijaju po negativnim stopama. S druge strane, fondovi kategorije A su upravo u takvim razdobljima pod-

ložni padovima. Prema tome, prinosi koji su predstavljeni u prvom i drugom poglavlju i koji pokazuju superiornost prinosa kategorije A u razdoblju nakon nastanka fondova kategorije A 2014. godine, ne moraju biti reprezentativni za sva višegodišnja vremenska razdoblja. Kao što je dobro poznato, prinosi iz prošlosti nisu jamstvo ponavljanja sličnih prinosa u budućnosti.

Težina odluka o tome koji obvezni mirovinski fond odabрати vjerojatno nije glavni razlog zašto se većina ljudi pasivno odnosi prema mirovinskoj štednji. Jedan od glavnih razloga leži u veoma rijetkim prilikama kada propisi navode ljude na promišljanje o tome kako se ulaže njihova štednja za mirovinu. Prema sadašnjem rješenju, postoje dva ključna trenutka u kojima možemo bitno utjecati na ulaganja mirovinske štednje (ako to ne učinimo, odluku će umjesto nas donijeti država, to jest provest će ju REGOS): 25 godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu račun pasivnih članova koji se ne odluče na aktivan odabir kategorije fonda silom zakona seli iz A u B; odnosno, 10 godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu račun onih osiguranika koji su nakon 15 godina odlučili ostati aktivni u kategoriji A silom zakona seli u B osim ako se još jednom ne ponovi aktivan odabir A. Pet godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu račun će silom zakona biti preseljen u kategoriju B i za one osiguranike koji su aktivno birali kategoriju A pa treba odlučiti da li preostalo vrijeme provesti u kategoriji B ili C. Prema tome, nakon zakonskih izmjena koje su stupile na snagu 2024. godine vrijedi i opcija ostanka u kategoriji B do mirovine.

Nova rješenja bolja su od starih jer su proširila slobodu izbora. Međutim, nekoliko puta u četrdesetak godina promišljati o tome kako se ulaže mirovinska štednja nije dovoljan motiv da značajan broj osiguranika u drugom stupu aktivnije počnu voditi brigu o svojoj mirovinskoj štednji. Postavlja se pitanje možemo li zamisliti drugačiji sustav alokacije obvezne mirovinske štednje tijekom radnoga vijeka koji će snažno potaknuti povećanje financijske pismenosti i aktivnost osiguranika otklanjajući istovremeno i neke druge nedostatke sadašnjeg modela?

Liberalizacija ulaganja koja je opisana u prethodnim poglavljima, a kojom bi fondovi kategorije A postali pravi visoko rizični fondovi, fondovi B pravi mješoviti, a ne konzervativno balansirani, dok C ostaju vrlo konzervativni fondovi, mogla bi biti praćena postupnom realokacijom portfelja pasivnih članova. Umjesto rijetkih ali naglih skokova iz A u B, portfelj pasivnih članova mogao bi se češće prilagođavati. Na primjer, svake ili svake druge godine u manjim

koracima. Tako bi svaki član drugog mirovinskog stupa kroz radni vijek imao tri računa otvorena kod sve tri vrste obveznih mirovinskih fondova, a zakonom bi bila propisana predodređena (*defaultna*) alokacija za pasivne članove. Ona bi zavisila o broju preostalih godina do starosne dobi za mirovinu. Tako bi sustav i dalje slijedio pristup životnog ciklusa koji počiva na rizičnijoj alokaciji za mlade i manje rizičnoj za starije članove drugog mirovinskog stupa, ali bi ljudi svake godine kroz 25 godina prije mirovine razmišljali o tome kako se ulaže njihova obvezna štednja za mirovinu.

Primjer pravila osnovne *defaultne* alokacije koji služi za ilustraciju ideje²⁰ prikazan je u Tablici 5. Nakon početnih godina sa 100% sredstava na osobnom mirovinskom računu kod fonda kategorije A (isto kao prema sadašnjem rješenju), svake godine od 25.-te prije dostizanja starosne dobi za mirovinu nadalje, taj bi se dio alokacije smanjivao po 4 postotna boda. Nakon sljedećih 25 godina alokacija mirovinske štednje na fondove kategorije A pada na nulu jer se prvih 4% mirovinske štednje seli na račun kod fonda kategorije B 25 godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu, sljedećih 4% sljedeće godine, i tako dalje. Ako bi se postupno mijenjanje alokacije odvijalo samo između fondova kategorije A i B, 10 godina prije mirovine bi 40% mirovinske štednje ostalo alocirano u fondu kategorije A, a 60% u kategoriji B koja je balansirana. Pretpostavimo li da je 100% alokacije u kategoriji A u visoko rizičnim ulaganjima, te da je 50% alokacije B u visoko rizičnim, a 50% u nisko rizičnim instrumentima, to bi značilo da je efektivna alokacija 10 godina prije mirovine 70% u visoko rizičnim ulaganjima (40% u A plus 50% od 60% u B), a 30% u nisko rizičnim instrumentima (50% od 60% u B). To je vjerojatno previše rizično za pasivne članove. Naime, pasivnost spram alokacije osobne mirovinske štednje možemo tumačiti i kao signal slabije sklonosti riziku. Stoga bi već 20 godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu moglo započeti seljenje dijela alokacije iz kategorije A ili B u kategoriju C. Ako se nakon praga od 20 godina po 4% svake godine više ne seli iz A u B, nego iz A u C, efektivna alokacija za pasivne osiguranike će 10 godina prije mirovine biti 50% u visoko rizičnim instrumentima (40% u A plus 50% od 20% u B) i 50% u nisko rizičnim instrumentima (50% od 20% u B i 40% u C). Potom će se rizična izloženost ubrzano smanjivati do odlaska u mirovinu za pretpostavljenu osobu koja ide u mirovinu sa 65 godina i 40 godina neprekidnog staža. Tada će udjel kod A na njezinom računu

20 Za kvalificiranu preporuku *defaultnog* rješenja trebalo bi više stručnih glava staviti na kup.

pasti na nulu. Ostat će 20% u B i 80% u C, što efektivno znači svega 10% izloženosti visokorizičnim plasmanima u trenutku izlaska u mirovinu.²¹ S druge strane, moguće je da je takva vremenska staza pretjerano konzervativna, te se zadnjih 10 godina u *defaultnom* scenariju može drugačije modelirati tako da ciljana alokacija u smislu odnosa visoko rizičnih i nisko rizičnih plasmana u trenutku dostizanja starosne dobi za mirovinu bude 20:80 ili 25:75 za pasivne članove. Moguće je i da bi neka sredina između dva opisana *defaultna* scenarija bila dobar odabir. Bez ambicije da ovdje zaokružimo konačnu preporuku, ponovimo da bi skupina stručnjaka iz industrije, uz predstavnike regulatora, osiguranika i znanstvenika s referencama iz područja biheviornalnih financija mogla postići konsenzus o optimalnoj stazi alokacije duž životnog ciklusa za pasivne članove.

Tablica 5. Model postupne osnovne (defaultne) alokacije kroz životni ciklus: jednostavna ilustracija uz pretpostavku godišnjih inkremenata po 4 postotna boda

Broj godina do starosne dobi za mirovinu	Udjel sredstava na računu kod fonda kategorije A koji potencijalno 100% ulaže u rizične imovine	Udjel sredstava na računu kod fonda kategorije B koji je savršeno balansiran	Udjel sredstava na računu kod fonda kategorije C koji ulaže u niskorizične i nerizične imovine
40-25	100%	0%	0%
20	80%	20%	0%
10	40%	20%	40%
0	0%	20%	80%

Postupna (re)alokacija portfelja mirovinske štednje primjenjivala bi se za sve osiguranike u drugom stupu koji bi primali godišnje obavijesti o promjeni alokacije. Pasivni osiguranici tj. svi oni koji ne žele samostalno odlučivati o izlaganju riziku, prešutno bi ju prihvatili. Za aktivne članove postojao bi kratak vremenski prozor od nekoliko dana po zaprimanju obavijesti tijekom kojega bi mogli reagirati vraćanjem na staru alokaciju ili odabirom neke druge alokacije koja odgovara njihovim stavovima prema riziku u danom trenutku. U tom kratkom periodu, promjena alokacije mogla bi se obaviti bez naknade. Uz

21 Radi jednostavnosti pretpostavljeno je da fond kategorije C 100% sredstava ulaže konzervativno iako nakon izmjena zakona koje su stupile na snagu 2024. godine do 10% imovine fonda kategorije C može biti uloženo u rizičnije imovine.

naknade, promjena bi mogla biti češća. Sada se naknada po stopi od 0,2% plaća ako je od zadnjeg preseljenja računa uz promjenu upravitelja prošlo više od dvije, a manje od tri godine; stopa naknade raste na 0,4% ako je prošlo više od jedne, a manje od dvije godine, te na 0,8% ako je od zadnjeg seljenja računa uz promjenu upravitelja prošlo manje od godinu dana. Naknade za prečeste promjene alokacije nevezano uz promjenu upravitelja u slučaju primjene modela postupne alokacije potrebne su kako bi odvratile ljude od prečestog baratanja računom pod naletima straha ili euforije koji su često potaknuti medijskim napisima koje pokreću nasumični prolazni događaji na financijskim tržištima. Na taj način osigurava se stabilnost pasive mirovinskih fondova i omogućava bolje upravljanje ulaganjima koje povećava vjerojatnost postizanja dobrog odnosa povrata i rizika u dugom roku. Ako bi pasiva pojedinih kategorija OMF-ova u uvjetima slobodnijeg odlučivanja o alokaciji postala nestabilna, to bi povećalo rizik likvidnosti prema kojemu bi fond menadžeri prilagodili portfelje. To bi značilo veću izloženost fondova instrumentima tržišta novca koji nude sigurne, ali u prosjeku niže prinose.

Ovdje nije poanta prikazati najbolji model predodređene (*defaultne*) alokacije za pasivne članove, nego ilustrirati princip i potaknuti stručnu raspravu o obliku staze postupne promjene alokacije tokom životnog ciklusa štednje te uputiti čitatelja na razmišljanje o glavnoj posljedici manjih i češćih promjena *defaultne* alokacije u usporedbi s rješenjem koje je sada na snazi. Glavna posljedica je otklanjanje ključnog problema sadašnjeg modela koji se sastoji u veoma rijetkim poticajima za velike promjene alokacije. Kako je to veoma rijetko, ljudi rijetko razmišljaju o štednji za mirovinu u drugom stupu te zbog toga, uz druge razloge, nisu pripremljeni za aktivno odlučivanje; ostaju pasivni, a interes za povećanje financijske pismenosti u vezi štednje za mirovinu ostaje ograničen. Nasuprot tome, u sustavu s postupnim godišnjim promjenama alokacije koje počinju 25 godina prije mirovine ljudi svake godine dobivaju informaciju o relativno maloj promjeni strukture portfelja i mogu reagirati: raspituju se što se događa, traže savjete, žele učiti. Razmišljanje se razmjerno rano u životu (oko četrdesete) usmjerava prema krajnjem cilju – što boljoj mirovini. Za očekivati je da će na taj način ojačati i motivi za financijsko opismenjavanje te briga i svijest o štednji za mirovinu.

Sve će biti podržano internetskim stranicama i aplikacijama upravitelja i regulatora u koje će se s vremenom ugrađivati i umjetna inteligencija. Takvi alati mogu ponuditi pregršt korisnih i jednostavno prezentiranih informacija

koje su pripremljene na način dostupan širem krugu korisnika. Za očekivati je da će se na taj način potaknuti i konkurencija među upraviteljima obveznih mirovinskih fondova. Ona će se u ovom modelu odvijati i kroz težnju prema stvaranju sve boljih, lako razumljivih i edukativnih aplikacija, kampanja i informacija. Kroz to će se promicati i dobrovoljna mirovinska štednja o kojoj će biti više riječi u sljedećem poglavlju.²²

Prikazani prijedlog modela postupne promjene alokacije nije samostojeći prijedlog koji je odvojen od cjeline funkcioniranja mirovinskog sustava. Prisjetite se šireg konteksta rasprave koji opisuje kako smo došli do ove točke u izlaganju: prvo smo na nekoliko mjesta ustvrdili da su osiguranici u drugom stupu u najvećem broju pasivni; zatim smo u trećem poglavlju pokazali kako slobodan odabir načina isplate mirovine (kombinirana ili povratak u prvi stup) služi kao opcija koja postavlja donji prag na mogućnost pada vrijednosti ukupne mirovine u lošim vremenima kada dolazi do osjetnog pada vrijednosti mirovinske štednje u drugom stupu; stoga je daljnja liberalizacija ulaganja mirovinskih fondova logičan korak koji je usklađen s postojanjem spomenute opcije. Na kraju je iz teze o održivoj liberalizaciji ulaganja proizašla ideja o modelu postupne promjene alokacije. Dakle, radi se o paketu konzistentnih promjena čiji je krajnji cilj otvoriti prostor za potencijalno postizanje boljih odnosa očekivanog prinosa i rizika.

Međutim, da bi paket mjera bio potpun, neophodni su iskoraci u razvoju tržišta kapitala.

Premda inozemna ulaganja predstavljaju oko 36% imovine hrvatskih obveznih mirovinskih fondova, te će udjel ulaganja na inozemnim tržištima vjerojatno rasti - jer hrvatski OMF-ovi su preveliki za potencijale domaćega tržišta kapitala - značajan dio imovine OMF-ova vezan je i ostat će vezan uz domaće tržište kapitala. U kategoriji A, 17,7% ulaganja su domaće dionice, a 1,5% čine ulaganja u domaće investicijske i alternativne investicijske fondove. U katego-

22 Otvoreno je i pitanje prijelaznog razdoblja između sadašnjih regulativnih rješenja i regulativnog rješenja koje smo nazvali modelom postupne promjene alokacije. Najjednostavnije je novi model primijeniti na generacije novih osiguranika nakon 2019. koji se učlanjuju u fondove A nakon 15 godina, dakle uz prvi korak od 2034. Starije članove drugog stupa također je moguće uključiti u novi model prema približnim pravilima za njih, uz opciju da mogu poništiti novu alokaciju i ostati u aktualnom fondu (status quo opcija). Na primjer, članu fonda B koji ima još 20 godina do mirovine omogućilo bi se da prihvati *defaultnu* opciju iz Tablice 5, ali bi mu se omogućilo i da ju poništi i ostane sa 100% svoje mirovinske štednje u kategoriji B.

riji B, gdje su iznosi pod upravljanjem mnogostruko veći nego u kategoriji A, 15,3% ukupne imovine su izravna ulaganja u domaće dionice, a još 0,3% su ulaganja u domaće investicijske i alternativne investicijske fondove. Radi se o udjelima od sistemskog značaja za rast vrijednosti portfelja. Interes je više od 2,3 milijuna budućih umirovljenika članova drugog mirovinskog stupa da ove investicijske pozicije budu fer vrednovane, u perspektivi dovoljno likvidne, i da vrijednosti hrvatskih kompanija čije se dionice nalaze u portfeljima mirovinskih fondova dugoročno rastu. Interes osiguranika je i da se na tržištu pojavljuju nove rastuće kompanije koje se u dijelu svoje kapitalne strukture mogu osloniti na mirovinske fondove kao ulagače. Utoliko razvoj tržišta kapitala nije samo u interesu budućih umirovljenika, nego i u širem društvenom interesu održavanja relativno brzog tempa gospodarskoga rasta kakav je Hrvatska postigla u razdoblju 2021.-2024. Razvoj tržišta kapitala ima pozitivan učinak na gospodarski rast.

Temu o razvoju domaćeg tržišta kapitala možemo proširiti zapažanjem o kroničnom nedostatku municipalnih i korporativnih obveznica u portfeljima mirovinskih fondova. U trenutku dovršetka ove knjige njihov udjel u ukupnom portfelju OMF-ova iznosi svega 0,6%. Lokalni proračuni navikli su se oslanjati na EU fondove i HBOR. Poduzeća su navikla oslanjati se na banke i leasing kompanije. Središnji državni proračun zadovoljava svoje potrebe za financiranjem kroz EU sredstva, međunarodne razvojne banke i klasična izdanja državnih obveznica. U takvim uvjetima nedostaju poticaji za kreativnije pristupe financiranju kao što su izdanja pokrivenih obveznica i drugih sekuritiziranih financijskih instrumenata. Takva su izdanja prilagođena za financiranje javnih i javno-privatnih investicijskih, najčešće infrastrukturnih projekata. I bez državnih garancija projekti ove vrste atraktivni su jer počivaju na stabilnim i predvidivim tijekovima novca, a prinosi su im u pravilu veći od prinosa na dugoročne državne obveznice jer sadrže umjerene premije rizika. Za takva ulaganja obveznih mirovinskih fondova već postoje vrlo široko, možda i preširoko postavljeni limiti koji se ne koriste jer na tržištu nema odgovarajućih financijskih instrumenata: 55% imovine OMF-a kategorije A odnosno do 35% imovine kategorije B može biti uloženo u vrijednosne papire koji služe za financiranje ili sekuritizaciju infrastrukturnih projekata na području Republike Hrvatske. Ovako visoki limiti znače preveliku koncentraciju i trebalo bi ih smanjiti. No, trenutačni izostanak takvih izdanja znači da u javnom sektoru nema dovoljno znanja i praksi za strukturiranje izdanja pokrivenih i

sekuritiziranih vrijednosnica za financiranje javnih investicija. To nije dobro, jer izdašnost europskih sredstava iz kojih se sada uglavnom pokrivaju potrebe za financiranjem neće trajati vječno. Vladin sektor bi se trebao intenzivno pripremati za ne tako daleko razdoblje kada će se najveći dio financiranja javnih investicija odvijati putem tržišta kapitala kao u razvijenim zemljama. Stoga bi vladin sektor u suradnji sa savjetnicima i mirovinskim fondovima trebao pristupiti pripremi pilot projekata pokrivenih i sekuritiziranih izdanja za financiranje javnih i JPP projekata kako bi se na vrijeme razvila znanja i prakse na kojima će se moći graditi veća izdanja sličnih financijskih instrumenata prema kraju ovoga desetljeća kada će se relativan značaj europskih sredstava nalaziti u osjetnom padu, a potrebe za javnim infrastrukturnim investicijama neće biti manje nego danas. Preporuka jednako vrijedi za središnju i lokalnu vlast.

Vratimo li se dionicama i sličnim rizičnim investicijama treba naglasiti da su hrvatski mirovinski fondovi najvažniji pojedinačni domaći ulagači u dionice. U brojnim kompanijama čije su dionice listane na burzi zaključani su bez jasnih mogućnosti izlaska iz takvih pozicija u razumnim vremenskim okvirima.²³ Utoliko je zadnjim zakonskim izmjenama razborito vraćena ranije zapriječena mogućnost da upravitelji mirovinskih fondova imenuju svoje predstavnike u nadzorne odbore kompanija. Međutim, to je tek drugo najbolje rješenje koje funkcionira u danim okolnostima. Prvo najbolje rješenje je razviti likvidno tržište kapitala koje će privući nove investitore i izdavatelje. Na likvidnijem tržištu mirovinski fondovi će moći češće prilagođavati svoje značajne domaće investicijske pozicije. Iako je riječ o bezbroj puta ponovljenoj preporuci koja je – slično pojmu reforme – izgubila na snazi i važnosti zbog toga što je stalno ponavljana, ali nikad ostvarena, istovremena provedba nekoliko ključnih mjera razvoja tržišta kapitala i dalje ima potencijala da donese značajnu promjenu. Ističe se šest glavnih preporuka za razvoj tržišta kapitala:

1. Uvrštenja/IPO i prikupljanje kapitala kroz nova izdanja dionica državnih poduzeća koja su u svojem poslovanju dominantno okrenuta tržištu.
2. Integracija regionalnih burzi (naročito Zagrebačke i Ljubljanske čiji je Zagrebačka vlasnik) i uklapanje burzi u uniju tržišta kapitala EU (eng. *Capital Markets Union*).

23 O podacima koji ilustriraju odnose između vodećih domaćih listanih kompanija i mirovinskih fondova vidjeti izdanje Mirovina za 21. stoljeće iz 2022. godine, Tablica 8, str. 109.

3. Dobivanje statusa *Emerging Market*.²⁴
4. Ukidanje poreza na kapitalnu dobit za male investitore na Zagrebačkoj burzi.
5. Porezni poticaji za kupce i izdavatelje vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi: na primjer, umanjeње poreza na dobit kompanijama čije su dionice listane na Zagrebačkoj burzi ako skupština donese odluku o isplati dividende uz dividendni prinos ne manji od 2% i ako dionica zadovoljava kriterij značajnog *free float*-a, uz oslobađanje od posebnog poreza na isplatu dividendi za manje kupce takvih dionica.
6. Pokretanje spomenutog projekta poticanja javnih i javno-privatnih izdanja pokrivenih obveznica i sekuritiziranih financijskih instrumenata.

Uklapanje razvoja tržišta kapitala u širi paket mjera za unaprjeđenje sustava individualne kapitalizirane štednje ima posebnu važnost zbog pozitivnih povratnih sprega s ranije opisanim modelom postupne promjene alokacije mirovinske štednje. Prisjetimo li se prikazanih pozitivnih trendova koji se manifestiraju kroz rast udjela broja članova i imovine kategorije A u ukupnom članstvu i imovini u drugom stupu (Slika 3), zatim, promislimo li o potencijalima koje donose daljnja liberalizacija limita ulaganja mirovinskih fondova i primjena modela postupne promjene alokacije (koji ima mogućnost povećati dugoročnu društvenu preferenciju rizika radi postizanja većih očekivanih prinosa u dugom roku), te dodamo li tome i mogući uspjeh u provedbi opisanih preporuka za razvoj tržišta kapitala, otvara se potencijal stabilnog rasta vrijednosti domaćeg kapitala kakav Hrvatska nikada nije imala. Pri tome nije riječ o skupu lijepih želja nego o razvojnoj priči koja ima utvrđen temelj. Naime, CROBEXtr je respektabilan indeks u europskim okvirima, ali to vrijedi samo u smislu prinosa, ali ne i u smislu likvidnosti koja zasad prijeći ostvarenje punog potencijala valuacije kapitala uloženog u hrvatske kompanije. Analiza adekvatnosti prinosa u drugom poglavlju pokazala je da je hrvatski dionički indeks polučio bolji desetogodišnji rezultat od najpoznatijeg europskog dioničkog indeksa DAX (Slika 11). Doduše, i DAX i CROBEXtr u prošlom desetljeću bilježe slabije rezultate u odnosu na najvažniji svjetski burzovni indeks S&P 500 uspjesi čijih se članica – a uglavnom je riječ o kompanijama iz uske skupine *Magnificent 7* poput Alphabet, Microsoft, Meta, NVIDIA i Tesle čije je

24 Tema nadilazi okvire ove knjige. Zainteresirani čitatelj može koristiti studiju Udruge CFA Hrvatska *Podloga za strategiju razvoja tržišta kapitala* (2024.) u kojoj je također iznesen niz korisnih preporuka.

poslovanje vezano uz nove tehnologije i umjetnu inteligenciju – često ističu kao uzori dobrih ulaganja. Međutim, to ne znači da će se isti odnos superiornosti američkog tržišta ponoviti i u sljedećih deset godina. U protekle tri godine CROBEXtr imao je bolju izvedbu i od samog S&P 500. Stoga prostor za rast vrijednosti hrvatskih dionica još nije iscrpljen ako u Hrvatskoj nastane plodno tlo za trajan gospodarski rast i razvoj tržišta kapitala mimo uloge koju su u ubrzanju rasta do sada imala bespovratna europska sredstva i konvergencija troškova financiranja prema prosjeku EU odnosno europodručja.

Zaključno, može se reći da provedba paketa mjera koje bi uskladile razvoj mirovinskih fondova s razvojem tržišta kapitala predstavlja obvezu kreatora politike. Radi se o interesu većine građana Hrvatske. Točnije, radi se o interesu više od 2,3 milijuna članova obveznih mirovinskih fondova. Ako je država propisala obvezu štednje za mirovinu, onda je obvezna i pokušati sve što je u njezinoj moći da vrijednost mirovinske štednje u trenutku odlaska u mirovinu bude što veća.

ODLAZAK U MIROVINU IZ DRUGOG STUPA (I): PROBLEM ISPLATE 20%

Prethodna rasprava bila je usredotočena na fazu akumulacije mirovinske štednje i postizanje što većeg iznosa štednje prije odlaska u mirovinu. Kada nastupi taj trenutak, budući umirovljenik se suočava s nizom teških pitanja. Za dobre odgovore novopečeni umirovljenik treba biti opremljen odgovarajućim informacijama i znanjima.

Početno pitanje glasi: odabrati kombiniranu mirovinu koja se sastoji od osnovne mirovine i mirovine iz drugog stupa, ili povratak u prvi stup u fazi isplate kao da smo cijelo vrijeme uplaćivali puni doprinos po stopi od 20% bruto plaće u prvi stup (što nam daje pravo na punu mirovinu iz prvog stupa koja se računa prema formuli iz Alata #6 koja je prikazana u trećem poglavlju)?

Ova bi odluka bila jednostavna kada bi se problem odabira mogao svesti na jednostavnu formulu $O+M2 > M1$, gdje je O osnovna mirovina za korisnike kombinirane mirovine, M2 je mirovina iz drugog stupa koju isplaćuje mirovinsko osiguravajuće društvo (MOD), a M1 je puna mirovina iz prvog stupa u slučaju povratka u prvi stup u fazi isplate. Međutim, primjena ove formule na temelju informativnog izračuna mirovine susreće se s nekoliko poteškoća.

Prva se odnosi na problem moguće isplate do 20% mirovinske štednje iz drugog stupa s prvom mirovinom. Ta mogućnost je otvorena samo za jedan dio umirovljenika koji odaberu kombiniranu mirovinu.

U slučaju jednokratne isplate 20% doći će do umanjjenja svih budućih mirovina iz drugog stupa za oko 20%. REGOS u dostavljenom informativnom izračunu mirovine naznačuje imate li pravo na jednokratnu isplatu. Podsjećamo, ovo pravo stječete ako je osnovna starosna ili prijevremena starosna mirovina veća od najniže mirovine. Prije 2024., kada se moglo jednokratno povući samo 15% uštedjenih sredstava u drugom stupu, uvjet je bio restriktivniji: osnovna mirovina trebala je biti 15% veća od minimalne. Taj uvjet je olabavljen kada se shvatilo da relativno mali broj ljudi – samo oni s uvjerljivo natprosječnim plaćama kroz radni vijek – udovoljavaju kriterij. Međutim, ovo pravo i nakon labavljenja kriterija ne obuhvaća ljude s nižim primanjima i mirovinama. Štoviše, obuhvat novih umirovljenika koji će udovoljavati kriterij će se iz godine u godinu smanjivati jer će omjer osnovne i minimalne mirovine padati usporedo s rastom udjela broja godina koje je novi umirovljenik proveo u drugom stupu u ukupnom radnom stažu.²⁵ Takvo rješenje nije logično budući da će s protekom vremena i vjerojatnim gospodarskim rastom usporedo rasti životni standard umirovljenika. Rast životnog standarda umirovljenika trebao bi umanjiti glavni razlog za ograničavanje prava jednokratne isplate s prvom mirovinom. Glavni razlog za limitiranje prava isplate 20% je briga za visinu niskih mirovina kako bi se ublažio potencijalni problem siromaštva u trećoj dobi: zakonodavac je uveo restriktivni kriterij zbog straha da će dio ljudi s nižim dohocima iskoristiti pravo jednokratne isplate, umanjiti svoje buduće mirovine, moguće i propustiti odabrati povoljniju mirovinu iz prvog stupa, pa će dio umirovljenika u poznijoj dobi biti izloženiji riziku siromaštva. Taj argu-

25 U Alatu #6 smo pokazali da najniža mirovina iznosi 81,1% pune mirovine iz prvog stupa koju prima osoba koja je kroz karijeru imala prosječnu neto plaću. Ako ta osoba bira kombiniranu mirovinu, njezina osnovna mirovina je 100% za razdoblje u kojem nije bilo prvog stupa i 75% za razdoblje u kojem je bila i u prvom i u drugom stupu. 1.1.2025. takva je osoba, ako je radila 40 godina, provela 17 godina (42,5% radnog staža) samo u prvom stupu (42,5% množi 100%) i 23 godine (57,5% radnog staža) u prvom i drugom stupu (57,5% množi 75%), što daje osnovnu mirovinu u visini 85,6% pune mirovine iz prvog stupa pa ta osoba ima pravo na isplatu do 20%. Međutim, već 1.1.2033. omjeri godina će biti 9:31, a udjeli 22,5%:77,5%. Ta osoba će imati osnovnu mirovinu u visini 80,6% pune mirovine iz prvog stupa i neće imati pravo na isplatu do 20%. Ako se u međuvremenu poveća AVM za minimalnu mirovinu, pravo će izgubiti ranije.

ment nije bez osnove. Siromaštvo osoba u trećoj dobi velik je problem u Hrvatskoj i treba ga pažljivo odvagnuti spram argumenata za jednokratnu isplatu.

Prije daljnjeg razmatranja argumenata za i protiv u nastavku ćemo prikazati alat koji može pomoći novim umirovljenicima pri donošenju odluke isplatiti do 20% odmah ili ne. Pretpostavit ćemo da novi umirovljenik ima pravo na isplatu i upotrijebiti alat IRR koji smo upoznali u prvom poglavlju (Alat #3). Nakon primjene Alata #8, dio daljnje rasprave o argumentima za i protiv jednokratne isplate bit će jasniji.

Alat #8: Ocjena isplativosti isplate do 20% mirovinske štednje u drugom stupu s prvom mirovinom

Ako štednja u drugom mirovinskom stupu u trenutku prijelaza osobe u dobi od 65 godina u mirovinu iznosi 35 000 eura, godišnja bruto mirovina prema kalkulatoru RMOD-a u modelu isplate pojedinačne mirovine bez zajamčenog razdoblja iznosi 1 677,36 eura.²⁶ U slučaju isplate 20% (7 000 eura), godišnja mirovina iznosi približno 20% manje: 1 326,96 eura. Razlika od 350,40 eura ponovljat će se iz godine u godinu. Prema tome, izračun isplativosti povlačenja 20% mirovinske štednje s prvom mirovinom zavisi i o tome koliko godina očekujemo živjeti u mirovini. Kalkulacija subjektivnog očekivanja trajanja preostalog života neizvjesna je za sve ljude, a za mnoge i psihički neugodna. Jasno je da je, na primjer, 10 godina preostalog očekivanog trajanja života (npr. osoba je bolesna i ima lošu obiteljsku anamnezu) puta gubitak od oko 350 eura godišnje puno manje od 7 000 eura isplaćenih s prvom mirovinom. Izgleda da se u tom slučaju jednokratna isplata isplati ako je mirovina pojedinačna. Dalje u tekstu razmatrat ćemo razne opcije zajedničke mirovine i nasljeđivanja u fazi isplata. Ovdje je zasad potrebno uočiti kako je potrebno dugo očekivano trajanje preostalog života u mirovini da bi se financijskom kalkulacijom moglo doći do neprijepornog zaključka kako se jednokratna isplata s prvom miro-

²⁶ RMOD je Raiffeisen mirovinsko osiguravajuće društvo. Korišten je internetski kalkulator na stranicama društva na dan 7.1.2025. Uvijek treba usporediti rezultate kalkulacije s kalkulatorom HRMOD-a (Hrvatsko mirovinsko osiguravajuće društvo) kako biste se uvjerali koja je kalkulacija povoljnija. U ovom slučaju, kalkulator HRMOD-a daje razliku od 242 eura. Kada se za izračune koristi REGOS-ov kalkulator (Alat #7), taj alat uvijek povlači rezultat koji je povoljniji.

vinom ne isplati. Za ilustraciju će poslužiti kalkulacija prinosa (IRR) koju smo objasnili u Alatu #3, samo s negativnim predznakom. Koristit ćemo negativan predznak jer u ovom slučaju nemamo trenutnu investiciju (odljev) radi povrata u budućnosti, nego trenutnu korist (priljev), za što plaćamo trošak u budućnosti u vidu cca. 20% niže mirovine. Dakle, u prvu kućicu u Excelu upisujemo povlačenje (-7 000 eura), zatim ispod poredamo godišnje gubitke na mirovini iz drugog stupa (350,40 eura svake godine), u dnu ispod svega upišemo =IRR() u čijoj zagradi označimo kolonu svih unesenih podataka. Ako smo kroz 25 godina (očekivanog trajanja života u mirovini) unijeli izgubljenih 350,40 eura svake godine, naš mali „financijski projekt“ povlačenja 7 000 eura donijet će nam prinos od 1,8%. Nestrpljivije osobe (osobe s većom vremenskom preferencijom novca – za ekonomiste, osobe s višim subjektivnim diskontnim faktorom) odabrat će jednokratnu isplatu, a vrlo strpljive osobe kojima je prinos od 1,8% na dugi rok dovoljan oduprijet će se ideji jednokratne isplate. Ako godine preostalog života u mirovini skratimo na 20, prinos je oko nule, a za sve koji očekuju živjeti kraće, prinos je negativan. Naizgled nema dvojbe da se isplata u tom slučaju isplati. Međutim, oprez! Ova kalkulacija zavarava. Mnoge komentatore i promatrače koji inače dobro razumiju financijske koncepte i formule prikazana kalkulacija zavarava jer zaboravljaju da je mirovina iz drugog stupa zaštićena od inflacije. Drugim riječima, gubitak neće iznositi 350,40 eura svake godine, nego će taj gubitak iz godine u godinu rasti ovisno o tempu rasta cijena. Kada se ista stopa inflacije, na primjer konstantnih 2% na godinu, primijeni na puni iznos mirovine iz drugog stupa i na umanjenu mirovinu nakon isplate 20%, godišnja razlika se u dvadesetoj godini penje na 521 euro, a u dvadesetpetoj na 575 eura. Prinos nakon 25 godina dostiže 3,8% umjesto 1,8% (bez učinka inflacije). Prinos postaje negativan u šesnaestoj godini nakon umirovljenja. Prema tome, odluka o isplati ili neisplati 20% zavisi o tri ključna, ali teško određiva parametra: (1) očekivano trajanje života u mirovini (što je kraće, isplata je isplativija), (2) očekivana inflacija (što je veća, isplata je manje isplativa jer ćemo s većim iznosom mirovine koji se usklađuje biti zaštićeniji od inflacije), (3) subjektivna vremenska preferencija spram novca (veća strpljivost – manja isplativost isplate). Općenito, zdravi i strpljivi novi umirovljenici koji visoko vrednuju miran san zbog zaštite od inflacije i imaju dobre izgleda za dug život u mirovini ne bi trebali jednokratno isplaćivati 20% osim ako znaju za puno bolji način ulaganja novca koji će odbaciti značajan prinos iznad stope inflacije. A to nije lako postići; to su naučili vlasnici novca pohranjenog na

depozite kod banaka proteklih godina koji su zarađivali kamatu po stopi koja je bila niža od stope inflacije.

Regulator odnosno zakonodavac nema lak zadatak u vaganju argumenata za i protiv jednokratne isplate s prvom mirovinom. S jedne strane, ograničenje prava isplate samo na osobe čija je osnovna mirovina veća od najniže znači nejednak tretman novih umirovljenika na temelju administrativno-ekonomskog kriterija čija je validnost upitna. Na primjer, netko može imati bogatstvo u nekretninama, izdašno nasljedstvo, ali ako je imao relativno niske plaće neće moći isplatiti 20%. Na toj strani vage je i argument da se primjenom restriktivnog kriterija za isplatu ograničava pristup vlastitim sredstvima ljudima koji zbog zdravstvenog stanja imaju kratko preostalo trajanje života. Za njih bi bilo puno korisnije da mogu isplatiti i veći postotak sredstava radi financiranja liječenja i ekonomskog olakšavanja preostalih godina života. U praksi se ponekad događa da novi umirovljenici (nagađa se – teže bolesni) kroz dulje vrijeme ne sklope ugovor o isplati mirovine s mirovinskim osiguravajućim društvom. Tako sva sredstva koja su prenesena na poseban račun kod MOD-a postaju predmetom automatskog nasljeđivanja nakon smrti člana drugog mirovinskog stupa. Možemo zamisliti i druge argumente za isplatu (kao i u primjeru teže bolesti zašto ne i po većem postotku od 20%?): na primjer, povrat nepovoljnog duga s realno pozitivnom kamatnom stopom radi mirnijeg života u mirovini ili kupnja uređaja koji će nam godinama donositi uštedu na računima za struju. Naposljetku, na ovoj strani vage je i opći argument prema kojemu ne postoji niti jedan kriterij koji bi mogao opravdati zabranu pristupa individualnoj ušteđevini. Mirovinska osiguravajuća društva trebaju nuditi doživotne anuitete, no osobni odabir umirovljenika ne bi trebao biti sužen samo na različite verzije ove mogućnosti. Prema ovom argumentu, ljudima treba omogućiti slobodno raspolaganje cjelokupnim iznosom štednje u drugom mirovinskom stupu kada odu u mirovinu.

S druge strane stoji prigovor da je mnogim ljudima teško procijeniti rizike alternativnih ulaganja i opasnosti od inflacije u preostalom razdoblju života. Ako je teško percipirati koristi od načina zaštite od inflacije u dugom roku (Alat #8), onda bi isplata trebala biti ograničena. Pogotovo zbog toga što nakon dugog razdoblja realno negativnih kamatnih stopa na štednju kod banaka vjerojatno ne treba objašnjavati zašto je mirovina s klauzulom zaštite od inflacije neus-

poredivo bolje rješenje od isplate mirovinske štednje i njenog polaganja na depozit, taj dokazano dominantan način štednje među građanima Hrvatske. Na strani protiv jednokratne isplate do 20% ističe se i prigovor da ljudi mogu biti zavarani visokom vremenskom preferencijom novca i odabrati kombiniranu mirovinu s isplatom 20% uštedjenih sredstava iako bi im povratak u prvi stup u fazi isplate mirovine (gdje nema jednokratne isplate dijela uštedjenih sredstava) bio povoljnija opcija u dugom roku. Prema ovom gledanju na problem, Vlada uz pomoć opisanog kriterija (osnovna mirovina veća od najniže mirovine) zapravo čuva ljude s nižim dohocima, štednjom i mirovinama od pogrešnog odabira koji može proizaći iz visoke vremenske preferencije novca (nestrpljivosti i kratkoročne orijentacije) i/ili nedovoljne financijske pismenosti.

Bez daljnje analize radi sagledavanja ovog pitanja u širem kontekstu isplata mirovina nije moguće zaključiti je li jednokratna isplata opravdana, odnosno, je li 20% dobro postavljen prag. Širi kontekst isplata mirovina odnosi se na proizvode (ugovore) koje nude mirovinska osiguravajuća društva. Njihovo razmatranje treba proširiti i pitanjima načina isplate mirovina iz trećeg, dobrovoljnog mirovinskog stupa. U nastavku ćemo pokazati kako bi fleksibilniji proizvodi mirovinskih anuiteta iz drugog stupa i snažnija promocija trećeg mirovinskog stupa mogli učiniti pitanje isplate 20% iz drugog stupa izlišnim, što vodi prema preporuci da bi se trenutačno rješenje isplate 20% moglo napustiti u okviru šireg skupa mjera za unaprjeđenje drugog i trećeg mirovinskog stupa.

ODLAZAK U MIROVINU IZ DRUGOG STUPA (II): PROBLEM ODABIRA ANUITETSKIH PROIZVODA

U Hrvatskoj se sredstva uštedjena u drugom mirovinskom stupu obavezno prebacuju mirovinskim osiguravajućim društvima (MOD) s kojima novi umirovljenik koji je štedio u drugom stupu sklapa ugovor o isplati mirovine. Ugovor o isplati mirovine iz drugog stupa sklapa se u trenutku odlaska u mirovinu prema Zakonu o mirovinskom osiguranju, za razliku od isplate mirovine iz trećeg stupa koja je moguća i prije odlaska u mirovinu prema Zakonu o mirovinskom osiguranju, po navršениh 55 godina života. MOD je u obvezi nuditi doživotne mirovinske anuitete iz drugog mirovinskog stupa.

Do 2024. godine anuiteti su morali biti uvjetno nepromjenivi odnosno realno fiksni, ali nominalno indeksirani uz inflaciju. Od 2024. dozvoljeni su nein-

deksirani anuiteti. Oni su u početku veći od indeksiranih, ali su stalni – vrijednost im se ne usklađuje proporcionalno indeksu potrošačkih cijena. Korisnik mirovine snosi rizik inflacije. Zbog toga početna neindeksirana mirovina iz drugog stupa može biti veća od indeksirane: ne sadrži premiju rizika inflacije. S druge strane, indeksirana mirovina je u početku niža, ali je u nju ugrađeno jamstvo budućega rasta proporcionalno stopi inflacije. U trenutku dovršetka ovog teksta neindeksiranih anuiteta još uvijek nema na tržištu premda se očekuje da će se uskoro pojaviti. Odabir između indeksirane i neindeksirane mirovine povećat će slobodu individualnih odluka o isplati, ali će ih i učiniti težima. Svatko će morati dobro promisliti vrijedi li joj više sigurna zaštita od inflacije ili nešto veća početna neindeksirana mirovina koja je izložena riziku inflacijskog obezvrjeđenja u dugom roku.

Ulogu inflacijske premije rizika možemo ilustrirati uz pomoć Alata #9 koji koristi kalkulator MOD-ova za izračun razlike između indeksirane doživotne mirovine iz drugog stupa i neindeksirane doživotne mirovine iz trećeg stupa za istu hipotetičku osobu u dobi od 65 godina i s iznosom mirovinske štednje od 35 000 eura:

Alat #9: Uvod u korištenje kalkulatora mirovinskih osiguravajućih društava

Na internetskim stranicama mirovinskih osiguravajućih društava www.rmod.hr i www.hrmod.hr nalaze se kalkulatori mirovina. Izračuni uz pomoć internetskih kalkulatora nisu obvezujući, no mogu služiti kao orijentiri za bolje razumijevanje materije, osobito za razumijevanje uloge inflacije u izračunu mirovina. Mogu služiti i za pomoć pri odluci kojem mirovinskom osiguravajućem društvu i kako pristupiti. Oba kalkulatora omogućuju izračun obvezne i dobrovoljne mirovine (mirovine iz drugog i trećeg stupa). Obvezna mirovina iz drugog stupa je indeksirana, dobrovoljna iz trećeg stupa nije. Za izračun obvezne mirovine odabrat ćemo pojedinačnu mirovinu sa zajamčenim razdobljem od 5 godina i bez jednokratne isplate (zajamčeno razdoblje i ostale vrste obvezne mirovine objasniti ćemo u nastavku teksta; za sada je dovoljno znati da su mirovine iz drugog i trećeg stupa koje uspoređujemo ekvivalentne, osim po indeksaciji uz inflaciju). Sve vrijednosti su na dan korištenja kalkulatora

ra 10.1.2025. Za osobu u dobi od 65 godina s mirovinskom štednjom u iznosu od 35 000 eura kalkulator hrmmod.hr daje obveznu (indeksiranu) mirovinu od 140,53 eura i dobrovoljnu (neindeksiranu) od 156,72. Razlika od 16,19 eura ili 11,52% je procjena premije inflacijskog rizika jer je MOD obvezan isplaćivati mirovinu iz drugog stupa prilagođenu za inflaciju, bez obzira na to je li MOD ostvario prinos koji je veći od stope inflacije.²⁷

Pri korištenju Alata #9 pojavili su se neki novi pojmovi koje moramo objasniti. Zajamčeno razdoblje isplate mirovine (trenutačno minimalno 5, maksimalno 30 godina) nesretan je pojam jer stvarno je jamstvo da će se mirovina isplaćivati do kraja života, a ne 30 godina. U pravnom smislu, zajamčeno razdoblje isplate mirovine odnosi na razdoblje u kojemu se, ako korisnik mirovine umre, mirovina nastavlja isplaćivati imenovanom korisniku koji može, ali ne mora biti zakonski nasljednik. Nadalje, opciju isplate mirovine sa zajamčenim razdobljem ne smije se poistovjetiti za zajedničkom mirovinom. Zajednička mirovina, nasuprot pojedinačnoj koja je korištena u Alatu #9 i aplikaciji koja je tamo opisana, mirovina je koja se doživotno nastavlja isplaćivati bračnom ili životnom partneru u slučaju smrti korisnika. Ako se ugovara zajednička mirovina s imenovanim korisnikom koji će nastaviti koristiti mirovinu ako oba partnera preminu prije isteka zajamčenog razdoblja, za imenovanje korisnika neophodna je suglasnost oba partnera. Usto je moguće ugovoriti i opciju s jednokratnom isplatom zakonskim nasljednicima. Zajednička mirovina ne može se ugovoriti ako je bračni partner mlađi od 50 godina, ali se mora ime-

27 Ako je prinos trajno toliko manji od stope inflacije da je narušen odnos između vrijednosti imovine za pokriće tehničkih pričuva i tehničkih pričuva osiguranja, MOD je dužan nadoknaditi razliku iz vlastitih sredstava. Prema pravilima koja su bila na snazi do 2024. godine obveza nadoknade na teret vlastitih sredstava aktivirana je u trenutku kada se pojavio manjak imovine što se i dogodilo u razdoblju visoke inflacije 2023. godine. Mana ovog rješenja bilo je zanemarivanje razdoblja prilagodbe za dopunu imovine. Razdoblje prilagodbe ima smisla jer se vrijednost imovine može brzo oporaviti nakon jednokratnih negativnih šokova na financijskim tržištima. Zakonskim izmjenama koje su stupile na snagu 2024. godine omogućeno je razdoblje prilagodbe od 24 mjeseca uz ispunjenje određenih uvjeta iz članka 87 Zakona o mirovinskim osiguravajućim društvima. Inače, MOD je dužan vršiti usklađivanje mirovina iz drugog stupa dva puta godišnje: od srpnja za rast indeksa potrošačkih cijena DZS-a u prvoj polovini godine i od siječnja za rast indeksa potrošačkih cijena u drugoj polovini godine. Pravilo vremenskog usklađivanja je isto kao u prvom stupu, no formula za usklađivanje se razlikuje. Detalji su prikazani u sljedećem odjeljku.

novati korisnikom ako je nezaposlen i nema druge redovite prihode.²⁸ Ako je bračni partner stariji od 50 godina, nezaposlen i nema druge redovite prihode, korisnik je u obvezi ugovoriti zajedničku mirovinu.

Svako ugovorno proširenje mirovinskog prava u drugom stupu ima svoju logičnu „cijenu“ u vidu niže početne mirovine jer šira prava znače manji rizik za korisnika, a veći rizik za isplatitelja mirovine (Alat #10):

Alat #10: Pojedinačna i zajednička mirovina, zajamčeno razdoblje i jednokratna isplata zakonskim nasljednicima

Koristimo kalkulator na stranici www.rmod.hr. Rezultati su na dan 7.1.2025. za novog umirovljenika u dobi 65 godina koji je uštedio 35 000 eura, bez jednokratne isplate. Primjeri su za starosnu mirovinu. Prikazani iznosi mirovina su na bruto osnovi prije poreza,²⁹ ali nakon odbitka naknada MOD-a. Zakonski limiti naknada prikazani su u nastavku poglavlja. Pojedinačna mjesečna mirovina iznosi 139,78 eura. Zajednička doživotna mirovina uz isplatu 100% visine mjesečne mirovine bračnom ili životnom partneru koji je isto godište (ima 65 godina) u slučaju smrti korisnika mirovine iznosi 113,88 eura. Razlika nastaje zbog toga što je rizik dugovječnosti dvije osobe veći od rizika dugovječnosti jedne osobe. Rizik dugovječnosti je veoma važan i snažno utječe na visinu mirovine ako je mirovina doživotna. Njezin iznos stoga varira ovisno o dobi partnera (mirovina će biti manja ako je partner mlađi jer je dulji period očekivane isplate zajedničke mirovine). Mirovina je nešto veća (119,03 eura) ako se umjesto doživotne isplate zajedničke mirovine partneru ugovori pojedinačna mirovina s jednokratnom isplatom preostalog neiskorištenog iznosa prenesenih sredstava zakonskom nasljedniku na temelju rješenja o nasljeđivanju. Ovaj oblik mirovine povoljniji je od zajedničke mirovine jer MOD može ignorirati očekivano trajanje života partnera u zajedničkoj mirovini. Prikazani oblik isplate treba razlikovati od isplate zajedničke mirovine sa zajamčenim razdobljem. Naposljetku, 113,03 eura

28 Ako je bračni drug zaposlen i ostvaruje druge redovite prihode korisnik može ugovoriti pojedinačnu mirovinu uz suglasnost bračnog druga.

29 Porez na dohodak (mirovine) umirovljenika plaća se po stopi koja je polovina stope poreza na dohodak koji se primjenjuje za radnike. Stopa poreza na dohodak plaća se sukladno odluci jedinice lokalne samouprave. Treba povesti računa o primjeni punog osobnog odbitka na cjelokupan iznos kombinirane mirovine, a ne samo na njezin osnovni dio.

iznosi zajednička mirovina sa zajamčenim razdobljem (koje može biti između 5 i 30 godina, ali se za potrebe ovog alata služimo zajamčenim razdobljem od 15 godina). U ovom modelu nema jednokratne isplate u slučaju smrti oba korisnika zajedničke mirovine, već se mjesečne mirovine nastavljaju isplaćivati imenovanom korisniku do kraja zajamčenog razdoblja. To je povoljnije od varijante s jednokratnom isplatom jer MOD kalkulira i s prinosom u preostalom razdoblju isplate imenovanom korisniku.³⁰

Svim prikazanim anuitetskim proizvodima (ugovorima o isplati mirovine iz drugog stupa) zajedničko je doživotno korištenje i, uvjetno rečeno, fiksna mjesečna iznosa. Fiksna mjesečna iznosa je uvjetna u odnosu na inflaciju koja unosi element varijabilnosti u isplatu mirovinskih anuiteta iz drugog stupa. Međutim, prilagođavanje za inflaciju, tj. indeksacija mirovine iz drugoga stupa, nije isto što i promjenjivi mirovinski anuitet. Promjenjivih anuiteta nema u ponudi u drugom stupu (omogućeni su u trećem stupu) jer zakonski nisu mogući premda se radi o uobičajenom mirovinskom proizvodu u svijetu, koji bi mogao biti zanimljiv značajnom broju korisnika mirovina u Hrvatskoj.

Nasuprot isplatama anuiteta na temelju dobrovoljne mirovinske štednje koji mogu biti privremeni (najkraće 5 godina), promjenjivi (ovisno o kretanju vrijednosti tehničke pričuve osiguranja)³¹ i uključivati početne isplate (do 30% vrijednosti dobrovoljne mirovinske štednje koja se prenosi u MOD), anuiteti na temelju obvezne mirovinske štednje u drugom stupu moraju biti doživotni

30 Kalkulacije MOD-ova na tržištu se nude i u okviru drugih aplikacija. REGOS-ova aplikacija mojamirovina.hr pokazuje najbolju kalkulaciju pojedinačne mirovine. Grupacija Raiffeisen nudi aplikaciju Raiffeisen mirovinski fondovi u kojoj možete na dnevnoj razini pratiti stanje računa u OMF i DMF, pregledavati uplate i prinose, pristupati dokumentima mirovinskih fondova i, najvažnije, automatski koristiti kalkulator mirovine. Kalkulator je sličan REGOS-ovom koji je opisan u prethodnom poglavlju, ali ne uključuje osnovnu mirovinu nego samo izračun mirovine iz drugog stupa. Odaberete godine kada ćete ići u mirovinu, unesete bruto plaću i očekivanu godišnju stopu promjene bruto plaće do umirovljenja, te unesete očekivani realni prinos na godinu do mirovine koji je defaultno postavljen na razumnih 2%. Aplikacija će na temelju aktualnog stanja na osobnom mirovinskom računu i preostalih godina do mirovine projicirati stanje štednje u drugom stupu na dan odlaska u mirovinu i očekivanu mjesečnu individualnu mirovinu iz drugog stupa. Mijenjajući godine kada idete u mirovinu možete također vidjeti koliko će vam mirovina iz drugog stupa biti približno manja ako se odlučite na prijevremenu mirovinu.

31 Ili u ovisnosti o kretanju vrijednosti udjela u dobrovoljnom mirovinskom fondu ako se isplata vrši putem društva za upravljanje mirovinskim fondovima – vidjeti detalje u petom poglavlju.

i uvjetno fiksni. Jedini dozvoljeni element varijabilnosti povrh kompenzacije za inflaciju odnosi se na moguću participaciju korisnika mirovine u dobiti od upravljanja sredstvima mirovinske štednje u MOD-u. Participacija, tj. uvećanje mirovine iz viška prinosa dogodit će se ako se u MOD-u pojavi značajan višak imovine za pokriće pričuva iznad tehničkih pričuva osiguranja. Ako omjer imovine za pokriće tehničkih pričuva i samih pričuva prelazi 110-115%, MOD može rasporediti višak na uvećanje mirovina korisnika mirovine. Ako prelazi 115%, MOD mora uvećati mirovine proporcionalno višku.

Prvi problem s ovom odredbom je što nije moguće predvidjeti hoće li se potreban višak ikada dogoditi. Iz podataka HANFA-e nije moguće utvrditi točne i ažurne omjere pokrića, no poznato je da su u prošlosti bili niski - daleko od zakonskih pragova za aktiviranje uvećanja mirovina.³² Prema tome, u dogledno vrijeme nije moguće dostići višak imovine za pokriće nad tehničkim pričuvcama od 10% ili 15%, iako je takva situacija moguća u dovoljno dugom vremenskom razdoblju s dobrim ekonomskim rezultatima.

Drugi problem je što raspored mogućeg viška od upravljanja sredstvima prenesenima iz obveznog mirovinskog fonda u MOD na uvećanje mirovina ne uzima u obzir trenutak prijenosa mirovinske štednje. Eventualno uvećanje jednako bi se odnosilo na umirovljenike čija je štednja prenesena neposredno prije prijelaza praga od 110 odnosno 115%, kao i na one korisnike mirovine čija je štednja prenesena mnogo ranije, a čijim je upravljanjem stvoren spomenuti višak. Pri budućim izmjenama zakona trebalo bi pobliže urediti ovu materiju tako da se mirovine ne uvećavaju proporcionalno svima nego prema kohortama umirovljenika ovisno o datumima sklapanja ugovora o isplati mirovine iz drugog stupa jer stariji umirovljenici čija je mirovinska štednja ranije prenesena imaju veće udjele u ostvarenom višku.

Treći problem predstavljala je ranija odredba o ulaganju minimalno 70% imovine za pokriće tehničkih pričuva u državne obveznice. Zbog toga je bilo upitno hoće li takav portfelj ikada moći proizvesti dovoljan višak. (Sjetite se da konzervativni portfelji, npr. kategorija OMF-a C, teško pobjeđuju inflaciju u

32 Na dan 31.12.2022. visina ukupne tehničke pričuve iznosila je 326,6 milijuna eura, a vrijednost imovine za pokriće 330,6 milijuna. Ukupan omjer je aproksimacija jer uključuje i privremene (dobrovoljne) mirovine koje u tehničkoj pričuvi sudjeluju s manje od 7%. Omjer pokrića se očito kretao oko 100%. Ranije u tekstu je opisano kako je pad ispod praga od 100% zbog inflacije neposredno aktivirao obavezu vlasnika MOD-a za dopunu imovine za pokriće pričuva na teret vlastitih sredstava.

vrlo dugom roku.). Problem je umanjen zakonskim izmjenama koje su stupile na snagu 2024. godine. Od tada je minimalni prag ulaganja imovine za pokriće u državne obveznice smanjen na 50%, a pravila ulaganja preostalih 50% su liberalizirana.³³ Tako su povećani izgledi za dostizanje poželjnih pragova pokrića u dugom roku.

I naknade MOD-ova igraju ulogu jer višak zavisi o neto prinosu. Postoje tri vrste naknada MOD-ova koje su zakonski limitirane:³⁴

1. Jednokratna naknada koja ima obilježje ulazne naknade: do 1,5% primljene doznake iz obveznog mirovinskog fonda u trenutku prijenosa sredstava.
2. Trajna naknada: do 0,17% vrijednosti primljene doznake godišnje, što se plaća sa svakom isplatom mirovine; znači da se u slučaju isplate mirovine kroz 15 godina dodatno može maksimalno naplatiti do 2,55%, a kroz 20 godina 3,40% od početno prenesenog iznosa mirovinske štednje.
3. Naknada za upravljanje imovinom za pokriće tehničkih pričuva: limit stope naknade od 0,437% (koji je vrijedio za 2024.) umanjuje se za 10% godišnje dok ne padne na donji limit od 0,30% koji će biti u primjeni od 2028. godine.

Visinu naknada treba pažljivo balansirati kako ne bi došlo do narušavanja kapitalne adekvatnosti MOD-ova i daljnjeg slabljenja sada ionako slabog poslovnog interesa privatnih pružatelja usluga za isplate mirovinskih anuiteta. Naknada za upravljanje imovinom malo je veća nego u obveznim mirovinskim fondovima iako imovina pod upravljanjem u MOD-ovima predstavlja svega 2% imovine pod upravljanjem u obveznim mirovinskim fondovima. Usto, u uvjetima kada nema značajnog viška imovine za pokriće nad tehničkom pričuvom postoji rizik naplate naknade za upravljanje imovinom od strane MOD-a jer naknada ne smije umanjiti omjer imovine i tehničke pričuve ispod propisanog minimuma od 100%. Da su prikazane naknade uistinu vrlo visoke, pred vratima tržišta anuiteta bila bi velika gužva. Međutim, prema trenutnom stanju stvari tamo nema nikoga iako će u sljedeće tri godine doći do velikog povećanja broja ugovora o isplati mirovina s obzirom na to da će od 2027. godine velika većina novih umirovljenika biti ljudi iz generacije koja je na početku reforme 2002. silom zakona učlanjena u drugi stup.

33 Povećani su i limiti ulaganja u listane dionice s 20 na 35%, u alternativne investicijske fondove s 10 na 15%, u nekretnine s 10 na 20% i u UCITS (i ETF-ove) s 20 na 35%.

34 Naknade su određene člancima 84. i 135. Zakona o mirovinskim osiguravajućim društvima.

Jedan od razloga izostanka interesa privatnih investitora za hrvatsko tržište anuiteta, pored do sada male veilčine tržišta, leži u regulativnoj neizvjesnosti u pogledu propisivanja limita naknada. Predstojeće povećanje broja ugovora o isplati mirovina iz drugog stupa predstavlja prigodu za određivanje vremenske putanje naknada MOD-ova ovisno o povećanju volumena poslovanja. To je prigoda za smanjenje neizvjesnosti u pogledu budućeg propisivanja ograničenja naknada. Kako nitko ne stoji pred vratima tržišta, za sada se ne može preporučiti smanjenje limita jednokratne ulazne naknade (1).³⁵ Ona je važan faktor privlačenja novih tržišnih takmaca u uvjetima očekivanog rasta broja novih ugovora o isplati mirovine. Smanjenje trajne naknade (2) vjerojatno će privlačiti pažnju novih umirovljenika, zakonodavca i regulatora u budućnosti. Model rasta poslovanja MOD-ova za sljedećih deset godina mogao bi pružiti analitičku podlogu za određivanje održive vremenske staze postupnog smanjenja maksimalnih stopa naknada ovisno o projiciranom volumenu poslovanja (što nije isto kao i projicirano smanjenje naknada iz godine u godinu kakvo imamo kod naknada za upravljanje imovinom (3) što treba ukinuti jer naknade trebaju zavisi o obujmu posla, a ne o vremenu). Oblikovanje vremenske putanje stope naknada ovisno o volumenu poslovanja može se provesti na način koji će uravnotežiti cilj razvoja tržišta anuiteta (predvidivost prihoda MOD-ova) s interesom umirovljenika za što nižom ukupnom naknadom ali i što raznolikijim i što sigurnijim mirovinskim proizvodima. Dugoročna predvidivost naknada ovisno o volumenu poslovanja ključna je za privlačenje novih privatnih investicija na tržište anuiteta.

Sada predvidiva niska naknada za upravljanje imovinom (cilj: 0,3% 2028.) na toj razini predstavlja motiv MOD-ovima za traženje mogućnosti povećanja prihoda kroz rizičnija ulaganja koja imaju potencijal uvećanja prihoda povećanjem osnovice za obračun naknade za upravljanje imovinom. U cilju daljnjeg snaženja ovog motiva mogu se preporučiti tri mjere: (1.) dodatno smanjiti minimalni prag ulaganja MOD-ova u državne obveznice s 50 na 35% radi jačanja potencijala dugoročnih prinosa, (2.) uz smanjenu osnovnu naknadu za upravljanje imovinom ograničeno omogućiti dodatnu naknadu za uspješnost i, vjerojatno najvažnije, (3.) započeti s izdanjima inflacijski indeksiranih državnih obveznica.

35 Treba napomenuti računovodstvenu praksu temeljem primjene MSFI 17, koja onemogućuje jednokratno prihodovanje naknade. Iako se plaća jednokratno, prihodovanje ove naknade je vremenski razgraničeno prema trajanju ugovora.

Podjela naknade za uspješnost na sniženi osnovni dio i dodatni (ograničeni) dio nagrade za uspješnost te izdanja inflacijski indeksiranih državnih obveznica važna su preporuka i za obvezne mirovinske fondove za koje indeksirane obveznice također imaju sistemsku važnost.

Budući da je u isplate uvjetno fiksnih mirovina iz drugog stupa ugrađena zakonska obaveza usklađivanja mirovina iz drugog stupa za stopu inflacije, inflacijski indeksirane državne obveznice zaštitile bi i OMF i MOD od rizika inflacije u dijelu portfelja koji mora biti konzervativno upravljani. Bez inflacijski indeksiranih obveznica oni ne mogu postići idealnu zaštitu od inflacije. To je posebno velik problem za MOD jer dolazi do narušavanja njegove kapitalne snage. Kapitalno snažan MOD je u prvenstvenom interesu umirovljenika jer podiže vjerojatnost prestizanja kritičnih omjera pokrića od 110 i 115% kada se aktivira mogućnost ili obaveza uvećanja mirovina iz prinosa. S gledišta osiguranika u drugom stupu u fazi akumulacije štednje, inflacijski indeksirane obveznice štite vrijednost mirovinske štednje u vremenima poput onih kroz koje smo nedavno prošli (2022. - 2023.) kada dolazi do istovremene pojave rasta inflacije i obvezničkih prinosa zbog čega padaju tržišne cijene klasičnih obveznica bez inflacijske klauzule. Inflacijski indeksirane obveznice mogu spriječiti pojavu nesretnih generacija novih umirovljenika koji izlaze u mirovinu iz drugog stupa u razdobljima kada se vrijednost mirovinske štednje kreće ispod dugoročnog trenda zbog inflacije i rasta kamatnih stopa.

Ako bismo ovaj prijedlog ocijenili samo s motrišta državnog proračuna, mogli bismo zaključiti da se radi o dodatnom teretu koji povećava izdatke ovisno o kretanju inflacije, što naizgled nije dobro. Međutim, u vremenu inflacije prihodi proračuna rastu iznad trenda te se inflacijski indeksirane obveznice pokazuju kao instrumenti koji poništavaju inflacijsku preraspodjelu kroz državni proračun.

Ipak, značaj eventualnog rasporeda viška prinosa u MOD-u daleko je od izvjesnog u dugom roku. Širenje spektra ponude mirovinskih anuiteta iz drugog stupa na promjenjive anuitete potencijalno će imati snažniji učinak na visinu mirovina iz drugog stupa. Međutim, promjenjivost anuiteta nosi rizik kratkoročnih padova mirovina iz drugog stupa. Ne možemo ignorirati argument kako živimo u vremenu u kojemu ukupan stupanj ekonomskog razvitka još nije doveo medijalnu osnovnu mirovinu do razine na kojoj bi kreatori politike mogli zanemariti rizik siromaštva osoba u trećoj dobi te ne možemo isključiti ozbiljne financijske krize s trajnim posljedicama u razdobljima isplate

mirovina koji su kraći od razdoblja štednje. To je isti problem zbog kojega je jednokratna isplata mirovinske štednje do 20% ograničena samo na osobe čija je osnovna mirovina veća od minimalne. Stoga o pitanjima promjenjivih anuiteta i isplati dijela mirovinske štednje na početku razdoblja isplate mirovine iz drugog stupa treba razmišljati u paketu: kome omogućiti promjenjive anuitete i kome omogućiti početnu isplatu koja umanjuje kasnije mirovine do kraja života?

Moguće rješenje je uvođenje minimalnog osnovnog životnog standarda (MOŽS) – procijenjenog minimalnog troška života, prvenstveno hrane, stanovanja i energije³⁶ – za samačka staračka kućanstva i parove, diferencirano po regijama te urbanim i ruralnim područjima. MOŽS bi se određivao godišnje, na temelju cijena odnosno troškova iz prošle godine, uvećano za 2% za tekuću godinu, a služio bi kao kriterij za ugovaranje promjenjivih anuiteta. Osobe s osnovnom mirovinom iznad MOŽS-a, za koju zbog indeksacije možemo očekivati da će uvijek ostati veća od MOŽS-a, mogle bi ugovarati promjenjive anuitete bez ograničenja. Osobe s osnovnom mirovinom nižom od MOŽS-a, ako bi se u rijetkim slučajevima odlučivale na kombiniranu mirovinu a ne na povratak u prvi stup u fazi isplate – što će vjerojatno biti odabir velike većine umirovljenika s niskom osnovnom mirovinom – imale bi obvezu ugovoriti uvjetno fiksnu mirovinu iz drugog stupa prema sadašnjem modelu, ali samo do visine praga MOŽS-a.

U tom slučaju MOD-ovi bi regulatoru mogli predlagati različite isplatne proizvode – i anuitete promjenjive vrijednosti – koji ne bi trebali biti ograničeni značajnim udjelom konzervativno upravljanog dijela portfelja kao što je sada slučaj. Proizvode odnosno portfelje temeljem čije će se vrijednosti isplaćivati promjenjive mirovine MOD-ovi mogu koncipirati na različite načine uvažavajući načela transparentnosti, sigurnosti i financijske stabilnosti temeljne imovine koje će nadzirati regulator. Kako je regulator već izdao odobrenja za poslovanje mirovinskih fondova, možemo zamisliti da MOD ponudi promjenjivi anuitet čija će vrijednost pratiti vrijednost udjela u nekom obveznom ili dobrovoljnom mirovinskom fondu. U teoriji možemo zamisliti i mirovinu vezanu na indeks MIREX, što se može postići raspodjelom imovine za pokriće pričuva u obvezne mirovinske fondove proporcionalno njihovoj veliči-

36 Budući da Hrvatska ima javni sustav zdravstva, a javni prijevoz umirovljenika je uglavnom besplatan ili subvencioniran što će se dodatno širiti s općim rastom razine razvoja, opravdano je konstruirati MOŽS na temelju troškova hrane, stanovanja i energije.

ni. Moguća su tri takva proizvoda ovisno o vezivanju uz indekse MIREX A, MIREX B ili MIREX C. Takav je proizvod potencijalno isplativ za MOD jer nema troška aktivnog upravljanja imovinom, a može biti atraktivan za veći broj korisnika kombinirane mirovine koji imaju različitu preferenciju odnosa očekivanog povrata i rizika. Pri tome bi trebalo osigurati da se ne naplaćuje dvostruka naknada – i naknada za upravljanje imovinom u dugom stupu i naknada za upravljanje imovinom u MOD-u. Na sličan način, MOD može ponuditi proizvod koji je vezan uz (čija je imovina za pokriće uložena u) neki od vodećih globalnih ETF-ova ako isti udovoljava strogim regulatornim kriterijima sigurnosti, transparentnosti i financijske stabilnosti koji jamče kontinuitet i transparentnost poslovanja te točnu dnevnu cijenu udjela. Širenje spektra ponude anuiteta značilo bi da investicijski limiti mogu biti pojednostavljeni za neindeksirane promjenjive anuitete. Također, radi argumenta jačanja konkurencije na tržištu isplativih proizvoda treba naglasiti da ne treba postojati obaveza da MOD ponudi uvjetno fiksne indeksirane anuitete. Neki novi MOD-ovi bi mogli ući na tržište nudeći samo promjenjive anuitete, što zahtijeva izmjenu zakona.

Zašto je važno da ponuditelj promjenjivih doživotnih anuiteta bude MOD, a ne neki drugi kvalificirani pružatelj financijskih usluga? Razvijeno i konzistentno lokalno zakonodavstvo, praksa nadzora, jamstva kapitalne adekvatnosti, vidljivost i transparentnost spram korisnika mirovina koji su pomalo navikli na postojanje MOD-ova, aktuarska znanja i unutarnji nadzor u kojemu se primjenjuju takva znanja, te poznavanje tržišta anuiteta i potreba korisnika mirovina konkurentne su prednosti MOD-ova. Druge financijske institucije – banke, investicijska društva – mogu ući na tržište anuiteta ako udovoljavaju strogim regulatornim standardima, ali ne izravno, nego kao kvalificirani osnivači MOD-ova. Visina propisanog minimalnog kapitala MOD-a od malo više od 3 milijuna eura i regulatorni troškovi nisu prepreka za ulazak na tržište za ozbiljne osnivače.³⁷ Glavne dosadašnje prepreke koje su dovele do toga da na tržištu anuiteta posluju samo jedan privatni i jedan državni MOD jesu neizvjesnost u pogledu budućih kretanja limita naknada, nedostatak iskustva s uvjetno fiksnim isplativim doživotnim proizvodima (i s njima povezani rizici inflacije za osnivače MOD-ova), te malo tržište čija ukupna vrijednost mjerena

37 Uz minimalni kapital treba voditi računa i o kapitalnoj adekvatnosti koja u najvećoj mjeri zavisi o odredbi koja propisuje održavanje kapitala u visini 4% tehničke pričuve. U slučaju neindeksiranih promjenjivih anuiteta kapitalni zahtjev može biti niži.

imovinom MOD-ova na dan 30.9.2024. iznosi 512 milijuna eura. Ilustracije radi, taj iznos približno odgovara bilanci tek dvanaeste banke po veličini aktive u Hrvatskoj – toliko je malo trenutačno tržište mirovinskih anuiteta.³⁸ Kako će veličina tržišta mirovinskih anuiteta brzo rasti u narednih nekoliko godina, uvođenje neindeksiranih anuiteta uz uspostavljanje dugoročno predvidive staze naknada i otvaranje vrata promjenjivim anuitetima nosi potencijal razvoja tržišta anuiteta na dobrobit osiguranika.³⁹

U sprezi s uvođenjem opisanog kriterija MOŽS-a koji bi trebao zamijeniti omjer osnovne i najniže mirovine, ove mjere imaju i potencijal rješenja problema jednokratne isplate do 20% s prvom mirovinom. Naime, sadašnje rješenje može se postupno ukinuti, a promjenjivi anuiteti mogu uključiti više ili manje ubrzane isplate na početku i/ili u prvim godinama korištenja mirovine iz drugog mirovinskog stupa. Za očekivati je da će ponuda jednokratnih i/ili ubrzanih isplata na rastućem tržištu s vremenom odgovoriti preferencijama potražnje na strani novih umirovljenika. Doduše, mogući problem zabune – slučaj kada dio ljudi zbog snažne vremenske preferencije novca (tj. visokog subjektivnog diskontnog faktora) i/ili vrlo slabe financijske pismenosti bira kombiniranu mirovinu umjesto povoljnijeg povratka u prvi stup u fazi isplate – neće se potpuno otkloniti, iako će se znatno umanjiti. Međutim, za očekivati je i da će s razvojem tržišta i dolaskom novih generacija koje su dugo štedjele u drugom stupu rasti i prosječna financijska pismenost novih umirovljenika. Usporedo će rasti i kapacitet za donošenje dobrih odluka u trenutku odlaska u mirovinu. Također, sa širenjem spektra ponuđenih promjenjivih anuiteta rast će i vjerojatnost da aprecijacija imovine za pokriće mirovine iz drugog stupa dovede do rasta mirovina iz drugog stupa u fazi isplate.⁴⁰

38 U stručnim krugovima svojedobno se raspravljalo o obveznom spajanju društava za upravljanje i MOD-ova. Nije jasno kako bi takvo spajanje pogodovalo razvoju tržišta (zatvorilo bi ga u okviru postojećih sudionika na tržištu upravljanja OMF-ovima), a regulatorni (naročito kapitalni) troškovi ne bi se mogli značajno smanjiti jer bi se na dvije poslovne linije (upravljanje imovinom u fazi akumulacije i isplate) i dalje morale primijeniti različite regulatorne odredbe i kapitalni zahtjevi zbog različitog karaktera poslovanja.

39 Poslovanje državnog HRMOD-a koji dominira tržištem anuiteta dodatni je faktor sigurnosti u smislu da ponuda uvjetno fiksnih indeksiranih anuiteta neće presahnuti. I bez posebnih propisa, vladina politika održavanja ponude uvjetno fiksnih mirovinskih anuiteta kroz HRMOD jamči da će umirovljenici koji žele takve anuitete uvijek naići na odgovarajuću ponudu, čak i ako interes privatnih pružatelja usluga za tu vrstu proizvoda bude slab.

40 Pri tome uvijek treba imati u vidu da ukupna vjerojatnost takvog ishoda nije isto što i sigurnost takvog ishoda za svakog pojedinog umirovljenika.

Jačanje MOD-ova kroz širenje spektra mogućih anuitetskih proizvoda ne smije biti predstavljeno kao zagovor kombinirane mirovine i/ili promjenjivih anuiteta pod svaku cijenu. Sumnja u tu vrstu pristranosti uvijek će biti prisutna na strani novih umirovljenika jer izbor kombinirane mirovine istovremeni je interes financijske industrije (zbog potencijalnog rasta tržišta) i Vlade (zbog potencijalnih fiskalnih ušteda ako veći udjel novih umirovljenika bira kombiniranu mirovinu). S motrišta novih umirovljenika, kako bi donijeli najbolje moguće odluke, važno je jačati razumijevanje odnosa prve kombinirane mirovine i prve mirovine u slučaju povratka u prvi stup u fazi isplate i prava na povlačenje do 20% mirovinske štednje iz drugog stupa s prvom mirovinom (što je lako razumjeti na temelju informativnog izračuna mirovine) i očekivane odnose budućih mirovina. O odnosu budućih mirovina ovisno o odabiru načina isplate raspravljamo u nastavku.

ODLAZAK U MIROVINU IZ DRUGOG STUPA (III): PROBLEM NAKNADNOG USKLAĐIVANJA MIROVINA

U slučaju povratka u prvi stup u fazi isplate, cijela mirovina se usklađuje prema formuli 70% (uskoro 85% prema najavama) puta veća stopa između stope rasta prosječne bruto plaće i stope rasta indeksa potrošačkih cijena, plus 30% (uskoro 15% prema najavama) puta manja od te dvije stope.⁴¹ U slučaju odabira kombinirane mirovine formula se primjenjuje samo na osnovnu mirovinu koja je niža od pune mirovine iz prvog stupa. Mirovina iz drugog stupa usklađuje se samo prema indeksu potrošačkih cijena. Prema tome, ako prosječna plaća raste brže od opće razine cijena, kombinirana mirovina raste sporije od pune mirovine iz prvog stupa. Razlika brzina usklađivanja zavisi o razlici stopa rasta plaća i cijena i o udjelu mirovine iz drugog stupa u vrijednosti ukupne kombinirane mirovine. Slika 14 stvara dobar osjećaj za različite moguće dinamike dvaju vrsta mirovina uz sljedeće pretpostavke:

1. kombinirana mirovina na početnom informativnom izračunu jednaka je punoj mirovini iz prvog stupa (zbog toga je početna točka na Slici 14 = 1),

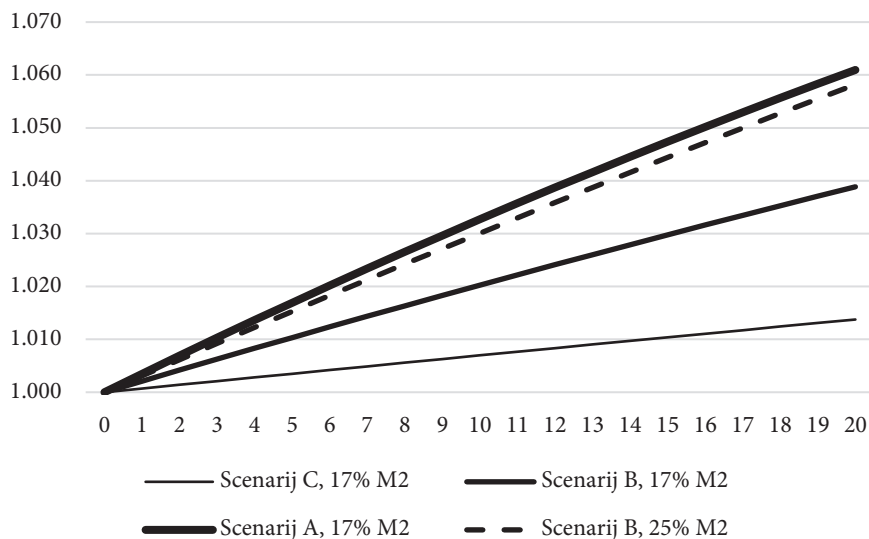
41 Negativne stope ne uzimaju se u obzir nego se ponder množi nulom.

2. udjel mirovine iz drugog stupa u ukupnoj vrijednosti kombinirane mirovine jednak je 17%,
3. stope inflacije i rasta bruto plaća ne kolebaju se – imaju iste vrijednosti iz godine u godinu, ali se međusobno razlikuju, pri čemu je prosječna godišnja stopa rasta cijena 2%, a stopa rasta prosječne bruto plaće uvijek je veća od 2%,
4. moguća su tri dugoročna scenarija razlike (viška) stope rasta prosječne bruto plaće iznad stope rasta cijena potrošača: scenarij A je scenarij brzog rasta realnih plaća (prosječna plaća raste 2,5 postotna boda u prosjeku na godinu brže od cijena); scenarij B je scenarij umjerenog rasta realnih plaća (prosječna plaća raste 1,5 postotni bod u prosjeku na godinu brže od cijena) i scenarij C je scenarij sporog rasta realnih plaća (prosječna plaća raste 0,5 postotni bod u prosjeku na godinu brže od rasta cijena).
5. Slika 14 prikazuje i četvrtu liniju koja prikazuje rezultat u umjerenom scenariju rasta realnih plaća uz pretpostavku da početni udjel mirovine iz drugog stupa u ukupnoj kombiniranoj mirovini nije 17, nego 25%.⁴²

Linije na Slici 14 pokazuju kako se mijenja omjer pune mirovine iz prvog stupa i kombinirane mirovine, koji je na početku jednak jedan (mirovine su jednake). U scenariju sporog rasta realnih plaća C, odnos se malo mijenja: učinak naknadnog usklađivanja kumulativno dostiže 0,7% u korist pune mirovine nakon 10 godina, odnosno 1,4% nakon 20 godina. U scenariju umjerenog rasta realnih plaća B, učinak naknadnog usklađivanja kumulativno dostiže 2% nakon 10 godina, odnosno 3,9% nakon 20 godina. U scenariju brzog rasta realnih plaća C, učinak naknadnog usklađivanja kumulativno dostiže 3,3% nakon 10 godina i 6,6% nakon 20 godina. Kada se u umjereni scenarij unese pretpostavka početnog udjela mirovine iz drugog stupa od 25 umjesto 17%, kumulativni učinak naknadnog usklađivanja u korist pune mirovine iz prvog stupa raste s 2,0% na 3,0% nakon 10 godina, odnosno s 3,9% na 5,8% nakon 20 godina isplata mirovine.

42 Smisao ove usporedbe je podsjetnik da će udjel mirovinskog anuiteta iz drugog stupa u ukupnoj kombiniranoj mirovini rasti s protekom vremena koje članovi drugog stupa provedu u drugom stupu jer se koeficijent od $\frac{3}{4}$ za izračun osnovne mirovine primjenjuje proporcionalno radnom stažu koji osiguranik provede plaćajući umanjenu stopu doprinosa od 15% za prvi mirovinski stup jer uplaćuje 5% bruto plaće u drugi mirovinski stup.

Slika 14. Promjena omjera pune mirovine iz 1. stupa i kombinirane mirovine zbog različitog usklađivanja mirovina kroz 20 godina isplate



Izvor: izračun autora

Prva pouka Slike 14 glasi da će o učinku naknadnog usklađivanja mirovina trebati voditi sve više računa s protekom vremena jer će iz drugog stupa izlaziti umirovljenici sa sve manje godina staža samo u prvom stupu odnosno sa sve više godina staža i uplata doprinosa usporedo u prvom (15%) i drugom (5%) mirovinskom stupu. Zbog toga će udjel mirovine iz drugog stupa M2 u ukupnoj kombiniranoj mirovini rasti, a s tim udjelom rast će i učinak naknadnog usklađivanja mirovina u korist prvog stupa. To se vidi iz razlike linija „Scenarij B, 17% M2“ i „Scenarij B, 25% M2“. Međutim, učinak ove razlike dovoljno je značajan i uz 17% udjela M2 ako promatramo scenarije B i C; svi novi umirovljenici koji biraju između dva modela isplate mirovine trebali bi već sada o tome povesti računa.

Međutim, odgovor na pitanje kako to učiniti nije lak. Bez sofisticiranih financijskih alata i smisleno postavljenih makroekonomskih scenarija s različitim vjerojatnostima realizacije plaća i cijena u dugom roku nije moguće napraviti dobar izračun isplativosti odabira modela isplate mirovine. Treba pronaći način da ljudi na temelju jednostavnih pravila donesu informiranu odluku

o odabiru načina isplate mirovine u svjetlu očekivanih učinaka naknadnog usklađivanja mirovina.

Do pravila odlučivanja možemo doći ako postavimo sljedeće pitanje: koliki bi prosječni godišnji realni prinos od ulaganja imovine za pokriće tehničke pričuve trebao biti ostvaren na neto osnovi (i pripisan umirovljenicima kroz rast mirovina iz drugog stupa povrh indeksacije uz cijene potrošača) kako bi uvećanje mirovine iz drugog stupa (M2) kroz prinos kompenziralo učinak naknadnog usklađivanja mirovina u korist mirovina iz prvog stupa? U umjerenom i najvjerojatnijem scenariju B, kompenzacijska stopa realnog prosječnog godišnjeg prinosa na imovinu pod upravljanjem MOD-a iznosi oko 1,3%.⁴³ Dosadašnje iskustvo s prinosima obveznih mirovinskih fondova kategorije B koji su u smislu limita ulaganja najbliži portfeljima imovine za pokriće tehničkih pričuva (jer trenutačni donji limit na ulaganja u državne obveznice iznosi 50% u oba portfelja) pokazuje da je stopa realnog prinosa od 1,3% vjerojatno dostižna u dugom roku. Postoji šansa da se 1,3% realno može preći ako se sjetimo da su portfelji OMF-ova kategorije B od sredine 2014. godine naovamo postigli prosječan godišnji realni prinos od oko 2%. Stoga čak i veća dugoročna realna stopa prinosa koja je potrebna za kompenzacijski učinak u scenariju brzog rasta realnih plaća A nije nedostižna; iznosi oko 2,1%, što je približno jednako prosječnom godišnjem prinosu kategorije B u proteklih deset godina.

Međutim, takve efektivne realne neto prinose na imovinu za pokriće pričuva u smislu njihova utjecaja na visinu mirovine iz drugog stupa veoma je teško postići u trenutnim tržišnim uvjetima. Pokazali smo da nema promjenjivih anuiteta čija bi imovina za pokriće pričuva bila uložena u rizičnije plasmane. Povećanje uvjetno fiksnih mirovinskih anuiteta iz prinosa ograničeno je dostizanjem spomenutih omjera pokrića od 110 odnosno 115%, koji neće biti dostignuti u dogledno vrijeme.

Prema tome, promjenjivi anuiteti koji bi omogućili aktivnije kombinacije rizika i očekivanog prinosa u fazi isplate mirovine iz drugog stupa daju odgovor na pitanje postavljeno u ovom odjeljku. Tragom toga, evo i jednostavnog pravila odlučivanja koje sažima dosadašnju raspravu o temi: *tko ima podjednaku prvu mirovinu iz dva načina isplate, nisku sklonost riziku (visoku sklonost „mirnom snu“)* i *razmjerno dug vremenski horizont u pogledu očekivanja preostalog*

43 Izračun je na temelju početnog udjela M2 od 17%.

životnog vijeka u mirovini, trebao bi razmisliti o povratku u prvi stup u fazi isplate; tko pak ima veću sklonost riziku i tko je u fazi akumulacije mirovinske štednje kroz dugi rok naučio da se rizik isplati, trebao bi istražiti mogućnosti za veće izlaganje riziku u fazi isplate radi postizanja većih očekivanih prinosa u dugom roku jer oni mogu kompenzirati učinke naknadnog usklađivanja mirovina koji „rade“ u korist mirovine iz prvog stupa. Da bi ovo pravilo odlučivanja imalo smisla, kreatori politike i regulatori trebaju omogućiti kvalitetne promjenjive anuitete i aktivno raditi na razvoju tržišta mirovinskih anuiteta u drugom stupu.⁴⁴

Zaključno, promjenjivi anuiteti ključan su dio mozaika – paketa mjera koji obuhvaća i (1.) daljnju liberalizaciju investicijskih limita obveznih mirovinskih fondova i MOD-ova, (2.) novi sustav postupne i češće realokacije portfelja obvezne mirovinske štednje tijekom životnog ciklusa – čiji je cilj potaknuti financijsko opismenjavanje i aktivnu brigu članova drugog mirovinskog stupa za mirovinsku štednju – i (3.) mjere za razvoj tržišta kapitala. Taj novi mirovinski mozaik usklađen je s činjenicom da opcija povratka u prvi stup u fazi isplate mirovine funkcionira kao zaštitna opcija protiv prevelikog pada vrijednosti mirovinske štednje i mirovine do čega može doći u kraćim vremenskim razdobljima ako se mirovinska imovina izlaže većim rizicima. Rizik prevelikog pada vrijednosti može se umanjiti ako Vlada počne izdavati indeksirane obveznice.

Promjenjivi anuiteti omogućili bi i jednokratne ili ubrzane isplate u ranim godinama isplate mirovina, kao i obratne modele isplata u kojima će mirovina rasti u poznijoj dobi kada presahnu drugi izvori životne uštedevine i sposobnosti umirovljenika za stvaranje dodatnih dohodaka od rada i kapitala mimo mirovine. Uvođenje promjenjivih anuiteta treba popratiti unaprjeđenjem rješenja limita na isplatu dijela (sada do 20%) mirovinske štednje u drugom stupu. Sada je takva isplata moguća samo za osobe čija je osnovna mirovina veća od najniže mirovine. Uvođenjem socijalnog kriterija minimalnog osnovnog

44 Promjenjivi anuiteti s dobro upravljanom imovinom za pokriće tehničke pričuve imaju potencijal kompenzacije učinka naknadnog usklađivanja mirovina jer možemo očekivati da će veća dugoročna stopa rasta realnih plaća biti u korelaciji s dugoročnim realnim prinomom. Slika 14 je pokazala da veća dugoročna stopa realnih plaća ujedno znači brže dugoročno zaostajanje kombinirane za mirovinom samo iz prvog stupa. Međutim, veća dugoročna stopa realnih plaća znači i brži gospodarski rast i vjerojatno veće realne prinose na rizičnija ulaganja. Stoga kvalitetni promjenjivi anuiteti pružaju potencijalnu zaštitu kombinirane mirovine od zaostajanja za punom mirovinom iz prvog stupa zbog učinka naknadnog usklađivanja mirovina.

životnog standarda (MOŽS) otvara se perspektiva promjenjivih anuiteta za veći broj korisnika mirovina. To može uključiti i anuitete s početnim ili ubrzanim isplatama za sve nove umirovljenike čija je osnovna mirovina veća od MOŽS-a, pa se sadašnje rješenje s opcijom jednokratne isplate s prvom mirovinom može ukinuti. Ono će ionako biti postupno svedeno na relativno mali broj korisnika mirovina ako se ništa u sustavu ne promijeni.

S vremenom će se pokazati hoće li novi isplatni proizvodi pružiti adekvatan odgovor na preferencije novih umirovljenika s osnovnom mirovinom iznad praga MOŽS-a u pogledu početnih jednokratnih i/ili ubrzanih isplata u promjenjivim anuitetima. MOD-ovi će vjerojatno zazirati od nuđenja velikih jednokratnih isplata s prvom mirovinom jer se na taj način umanjuje osnovica za obračun naknade za upravljanje imovinom tijekom ugovora o isplati mirovine. Stoga se eventualno ukidanje aktualne ograničene opcije isplate do 20% mirovinske štednje s prvom mirovinom može provesti postupno nakon što se analizira razvoj tržišta promjenjivih anuiteta kroz nekoliko godina, ali i nakon što se reformira treći mirovinski stup o čemu će biti više riječi u petom poglavlju. Naime, ako u bliskoj budućnosti dođe do omasovljenja trećeg mirovinskog stupa, jedan od načina njegova boljeg uklapanja u cjelinu funkcioniranja mirovinskog sustava bit će povezan s isplatom cjelokupne dobrovoljne mirovinske štednje u trenutku odlaska u mirovinu. Takvo rješenje je puno primjerenije za dobrovoljnu nego za obveznu mirovinsku štednju koja je u konačnici ipak namijenjena financiranju doživotnih mirovina i trebala bi se obvezno koristiti za isplatu mirovine. U idućem poglavlju ćemo pokazati da je mogućnost potpune isplate dobrovoljne mirovinske štednje u trenutku umirovljenja prema Zakonu o mirovinskom osiguranju jedan od načina kako se može povećati interes za štednju u trećem stupu.

Visina doprinosa i dobrovoljna mirovinska štednja

Treći stup dobrovoljne mirovinske štednje pokrenut je u početku mirovinske reforme na tragu ideje da će državni poticaji navesti velik broj ljudi na dugoročnu štednju. Ako se uplate doprinosa u visini od 5% bruto plaće za drugi stup pokažu nedostatnima za osiguranje pristojne mirovine u dugom roku, očekivalo se da će poticana štednja u trećem stupu pružiti dodatan izvor dohotka i osigurati veći stupanj financijske sigurnosti u trećoj životnoj dobi. Takvo očekivanje zasnovano je na snazi državnih poticaja na dobrovoljnu mirovinsku štednju. Poticaji su u međuvremenu proširivani tako da danas uključuju:

1. državni poticaj koji se uplaćuje na individualne mirovinske račune u trećem stupu u visini od 15% privatnih godišnjih uplata, uz primjenu limita za osnovicu za obračun poticaja od 663,61 eura, što znači maksimalni godišnji iznos državnog poticaja u visini 99,54 eura;
2. porezni poticaj za poslodavce koji uplaćuju doprinose za svoje radnike do visine priznatog troška od 804 eura godišnje: nema plaćanja poreza na dohodak i doprinosa na uplate poslodavaca, štoviše, uplaćeni iznos obračunava se kao odbitak pri obračunu poreza na dobit odnosno poreza na dohodak za obrte i samozaposlene;
3. isplate mirovina iz trećeg stupa nisu oporezive za korisnike;
4. isplata mirovina iz trećeg stupa može započeti prije umirovljenja prema Zakonu o mirovinskom osiguranju ako je osoba navršila 55 godina, pri čemu se na sve ugovore sklopljene prije 2019. primjenjuje limit od 50 godina starosti koji je ranije bio na snazi;
5. pri početku isplate mirovine iz trećeg stupa moguće je isplatiti 30% iznosa dobrovoljne mirovinske štednje, a mirovinu isplaćivati iz preostalih 70%, pri čemu mirovina iz trećeg stupa ne mora biti doživotna.

Broj osoba koje štede u trećem stupu stabilno raste te je potkraj 2024. dostigao oko 467 tisuća. Većina, oko 415 tisuća, članovi su otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova (ODMF). U Hrvatskoj posluje osam takvih mirovinskih

fondova. Preostalih pedesetak tisuća članova štede u zatvorenim dobrovoljnim mirovinskim fondovima (ZDMF). Ti fondovi (21) posluju po istim pravilima kao i ODMF, ali nisu otvoreni prema javnosti za nove članove. Njihovi pokretači odnosno sponzori veliki su poslodavci i sindikati koji su ih namijenili svojim članovima i zaposlenicima za koje mogu uplaćivati doprinose. Uvođenje ZDMF bilo je motivirano oponašanjem profesionalnih mirovinskih shema (eng. *occupational pensions*) koje su u svijetu najraširenije, no kod nas zbog povijesti nastanka mirovinskog sustava na bazi individualne kapitalizirane štednje nisu toliko prisutne. Na kraju poglavlja raspravljat ćemo kako bi se takav mirovinski koncept s aktivnom ulogom poslodavaca mogao ojačati.

Na kraju 2024. godine u ODMF je akumulirano oko 1,2 milijarde eura dobrovoljne mirovinske štednje. U ZDMF je akumulirano dodatnih oko 250 milijuna, što znači da je prosječna imovina po ZDMF-u malo veća od 10 milijuna eura. Treći stup s ukupno oko 1,45 milijarde eura mirovinske štednje ili oko 1,7% BDP-a ima mirovinsku štednju koja po isteku više od 22 godine od pokretanja trećeg mirovinskog stupa čini svega 6,2% mirovinske štednje koja je prikupljena u drugom stupu. Omjer broja članova je nešto povoljniji za treći stup: članstvo u trećem stupu čini oko 20% članstva u drugom stupu.

Prosječni iznos ušteđenih sredstava u trećem stupu na kraju 2024. godine iznosi oko 3 100 eura po članu. Kada bi osoba koja je navršila 65 godina prenijela 3 100 eura u MOD radi isplate doživotne individualne mirovine uz zajamčeno razdoblje od 5 godina, prema kalkulatoru RMOD-a na dan 17.1.2025. prosječna mjesečna mirovina bila bi veća za oko 12 eura ili 2,2% prosječne starosne mirovine isplaćene u Hrvatskoj u prosincu 2024. To nije zanemariv dodatak na mirovinu, ali nema sistemski značaj u smislu ocjene adekvatnosti ukupnih primanja u mirovini. Potencijal trećeg stupa još uvijek nije dovoljno iskorišten.

ISPLATE U TREĆEM STUPU

Pravila isplate mirovina iz trećeg stupa fleksibilnija su od pravila isplate u drugom stupu. Pored već spomenute mogućnosti početka isplata s navršenih 50 ili 55 godina života - neovisno o tome koristi ili osoba mirovinu iz prvog stupa - nema obveze doživotne isplate kao u drugom stupu. Ako se odlučimo na privremenu isplatu kroz ograničeno razdoblje od 10 godina, dodatna mjesečna

mirovina iz trećeg stupa kao u prethodnom primjeru s prijenosom 3 100 eura u fazu isplate za osobu od 65 godina iznosit će 27,60 eura na mjesec. To je već značajnijih 5,1% prosječne starosne mirovine, ali samo kroz 10 godina isplata.

Mirovina iz trećeg stupa može se isplatiti bez prijenosa sredstava u MOD. Točnije, mora se isplatiti bez prijenosa sredstava u MOD ako je uštedjeni iznos manji od 4 000 eura⁴⁵. To znači da treći stup jednim dijelom omogućava promjenjivi anuitet za koji smo pokazali da nije moguć u slučaju isplate iz drugog stupa. Promjenjiva isplata u trećem stupu ostvaruje se isplatom putem mirovinskog društva za upravljanje: sredstva ostaju na mirovinskom računu u dobrovoljnom mirovinskom fondu, ugovara se periodična isplata određenog broja udjela u fondu, a sam iznos isplate zavisi o tome kako će se mijenjati vrijednost udjela u razdoblju isplate. Sve tako ugovorene mirovine su privremene. Na taj način umirovljenik, u realnom vremenu odnosno bez odgode i uvjeta, sudjeluje u potencijalu rasta vrijednosti sredstava mirovinske štednje u fazi isplate. S druge strane, korisnik promjenjive mirovine izložen je tržišnim rizicima u smislu mogućeg pada iznosa mjesečne mirovine u razdobljima kada vrijednost udjela u dobrovoljnom mirovinskom fondu pada zbog ekonomskih i financijskih poteškoća na tržištu.

Vjerojatno potaknut idejom o potrebi regulatornog balansiranja kratkoročnih rizika i dugoročnih potencijala zakonodavac je po mom mišljenju nepotrebno ograničio prostor isplate varijabilnih anuiteta iz trećeg stupa putem društva za upravljanje. Gornji limit isplate putem društva iznosi 17 300 eura,⁴⁶ ali uz uvjet da je na računu već ušteden toliki iznos. Također, zadržao je ograničenje mogućih isplata promjenjivih anuiteta samo za privremene mirovine s ograničenim razdobljem isplate. Prema tome, nema više obaveze ugovaranja dijela isplate mirovine iz trećeg stupa s MOD-om kao ranije, a prijenosom sredstava na MOD u fazi isplate (uz uvjet da je vrijednost ugovora jednaka ili veća od ranije spomenutih 4 000 eura) može se ugovoriti samo fiksni iznos isplate. Ova kompleksna regulativa nije potrebna jer gotovo 90% članova trećeg stupa u fazi isplate bira model isplate promjenjivog anuiteta putem druš-

45 Ovaj zaokruženi iznos je iz prijedloga izmjena i dopuna zakona koji u trenutku dovršetka rukopisa još nije stupio na snagu, ali se očekuje da će stupiti na snagu u toku 2025. godine. Iznos se neznatno razlikuje od iznosa koji je na snazi u trenutku dovršetka knjige.

46 Ibid.

tva, a samo 2% kombinira dio isplate putem društva s dijelom isplate putem MOD-a.⁴⁷

Važno je naglasiti da se indeksacija mirovine u fazi isplate primjenjuje samo u prvom i drugom stupu prema pravilima koja su objašnjena u četvrtom poglavlju. Mirovina iz trećeg stupa nije vezana uz inflaciju iako nema prepreke da se takva mirovina ponudi na tržištu ako bi indeksirani produkt bio moguć i zanimljiv nekom ponuditelju anuiteta.

Isplata dobrovoljne mirovinske štednje moguća je i putem osiguravajućih društava koja imaju licencu za životno osiguranje. Međutim, iz razloga koje ćemo objasniti u nastavku niti jedno takvo društvo nije ušlo na tržište isplata dobrovoljne mirovinske štednje.

OPĆA OCJENA DOSADAŠNJEG POSLOVANJA TREĆEG STUPA U HRVATSKOJ

Dobrovoljni treći stup u Hrvatskoj nije zanemariv, ali ranije prikazani odnosi broja članova i štednje spram drugoga stupa, kao i iznos potencijalne mirovine na temelju do sada uštedenog prosječnog iznosa pokazuju da potencijali dobrovoljne mirovinske štednje u Hrvatskoj nisu dovoljno iskorišteni. Ovome se može dodati podatak da je fiskalni trošak državnih poticaja za dobrovoljnu mirovinsku štednju zanemariv i iznosi svega 0,018% BDP-a.⁴⁸ Ako se prisjetimo početne ideje u vrijeme početka mirovinske reforme - da će poticana dobrovoljna mirovinska štednja nadomjestiti eventualno prenisku visinu doprinosa u drugom stupu - danas, pune 22 godine nakon početka poslovanja trećeg stupa, možemo zaključiti kako nema jamstva da će cilj osjetnog povećanja adekvatnosti ukupnih mirovina biti postignut zahvaljujući mirovinama iz trećeg stupa. Stoga treba razmotriti mjere jačanja trećeg stupa.

Razmjerno mala važnost trećeg stupa doima se kao zagonetka u svjetlu činjenice da državna poticajna sredstva uz razumno očekivani realni prosječni dugoročni prinos od 2% na godinu (koji približno odgovara povijesnim prinosima mirovinskih fondova B kategorije u drugom stupu) implicira znatno veće

47 Izvor: Raiffeisen mirovinsko društvo.

48 Prema podacima Ministarstva financija, u 2023. godini isplaćeno je 14,3 milijuna eura državnih poticajnih sredstava. Iznos ne uključuje propuštenu naplatu poreza na dobit poslodavaca koji uplaćuju dobrovoljnu mirovinsku štednju za radnike.

iznose mirovinske imovine u trećem stupu čak i kada bi uplate u treći stup bile simbolično male. Ilustrativni izračun napravljen je na bazi štednje 1% prosječne neto plaće, što trenutačno iznosi oko 13,5 eura mjesečno. Iznos je ekvivalent osam šalica espressa u kafiću, tri kutije cigareta ili manje od boce dobrog vina mjesečno. Uz pretpostavljeni rast prosječne realne neto plaće po prosječnoj stopi od 1,5% na godinu, uštedeni bi iznos iskazan u današnjim cijenama i eurima iznosio 5 300 eura nakon 22 godine. To je znatno više od aktualnog prosječnog iznosa dobrovoljne mirovinske štednje (3 100 eura). Spomenimo i to da uštedeni iznos za dane pretpostavke iznosi 11 941 eura nakon 40 godina neprekidne štednje s uključenim državnim poticajima. Štoviše, ako se stopa štednje u ovom primjeru poveća na 2% (ekvivalent 16 šalica espressa, 6 kutija cigareta ili jedne butelje dobrog vina na mjesec), uštedeni iznos se penje na 10 563 eura nakon 22 godine, odnosno 23 829 eura nakon 40 godina štednje. Ako se uz to ostvari i uvećani prosječni godišnji (realni) prinos po stopi od 3 umjesto 2%, uštedevina za mirovinu penje se na 11 851 odnosno 29 676 eura nakon 22 odnosno 40 godina neprekidnog trajanja štednje (Tablica 6). Sjetimo li se da prema kalkulatoru RMOD-a doživotna mirovina raste za oko 12 eura na bazi uštedenih 3 100 eura, dolazimo do zaključka da bi agresivnija neprekidna dobrovoljna štednja za mirovinu u trećem stupu uz neveliko odricanje od tekuće potrošnje koje je moguće za širok krug ljudi u dugom roku od četrdesetak godina štednje, mogla donijeti i oko stotinjak (današnjih) eura veći dohodak u mirovini. To je značajno povećanje životnog standarda u trećoj dobi s obzirom na aktualne visine mirovina i s obzirom na relativno mali napor štednje (po stopi od 1 ili 2% neto plaće, što je 0,7 – 1,4% bruto plaće). Stoga se postavljaju sljedeća pitanja: (1.) zašto u trećem stupu nema više članova; (2.) zašto prosječni uštedeni iznos nije veći (iako u trećem stupu štede osobe s prosječnim i iznadprosječnim dohocima); i (3.) kako bi se sklonost dobrovoljnoj mirovinskoj štednji u Hrvatskoj mogla povećati, osobito među ljudima s nižim primanjima? Na koncu, je li slabo korištenje potencijala trećeg mirovinskog stupa rezultat nedovoljne financijske pismenosti, odnosno nedostatka dugoročne orijentacije u promišljanju o budućim dohocima u mirovini, ili razloge treba tražiti u parametrima sustava kao što su dodjele državnih poticajnih sredstava (DPS) i način isplate mirovine?

Tablica 6. Ukupna vrijednost dobrovoljne mirovinske štednje s uključenim DPS za osobu s početnom mjesečnom neto plaćom od 1 350 eura na kraju razdoblja dugotrajne štednje sa stalnim godišnjim uplatama, uz pretpostavku prosječnog godišnjeg rasta realne plaće po stopi od 1,5%, u današnjim eurima i cijenama

	Stopa štednje 1% (u % neto plaće)	Stopa štednje 2% (u % neto plaće)
Nakon 22 godine uz prosječan godišnji realan prinos po stopi od 2%	5 230	10 563
Nakon 40 godina uz prosječan godišnji realan prinos po stopi od 2%	11 940	23 829
Nakon 22 godine uz prosječan godišnji realan prinos po stopi od 3%	5 948	11 851
Nakon 40 godina uz prosječan godišnji realan prinos po stopi od 3%	14 922	29 767

PRINOSI, (NE)LIKVIDNOST I PSIHOLOŠKE PRISTRANOSTI PRI ODLUČIVANJU O MIROVINSKOJ ŠTEDNJI

Navedeni smo na pomisao, koju su dokazala i neka istraživanja, o tome da dobar dio ljudi intuitivno ne razumije eksponencijalnu logiku dugoročnog ukamaćivanja.⁴⁹ Zbog toga nedostaju iskustva i emotivni pokretači koji su neophodni za donošenje odluka o štednji na vrlo dugi rok. Na tragu ove hipoteze i razvijenije države od Hrvatske s duljom tradicijom funkcionalnih financijskih tržišta i većom financijskom pismenošću stanovništva primjenjuju različite oblike državnih poticaja i programa dugoročne štednje za mirovinu. Iz istog razloga na tržištima financijskih proizvoda za dugoročnu mirovinsku štednju uspostavljene su prodajne prakse kojima se nastoji prevladati kratkoročna i poticati dugoročna orijentacija pri donošenju financijskih odluka. Neki od najpoznatijih primjera su digitalne aplikacije koje uz informacije o očekivanim rezultatima dugoročne štednje mijenjanju (postaruju) lice osobe koja, promatrajući starenje svoga lica, usporedo promatra kako očekivana vrijed-

49 Diamond, P. i B. Koeszegi (2003): Quasi-hyperbolic discounting and retirement. *Journal of Public Economics*, 87: 1839-1872.

nost mirovinske štednje raste u vrlo dugom roku. Eksperimenti su pokazali da vizualna identifikacija s budućim „ja“ utječe na odluke o dugoročnoj štednji. Nude se i financijski proizvodi s odgođenim uplatama tako da je samo ugovaranje bezbolno u smislu da ne treba odmah početi s uplatama doprinosa. Uplate počinju kasnije - na primjer, godinu ili dvije nakon potpisa ugovora, uz pomoć neke vrste trajnog naloga. Tako se u odlučivanje ugrađuje emotivna komponenta koja je neophodna povrh suhih brojki o očekivanim prinosima na ulaganja dobrovoljne mirovinske štednje u dugom roku.

Međutim, ne smijemo zanemariti ni suhe brojke o prinosima. Prinosi u dugom roku nužan su uvjet za razmatranje dugoročne štednje za mirovinu. Bez adekvatnih prinosa nitko ne želi štedjeti na vrlo dugi rok. Usto, kao što ćemo pokazati u nastavku, ne možemo biti sigurni da se slaba dobrovoljna štednja za mirovinu može objasniti samo psihološkim pristranostima kao što su kratkoročna vremenska orijentacija ili podcjenjivanje eksponencijalnog efekta prinosa u dugom roku. Nelikvidnost dugoročne štednje je možda glavna prepreka za njezino veće korištenje. Stoga ćemo u nastavku promotriti kako ta dva elementa – dugoročni prinosi i (ne)likvidnost dugoročne štednje – djeluju u uzajamnoj sprezi.

Prosječni dugoročni prinos dobrovoljnih mirovinskih fondova u Hrvatskoj znatno je bolji od prosječnog dugoročnog prinosa najčešćeg vida štednje u Hrvatskoj – kamatnih stopa na oročene depozite. Ako podatke HNB-a o prosječnim kamatnim stopama na oročene depozite stanovništva u proteklih deset godina usporedimo s prosječnim godišnjim prinosima starijih dobrovoljnih mirovinskih fondova, vidjet ćemo koliko je veći prinos koji su uspjeli ostvariti odabrani ODMF (Tablica 7). Prosječna godišnja stopa inflacije u promatranom razdoblju iznosila je 2,66%, što znači da je i fond s najkonzervativnijom strategijom ulaganja osigurao marginalno pozitivan realan prinos za razliku od štednje pohranjene na oročene depozite koja je ostvarila prosječan realan godišnji prinos od -1,3%.

Tablica 7. Prosječni godišnji prinos u deset godina od (uključivo i) 2015. do kraja 2024. i strukture ulaganja otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova koji su osnovani prije kraja 2005. godine (poredak prema starosti fonda)

	Udjel dionica i sličnih ulaganja	Prosječni godišnji prinos u zadnjih 10 godina
Raiffeisen ODMF	25% uz mogućnost podešavanja između 0 i 55% ovisno o procjeni	4,05%
AZ profit ODMF	do 40%	3,47%
Croatia osiguranje ODMF	20%	3,49%
AZ Benefit ODMF	Do 10%	2,49%
Erste Plavi Expert ODMF	50%	5,88%
Erste Plavi Protect ODMF	0%	2,74%
Oročeni depozit*	0%	1,13%

*Prosjek kamatnih stopa na dugoročne depozite kućanstava.

Izvor: HANFA, Mjesečno izvješće, HNB Statistika, Tablica G5

Međutim, izravna usporedba prinosa dobrovoljnih mirovinskih fondova s prinosima na oročene depozite nije pravedna. Oročeni depoziti su puno likvidniji oblik štednje. U pravilu se sklapaju na nekoliko mjeseci ili godina i u svakom se trenutku mogu razročiti. S druge strane, dobrovoljna mirovinska štednja nije likvidna do 55. godine života kada postaje djelomično likvidna – može se isplatiti do 30% uštedenog iznosa s uključenim prinosom i započeti s isplatom preostalog iznosa kroz vremensko razdoblje koje ne može biti kraće od 5 godina. Prije toga mirovinska štednja ne samo da se ne može ni djelomično isplatiti nego se ne može ni založiti. Najavljene izmjene zakona tek će otkriniti vrata ranijem korištenju dugoročne mirovinske štednje u druge svrhe jer predviđaju mogućnost isplate u slučaju trajne radne nesposobnosti. To je dobrodošla izmjena: umanjuje strah ljudi da im štednja neće biti pristupačna u iznimno rizičnim životnim okolnostima kada svaki cent postaje važan.

Nelikvidnost štednje za mirovinu je uz nedostatak interesa za vrlo dugi rok vjerojatno glavni razlog zbog kojega mladi teško odlučuju o početku dobrovoljne štednje za mirovinu. Međutim, upravo je rani početak važan uvjet vrlo du-

goročne isplativosti ulaganja u dobrovoljne mirovinske fondove. Ne radi se, dale, samo o kratkoročnoj orijentaciji kao svojevrsnoj psihološkoj pristranosti, nego je riječ o objektivnom problemu nelikvidnosti u odnosu na očekivane životne prioritete mlađih ljudi koji se pojavljuju puno prije mirovine: stanovanje, odgoj i obrazovanje djece i druge životne radosti i potrebe (npr. putovanja) su prioritetne potrebe. Mirovina se čini daleka. Zbog toga ćemo u nastavku prvo razmotriti mjere za povećanje likvidnosti dobrovoljne mirovinske štednje.

U dijelu sigurnosti mirovinske štednje izmjene regulative vjerojatno nisu potrebne. Percepcija sigurnosti uštede vjerojatno nije prepreka za dobrovoljnu mirovinsku štednju. Činjenica je da su depoziti kod banaka osigurani do iznosa od 100 000 eura, što jest faktor njihove privlačnosti, no isto je tako činjenica da je štednja u mirovinskom fondu (u trećem kao i u drugom stupu) odvojena od imovine društva za upravljanje te ne može biti predmet stečaja (ne može „propasti“), a njezino postojanje i točno vrednovanje osim mirovinskog društva koje upravlja mirovinskim fondovima nadzire i jamči neovisni depozitar te nadzire regulator. Točno je da za razliku od depozita čija je nominalna vrijednost fiksna, vrijednost udjela u mirovinskom fondu može varirati u skladu s promjenama vrijednosti portfelja ulaganja, no teško je zamisliti da su varijacije vrijednosti udjela u dobrovoljnim mirovinskim fondovima same po sebi glavna prepreka za snažniju afirmaciju dobrovoljne mirovinske štednje. Financijski pismeni ljudi znaju da je podložnost kratkoročnim kolebanjima vrijednosti u kratkom roku svojevrsna cijena koju treba platiti da bi dugoročna vrijednost bila veća.

MJERE ZA POVEĆANJE LIKVIDNOSTI DOBROVOLJNE MIROVINSKE ŠTEDNJE

Ako je nelikvidnost glavna prepreka ranom početku dobrovoljne mirovinske štednje, postavlja se pitanje može li se dobrovoljna mirovinska štednja pomiriti sa zahtjevom za većim stupnjem likvidnosti uložениh sredstava. Naizgled, radi se o nepomirljivom zahtjevu. Ipak, možemo zamisliti nekoliko indirektnih poticaja za dobrovoljnu mirovinsku štednju koji bi išli za time da povećaju njezinu likvidnost odnosno slobodu raspolaganja sredstvima u toku životnog ciklusa štednje za mirovinu:

1. Mogućnost isplate u bilo kojem trenutku i iznosu povrh slučaja osobne trajne radne nesposobnosti nositelja ugovora o štednji; na primjer, u slučaju teže bolesti supružnika ili djeteta.
2. Mogućnost zaloga računa dobrovoljne mirovinske štednje do 40. godine života u svrhu kupnje nekretnine.
3. Mogućnost isplate u bilo kojem trenutku i iznosu do 40. godine života u slučaju kupnje prve nekretnine.
4. Mogućnost isplate većeg postotka, zašto ne i cjelokupnog iznosa ušteđenih sredstava po dostizanju starosne dobi za mirovinu,⁵⁰ bez obaveze prijenosa 70% u fazu postupne isplate, uz plaćanje naknade i uz uvjet da je prethodno ostvaren neki minimalni broj godina štednje, primjerice najmanje 10.
5. Mogućnost isplate cjelokupnog iznosa dotadašnjih uplata uvećanih za prinos, uz plaćanje izlazne naknade i gubitak državnih poticajnih sredstava i prinosa na njih, koji se vraćaju u državni proračun u slučaju isplate između 60. (najranije) i 65. godine života, također uz primjenu uvjeta minimalnog broja godina prethodne štednje.

Mjera (1) otklonila bi strah zbog nedostupnosti sredstava u slučaju pojave vrlo rizičnih životnih situacija. Za mjere (2) i (3) možemo s visokim stupnjem sigurnosti pretpostaviti da rješavaju možda i ključni problem odvratanja mlađih ljudi od ugovaranja dobrovoljne mirovinske štednje rano u životu. Osim toga, državna poticajna sredstva na štednju, koja će eventualno biti povučena za kupnju prve nekretnine, de facto zamjenjuju jedan dobar instrument koji je ranije postojao u Hrvatskoj – poticanu stambenu štednju – ali je taj model nesmotreno de facto ukinut, odnosno učinjen toliko neprivačnim da je postao nevažan. Stoga, u slučaju korištenja mjera (2) i (3) vezano uz kupnju nekretnine, možemo govoriti o rijetkom slučaju kada jedna mjera (državna poticajna sredstva u trećem stupu) postiže dva cilja – postaje dio socijalne stambene politike, a u isto vrijeme ne gubi se utjecaj na poticanje štednje za mirovinu. Ljudi koji iskoriste poticanu dobrovoljnu mirovinsku štednju kao zalog vjerojatno će prije ili kasnije nastaviti štedjeti za mirovinu. Isto vrijedi i za osobe koje isplate mirovinsku štednju prije 40. godine radi kupnje prve nekretnine. Ako su bili zadovoljni s prinosima i očekuju slično iskustvo u budućnosti ljudi će pamtili

⁵⁰ 65 godina za muškarce i 65 godina za žene od 2030., s tim da se starosna dob za žene do tada nalazi u fazi prilagodbe, te za 2025. iznosi 63g. i 9mj., za 2026. 64g., za 2027. 64g. i 3mj., itd.

koristi od dobrovoljne mirovinske štednje i vratiti joj se nakon mlađih i ranih srednjih godina kada su ju koristili za drugi prioritet u životu, a sada će ju neprekidno akumulirati do mirovine. Rano upoznavanje s dugoročnim prednostima dobrovoljne mirovinske štednje predstavlja ključ ponavljanja razboritog financijskog ponašanja u budućnosti. Prožimanje štednje za mirovinu s vlasništvom nad nekretninom dvostruka je korist za životni standard u trećoj dobi i dvostruka brana protiv siromaštva u starosti.

Mjere (4) i (5) su po svom karakteru drugačije. Slobodnije raspolaganje ušteđenim sredstvima neposredno prije i u trenutku umirovljenja služi odvratanju od psiholoških blokada koje su povezane s ograničenim pristupom isplatama u kasnijim godinama života. Šezdeseta ili šezdesetpet godina života tridesetogodišnjacima je apstraktna i daleka; nikome ništa ne znači to što stariji govore da trideset godina začas prođe. Odricanje od današnje potrošnje u ime vrlo dugoročne štednje koju neću moći koristiti ni za što drugo osim za dugoročnu isplatu u trećoj dobi, a možda će mi ušteđeni iznos trebati za liječenje ili jednostavno za bolji život u ranim poznim godinama kada ću još biti u snazi, uistinu ne zvuči kao atraktivna opcija. Međutim, atraktivnost te opcije mogla bi se povećati ako ljudi mogu računati s time da će slobodno raspolagati ušteđenim sredstvima nakon navršениh 60 ili 65 godina života.

S druge strane, s motrišta javnog interesa postizanja adekvatnih mirovina i sprječavanja siromaštva u trećoj dobi upitno je poticati štednju koja će se isplatiti sa 60 ili 65 godina i neće služiti za povećanje primanja kroz dulje razdoblje u starosti. Stoga treba uravnotežiti ta dva naoko suprotstavljena cilja – interes članova trećeg stupa za što većom slobodom odlučivanja o dobrovoljnoj mirovinskoj štednji i javni interes povećanja adekvatnosti mirovina i sprječavanja siromaštva u trećoj dobi.

Prvo treba uočiti zašto smo spomenuli koncept *naoko* suprotstavljenih ciljeva. Veća sloboda raspolaganja štednjom ujedno je veći poticaj za dugoročnu štednju. U slučaju očekivano slobodnijeg raspolaganja štednjom, kolač štednje koji će ljudi u godinama oko trenutka odlaska u mirovinu rasporediti između tekuće potrošnje i uloga u dugoročne isplate mirovina iz trećeg stupa bit će veći. Zbog toga bi i dio koji će se koristiti za dugoročne isplate mirovina mogao biti realno veći. Na tom tragu, u Tablici 6 primijetite da učinak većih uplata doprinosa nadvladava učinak umjerenih prinosa u dugom roku. Iz toga zaključujemo da bi povećanje dobrovoljnih uplata doprinosa trebao biti ključni cilj reforme trećeg stupa mirovinskog osiguranja.

Drugo, rana isplata dobrovoljne mirovinske štednje može se destimulirati kroz pomicanje dobi u kojoj isplata može započeti. To je u skladu s dugoročnim trendom produljenja očekivanog trajanja života. Zbog toga aktualni prag za početak isplate (55 godina) treba podići bliže 65; 60 se čini kao razuman odabir, no može se pomaknuti i kasnije premda treba paziti da negativan utjecaj na odvratanje od dobrovoljne mirovinske štednje ranije u životu zbog toga ne bude prejak.

Treće, rana isplata može se destimulirati mjerama porezne politike povrh izlaznih naknada i povrata DPS koji bi se, kao što je istaknuto u mjeri (5), primijenili samo na slučajeve isplata prije odlaska u mirovinu prema Zakonu o mirovinskom osiguranju. Trenutačno velika prednost isplate dobrovoljne mirovinske štednje leži u tome što nije oporeziva. To je logično s obzirom na javni interes povećanja adekvatnosti ukupnih mirovina iz svih mirovinskih stupova i s obzirom na činjenicu da se dobrovoljna štednja uplaćuje iz dohotka koji je već oporezovan. Međutim, ako se sredstva dobrovoljne mirovinske štednje ne koriste za namjenu dugotrajne isplate u trećoj dobi nakon umirovljenja nego se u cijelosti isplate, onda se može istaknuti prigovor da trajni javni interes povećanja adekvatnosti ukupnih mirovina neće biti ostvaren. Niža ukupna mirovina bez mirovine iz trećeg stupa povećava rizik da će takav umirovljenik postati teret za društvo u smislu isplata raznih vrsta socijalnih naknada i transfera. U tom slučaju jednokratna isplata može biti oporeziva, osim u ranije spomenutim socijalnim slučajevima kao što je teška bolest.

Sam porezni oblik možemo ostaviti otvoren za daljnje rasprave. Najpravednije se čini oporezovati ukupan prinos po stopi koja se sada primjenjuje na isplatu dobiti i dividendi za fizičke osobe (12%). Administriranje takvog poreza bilo bi vrlo jednostavno, a porez se uplaćuje u državni proračun. Ako se dodatno žele obeshrabriti rane isplate cjelokupne štednje ili njezinih značajnih iznosa može se uvesti poseban porezni oblik – progresivna stopa oporezivanja kumulativnog prinosa na ulaganja vlastitih sredstava. U kombinaciji s povratom DPS-a i prinosa na nj i s naknadom, takav bi skup mjera obeshrabrio velike jednokratne isplate. Pri tome je važno destimulirati jednokratne isplate nakon kraćih perioda štednje u trećem stupu. Netko može prepoznati motiv započinjanja dobrovoljne mirovinske štednje 2-3 godine prije namjeravane isplate. 2-3 godine DPS-a imat će puno snažniji poticaj na oportunističko ponašanje od poreza na dohodak od kapitala stvorenog prinosom u kratkom razdoblju. Naknada i/ili progresivna stopa poreza koja raste s kratkoćom raz-

doblja uplata treba proizaći iz financijskog modela koji će uravnotežiti poticaje tako da negativni poticaj odvratanja od kratkih razdoblja uplate neposredno pred mirovinu odnosi prevagu nad pozitivnim poticajem državnih poticajnih sredstava u kratkim razdobljima štednje.

SPEKTAR PONUĐENIH ŠTEDNIH PROIZVODA, NAKNADE I RAZVOJ TRŽIŠTA

Ako će opisane mjere značajno uvećati donos vrijednosti dobrovoljne mirovinske štednje do mirovine, možemo li pretpostaviti da će se zbog toga snažno razvijati tržište dobrovoljnih mirovinskih ulagačkih proizvoda kao i isplatah proizvoda, s većim brojem tržišnih sudionika koji će nuditi različite odnose očekivanog prinosa, rizika i anuiteta? Nije teško zamisliti povećanu i raznolikiju potražnju za različitim financijskim proizvodima od strane novih umirovljenika i isto tako povećanu i raznolikiju ponudu ako su očekivani volumeni posla veći u dugom roku. Implicitna je pretpostavka da se trenutačna razmjerno siromašna potražnja i ponuda u trećem stupu može objasniti i pretjerano restriktivnom regulacijom. Iz toga slijedi već spomenuta preporuka ukidanja aktualnih limita isplate promjenjivih anuiteta dobrovoljne mirovinske štednje putem društava za upravljanje mirovinskim fondovima.

Ne radi se samo o tome da treba osnažiti odnos ponude i potražnje samo u fazi isplate. Faza akumulacije je u ovom trenutku važnija. O interakciji regulacije, relativno malih volumena posla i relativno siromašne ponude financijskih proizvoda za dobrovoljnu mirovinsku štednju svjedoče podaci u Tablici 7 koji pokazuju da su dobrovoljni mirovinski fondovi u prosjeku vrlo konzervativno upravljani. Među starijim ODMF-ovima postoji samo jedan koji može ulagati (samo) do 50% u rizičnije instrumente. Taj je ODMF ostvario uvjerljivo najbolji 10-godišnji prosječni godišnji prinos, ne samo među ODMF-ovima, nego i u usporedbi s obveznim mirovinskim fondovima kategorije B.

Teško je reći je li relativno mala ponuda s uglavnom konzervativnim štednim opcijama određena velikom averzijom prema riziku na strani potražnje. Trenutačno na tržištu posluje samo jedan noviji dobrovoljni mirovinski fond s aktivnijom strategijom koji je osnovan potkraj 2017. Ako je suditi prema nazivu fonda, taj fond oponaša portfelj kategorije A iz drugog stupa (Croatia osiguranje 1000 A). U tom je fondu svega 1,5% svih članova ODMF. Unatoč tome,

može se postaviti pitanje da li potražnje za aktivnije upravljanim portfeljima nema jer nema ponude ili uzročnost teče obrnutim smjerom? To je problem kokoši i jajeta. Problem treba sagledati u kontekstu dugoga roka i očekivanog povećanja financijske pismenosti do čega će doći s novim generacijama, ali to ne znači da sve treba prepustiti spontanom razvoju. Što učiniti?

Spomenuti problem kokoši i jajeta (ponude i potražnje) veoma je složen i zapleten u vrzino kolo otvorenih pitanja i nedostatka poticaja za rast i razvoj tržišta dobrovoljne štednje za mirovinu. U tom kontekstu otvara se i pitanje administrativnih troškova: postavlja li visina administrativnih troškova neke prepreke razvoju tržišta i što se može učiniti kako bi se problem kokoši i jajeta u smislu odnosa troškova i volumena posla raspleo na način koji će biti povoljan za buduće umirovljenike? U tom smislu treba spomenuti relativno visoke naknade za upravljanje imovinom koje se u ODMF kreću oko 1,8%. To je niže od zakonskog maksimuma (3%) i jeftinije od zbira naknada MOD-a u slučaju odabire isplate doživotnog anuiteta, ali je relativno visoko za konzervativno upravljane portfelje.

Treba uzeti u obzir da je u trećem stupu zabranjena ulazna naknada, što je još jedan problem koji treba razumjeti u kontekstu ograničenog rasta tržišta: znači da se naknada za upravljanje ne koristi samo kao naknada za upravljanje sredstvima nego i za druge vrste troškova kao što su troškovi promotivnih kampanja i akvizicija klijenata, regulatora i sl. Zabrana ulazne naknade iz koje se u fondovskoj industriji financiraju prodajni naponi destimulira prodajnu funkciju mirovinskih društava, a to može značiti da bi uz pokrivene troškove prodajnih napora oni bili veći, a članstvo masovnije. Stoga o strukturi i visini naknada u trećem mirovinskom stupu treba razmišljati u širem kontekstu razvoja tržišta.

U užem smislu, reforma naknada može poći od sljedeće tri mjere:

1. dopuštanje ulazne naknade za uplate novih članova radi poticanja prodajnih napora mirovinskih društava u cilju povećanja broja članova trećeg stupa,
2. niži gornji limit naknade za upravljanje imovinom radi kompenzacije negativnog učinka ulazne naknade uz postupno spuštanje gornjeg limita, ali ne prema vremenskoj stazi nego prema stazi koja zavisi o imovini pod upravljanjem (veća vrijednost imovine – niža stopa naknade),
3. podjela ukupne naknade za upravljanje na niži osnovni dio koji se uvijek naplaćuje i promjenjivi nagradni dio (eng. success fee) radi poticanja

ponude aktivno upravljanih fondova u kojima je vjerojatnost naplate nagradnog dijela veća.

Kalibracija strukture i visine limita naknada treba proizaći iz realne projekcije rasta interesa za dobrovoljnu mirovinsku štednju nakon regulatornih unaprjeđenja. Važno je naglasiti da reforma naknada treba ići u paketu jer naknade zavise jedna o drugoj. Pri tome nova struktura i visina limita naknada same za sebe vjerojatno ne mogu napraviti veliku promjenu u smislu rasta potražnje za dugoročnom mirovinskom štednjom ako neće biti praćene drugim mjerama razvoja tržišta koje smo ranije nazvali širim kontekstom unaprjeđenja trećeg mirovinskog stupa. U nastavku raspravljamo o tim širim temama i drugim mjerama.

Pored ranije spomenutih mjera za povećanje likvidnosti dobrovoljne mirovinske štednje, u širi kontekst mogućih mjera pripadaju reforma načina dodjele državnih poticajnih sredstava (DPS) i uvođenje posebnog programa poticanja dobrovoljnog učlanjenja u treći stup na temelju automatskog učlanjenja uz opciju slobodnog izlaza (eng. *autoenrolment*). Budući da većinu članova trećeg stupa sada vjerojatno čine članovi sa stabilnim radnim mjestima i boljim plaćama koje omogućuju dodatnu dugoročnu štednju, spomenuti novi poticaji trebali bi biti oblikovani tako da snažnije nagrade osobe s prosječnim i nižim plaćama koje dobrovoljno odluče štedjeti za mirovinu. Sada se osobe s ispodprosječnim dohocima po svemu sudeći samo sporadično pojavljuju među članovima dobrovoljnih mirovinskih fondova.⁵¹

U nastavku ćemo raspraviti moguću reformu sustava DPS-a i mogućí program automatskog učlanjenja uz opciju slobodnog izlaza, no prije toga treba rezimirati moguće koristi od programa jačanja trećeg stupa u smislu njegovog boljeg prožimanja s prvim i drugim stupom mirovinskog osiguranja. Naime, treći stup je za sada konceptualno odvojen od prva dva u smislu nepostojanja poveznica koje omogućuju uzajamno podupiranje i osnaživanje mirovinskih stupova. Glavni razlog leži u relativno malobrojnom članstvu u dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Svi su u prvom i drugom stupu, a 467 tisuća članova trećeg stupa na kraju 2024. godine predstavlja svega 20% od ukupnog broja otvorenih računa u drugom mirovinskom stupu odnosno oko 27% od ukupnoga broja ljudi koji plaćaju doprinos za prvi stup. Samo omasovljenje trećeg

51 Broj od oko 467 tisuća članova na kraju 2024. godine upućuje na takav zaključak. I struktura ZDMF upućuje na isti zaključak budući da se među sponzorima takvih mirovinskih fondova uglavnom pojavljuju veliki i stabilni poslodavci i sindikati javnog sektora.

stupa može otvoriti nove kanale za podupiranje cjeline mirovinskog sustava kroz jačanje trećeg stupa. Postoje tri takva kanala.

Prvo, omasovljenje trećeg stupa uz postizanje značajnijih iznosa štednje može dugoročno smanjiti političke pritiske i povećati prostor za fiskalne uštede u prvom stupu. To će se postići ako mirovine koje će se isplaćivati iz trećeg stupa uspiju dugoročno utjecati na ukupnu adekvatnost mirovina. U tom slučaju smanjit će se očekivanja odnosno politički pritisci prema mirovinama iz prvog stupa.

Drugo, proširenje mogućnosti isplata iz trećeg stupa po odlasku u mirovinu otklonit će potrebu za isplatama iz drugog stupa (sada 20%), za koje smo u prethodnom poglavlju preporučili da bi trebale biti ukinute i prepuštene oblikovanju doživotnih anuitetskih proizvoda koji mogu sadržavati opciju ubrzanje isplate u početku razdoblja korištenja mirovine.

Treće, omasovljenje trećeg stupa dokinut će rasprave o mogućem povećanju doprinosa za drugi mirovinski stup. Podsjetimo: ovu temu smo dotaknuli u prvom izdanju knjige naznačivši mogućnost vrlo sporog i fiskalno podnošljivog povećanja doprinosa za drugi stup na teret doprinosa za prvi stup (supstitutivni model doprinosa kao na početku mirovinske reforme). Međutim, nakon 23 godine - koliko je prošlo od početka mirovinske reforme - treba se pomiriti s time da supstitutivni model više nije provediv u svjetlu očekivanih političkih i fiskalnih pritisaka u kratkom i srednjem roku. Objašnjenje fiskalnih pritisaka izlazi izvan okvira ovog teksta, pa ćemo se ograničiti na kratko nabranje: pored učinaka starenja stanovništva na održivost prvog stupa mirovinskog osiguranja, strukturne političke i fiskalne pritiske stvarat će i učinci starenja stanovništva na rashode zdravstvenog sustava, očekivani povećani izdaci za obranu u okviru NATO saveza i/ili u okviru nove europske mreže sigurnosti, dostignuta gornja granica fiskalnog opterećenja za dani stupanj razvoja, te povećani zahtjevi za vlastito financiranje javnih investicija nakon što relativna važnost bespovratnih sredstava EU počne padati od 2027., a posebno nakon 2030. godine.

Pitanje za drugi dio ovog poglavlja glasi: kako postići omasovljenje trećeg stupa uz postizanje značajnih uplata koje će osigurati utjecaj na povećanje adekvatnosti ukupnih mirovina? Kako dočekati godine kada će udjel mirovine iz trećeg stupa u zbroju mirovina iz prvog, drugog i trećeg stupa biti značajan, primjerice, veći od 5% u prosjeku, zašto ne i 10% u vrlo dugom roku? Način kako je ovo pitanje postavljeno sugerira promatranje tri mirovinska stupa na

integriran način uz maksimizaciju njihovog međusobnog prožimanja. Moguća rješenja leže u reformi načina dodjele državnih poticajnih sredstava i programu automatskog učlanjenja u treći stup uz opciju slobodnog izlaska.

UVOD U OMASOVLJENJE TREĆEG STUPA: DRŽAVNA POTICAJNA SREDSTVA

Jedna od ključnih preporuka za treći stup iz prvog izdanja knjige (2022.) odnosila se na povećanje državnih poticajnih sredstava radi kompenzacije negativnog učinka inflacije, uz promjenu načina njihove dodjele primjenom nelinearne kaskade koja će relativno jače nagraditi štednju osoba s nižim primanjima koje i u relativnim i u apsolutnim iznosima manje štede. Krenemo li od postojećeg DPS-a⁵² koji godišnje uplate u dobrovoljne mirovinske fondove do 663,61 eura nagrađuje s 15%, možemo zamisliti progresivnu kaskadu koja će favorizirati relativni učinak DPS-a na manje uplate. Na primjer, ako se godišnje uplate do 180 eura (15 eura na mjesec) nagrade s 30% DPS-a (do 54 eura godišnjeg DPS-a), a uplate od 180 do 360 eura na godinu s 15% DPS-a (do 27 eura samo za taj dio), maksimalni ukupan godišnji DPS smanjit će se sa sadašnjih 99,54 eura na 81 euro. Zbog toga će doći do malog smanjenja atraktivnosti dobrovoljne mirovinske štednje za članove koji štede znatno više od 360 eura na godinu odnosno 30 eura na mjesec. Međutim, to relativno smanjenje dovoljno je malo da ne naruši temeljni motiv za dobrovoljnu mirovinsku štednju. Ako netko štedi 663,61 euro, godišnja stopa DPS-a u ovom primjeru smanjila bi se s trenutačnih 15,0% na 12,2%. S druge strane, ako netko štedi 360 eura na godinu, godišnja stopa DPS-a povećala bi se s trenutačnih 15,0% na 22,5%. To je značajno povećanje za koje možemo pretpostaviti da bi, uz odgovarajuće informiranje i edukaciju, imalo pozitivan utjecaj na članstvo u trećem mirovinskom stupu. Treba očekivati da bi utjecaj na imovinu pod upravljanjem u trećem stupu kroz povećanje broja članova nadvladao eventualni utjecaj smanjenja prosječno uštedjenih sredstava zbog relativno slabijeg poticaja na štednju većih iznosa.

U pogledu informiranja i edukacije dovoljno je spomenuti da uplata 81 euro DPS-a uz prosječni realni godišnji prinos od 2% kroz 40 godina kontinuiranih

52 Prisetite se točke (1) iz uvoda u ovo poglavlje.

uplata i uz indeksaciju DPS-a uz inflaciju,⁵³ na kraju radnog vijeka sama stvara štednju za mirovinu u iznosu od 6 260 eura. Prema kalkulatoru RMOD-a,⁵⁴ samo na temelju DPS-a mogla bi se ostvariti doživotna mjesečna mirovina od današnjih 24 eura za osobu u dobi od 65 godina.⁵⁵ U odnosu na prosječnu starosnu mirovinu iz prvog stupa isplaćenu u prosincu 2024. za osobe koje su ostvarile pravo prema Zakonu o mirovinskom osiguranju,⁵⁶ 24 eura predstavlja povećanje za nemalih 4,2%. Ukupno povećanje s uključenim učinkom privatnih uplata u visini 360 eura na godinu i prinosa na to iznosilo bi velikih 19%, što je na tragu ranijeg nalaza da aktivna vrlo dugoročna dobrovoljna štednja u iznosima koji ne izlaze izvan skupa mogućih rješenja za velik broj ljudi s prosječnim i ispodprosječnim primanjima može stvoriti značajnu dodatnu mirovinu u današnjem realnom iskazu od oko stotinu eura.

Poticajna nelinearna kaskada DPS-a može se postaviti još agresivnije ako se procijeni da model poput ranije prikazanog nije dovoljno poticajan da privuče ciljanu skupinu s prosječnim i ispodprosječnim dohocima. Na primjer, možemo zamisliti najjednostavniji mogući poticaj od 50% na godišnje uplate do 150 eura bez dodatnog poticaja na uplate iznad 150 eura na godinu. Sada je maksimalni ukupan poticaj još niži (75 eura) i očekivani učinak DPS-a na mirovinu je malo niži, no poticaj je još više usmjeren na osobe s nižim primanjima jer će maksimalni poticaj od 75 eura primiti i osoba koja štedi samo 150 eura na godinu odnosno 12,5 eura na mjesec. To je iznos koji smo na početku poglavlja ilustrirali kroz stvarnu kupovnu moć kava, cigareta i alkohola. U isto vrijeme, takav poticaj neće biti značajno manji za osobe koje više štede: osoba koja trenutačno štedi 663,61 euro na godinu i prima maksimalni poticaj od 99,54 eura na godinu primit će DPS po još uvijek visokoj stopi od 11,3% koja se

53 Ako se ocijeni da automatska indeksacija DPS-a uz indeks potrošačkih cijena nije dobro rješenje preporučljivo je unijeti zakonsku odredbu o obvezi usklađenja najmanje svake tri godine odlukom ministra financija koji će pri odluci uzimati u obzir rast cijena i plaća i praktičnost obračuna (zaokruživanje na euro).

54 Na dan 24.1.2025.

55 Sjetite se ranijih korištenja kalkulatora. U ovom slučaju primjenjuje se i zajamčeno razdoblje od 5 godina.

56 574,71 eura je prosjek za sve osiguranike koji su mirovinu ostvarili prema Zakonu o mirovinskom osiguranju, što uključuje prijevremene, obiteljske i invalidske mirovine. Prosjek za sveukupne starosne mirovine iznosio je 614,11 eura, a za starosne bez prijevremenih 628,31 eura. Prosječni radni staž s uključenim beneficijama za osobe iz čijih je mirovina izračunat prosjek iznosio je 31 godinu, 2 mjeseca i 22 dana.

od aktualnih 15% ne razlikuje toliko da bi mogla poremetiti poticaj za dobrovoljnu mirovinsku štednju osoba s većim mogućnostima štednje.

Glavni razlog zbog kojega naginjanje nelinearne kaskade DPS-a u korist ljudi koji mogu štedjeti manje iznose treba biti praćeno snižavanjem maksimalnog ukupnog iznosa godišnjeg DPS-a je kontrola fiskalnih izdataka. Spominjali smo da su izdaci za poticaje u trećem stupu u ovom trenutku vrlo mali i iznose oko 15 milijuna eura ili 0,018% BDP-a. S obzirom na potencijalne dugoročne društvene koristi i s obzirom na sve programe na koje država troši novac poreznih obveznika s teže vidljivim, pa i upitnim dugoročnim društvenim koristima, i veći fiskalni izdatak reda veličine 75 ili 100 milijuna eura na godinu (oko 0,09 ili 0,12% BDP-a) mogli bismo označiti malim. A kada bi Hrvatska došla do milijun članova dobrovoljnih mirovinskih fondova i kada bi prosječni DPS po članu iznosio 75 eura, tek bismo se približili i dalje malim godišnjim fiskalnim izdacima za poticaje od 0,1% BDP-a.

Usto, u sustavu DPS-a postoji prostor za fiskalne uštede jer sada nema gornjeg dobnog limita za isplatu DPS-a. Mnogi bolje stojeći umirovljenici nastavljaju sa štednjom u trećem stupu i primaju individualne poticaje. Razumno je pretpostaviti da takve osobe imaju natprosječne mirovine i druge izvore dohotka te nekretninu u vlasništvu, zbog čega im isplata mirovine u trećem stupu nije potrebna. Moguće je da dio takvih članova trećeg stupa čuva i uvećava sredstva štednje radi namjere ostavljanja računa u nasljedstvo. Ne postoji javni interes za trošenje oskudnih fiskalnih sredstava DPS-a na tu vrstu štednje u mirovini te se može predložiti uvođenje gornje dobne granice za isplatu DPS-a. Ona ne mora biti nužno na 65 godina. Imajući u vidu produljenje očekivanog trajanja života i poticaje za dulji ostanak u svijetu rada, te sve više raširen rad umirovljenika, gornji limit starosti za isplatu DPS-a može biti na ili malo iznad 67 godina, ali mora postojati iz razloga fiskalne razboritosti.

Zaključno, predložena reforma DPS-a fiskalno je lako provediva i opravdana s gledišta javnog interesa povećanja adekvatnosti budućih mirovina osoba s nižim dohocima. Međutim, pragove kaskada DPS-a koji su ovdje prikazani ilustrativnim primjerima treba shvatiti uvjetno. Optimalne pragove treba utvrditi istraživanjima i radom s fokus grupama.

Prije rasprave o *autoenrolmentu* moramo dotaknuti i temu poticaja za uplate doprinosa poslodavaca u korist radnika.⁵⁷ Uplate poslodavaca ne samo da

57 Prisetite se točke (2) iz uvoda poglavlja.

su izuzete iz osnovice za obračun poreza i doprinosa na i iz bruto plaće, nego predstavljaju porezno priznati rashod pri obračunu osnovice poreza na dobit poslodavca koji uplaćuje doprinos za radnika. Stoga ćemo poticaje za poslodavce dalje razmatrati u dijelu prijedloga o automatskom ućlanjenju u treći stup uz opciju slobodnog izlaza, ali i reformu poticaja za poslodavce može se razmatrati izvan konteksta *autoenrolmenta*. Prema tome, do sada predloženi paket mjera za jaćanje trećeg mirovinskog stupa treba implementirati prije eventualnog uvođenja *autoenrolmenta* koji predstavljamo u nastavku. Mjere se mogu uvesti već od 2026. godine jer ne zahtijevaju velike pripreme.

AUTOMATSKO ČLANSTVO UZ OPCIJU SLOBODNOG IZLAZA

U ovom trenutku ne možemo pouzdano procijeniti kakav bi mogao biti učinak na ćlanstvo u trećem stupu ako ranije predložene promjene budu prihvaćene. Zasigurno će biti pozitivan, no koliko pozitivan, to ni približno ne možemo znati. Tek nakon godinu do dvije dana s novim mjerama tj. najranije 2028. moći će se procijeniti mijenja li se dugoroćni trend ćlanstva u trećem stupu. Aktualni trend broja ćlanova ćvrsto je usmjeren prema (svega) 600 tisuća ćlanova u trećem mirovinskom stupu na kraju 2030. godine. Stoga bi milijun ćlanova 2030. bilo ravno ćudu, 800-900 tisuća bio bi veliki uspjeh, a sve između 650 i 750 tisuća bio bi uspjeh. Međutim, ni milijun ćlanova u trećem stupu nije dovoljno da bismo mogli reći da je treći stup ispunio svoju misiju. Potreban je jaći poticaj – program automatskog ćlanstva uz opciju slobodnog izlaza. Za takav program nema dovoljno vremena da bi bio kvalitetno pripremljen do 2026. godine. Kvalitetna priprema zahtijeva dvije do tri godine. Stoga ćemo u nastavku okvirno opisati *autoenrolment*, vodeći raćuna o tome da bi program u nekom obliku trebalo uvesti i ako trend-prognoza razvoja ćlanstva u trećem stupu, koja će biti napravljena 2027.-2028. za 2030., pokaže uspjeh. Naime, i u tom će slućaju velik broj ljudi ostati izvan trećeg stupa, tako da pitanje njegova omasovljenja neće biti u potpunosti riješeno.

Programi *autoenrolmenta* rašireni su u anglosaksonskim zemljama u kojima prvi stup osigurava relativno vrlo male mirovine, a raširena dugogodišnja praksa dobrovoljne štednje za mirovinu, koja je uglavnom vezana uz strukovne i slićne mirovinske programe koje sponzoriraju poslodavci (eng. *occupational pensions*), ostavlja velik dio zaposlenih izvan sustava mirovinskog osigura-

nja povrh minimuma koji je osiguran nultim ili prvim mirovinskim stupom.⁵⁸ Svrha *autoenrolmenta* je navesti veći broj, idealno sve zaposlene, na ućlanjenje u mirovinske sheme. Poslodavci imaju posebno mjesto u realizaciji takvih programa.

Prvo, poslodavci dodaju svoje uplate doprinosa za radnika povrh uplata radnika. Ova praksa naziva se *matching*:⁵⁹ na primjer, ako radnik odlući uplaćivati 1% plaće u mirovinski program, poslodavac *matchira* radnikovu uplatu svojim doprinosom za radnika. Odnos prema doprinosu radnika može biti 1:1 ili manji od toga omjera, do neke unaprijed određene visine radnikova doprinosa nakon koje eventualno veće radnikove uplate ne aktiviraju poslodavčevu obvezu *matchinga*.

Drugo, poslodavac je ključan u informiranju radnika i usmjeravanju uplata u mirovinsku shemu koju poslodavac odabire umjesto radnika iz ponuđenih shema na tržištu. Radnik nema obvezu prihvatiti *defaultnu* opciju ućlanjenja. U kratkom vremenskom razdoblju nakon automatskog upisa može izaći iz sheme (nikom ništa).

Na izlazak iz ponuđene *defaultne* opcije ućlanjenja može ga, osim osjećaja da je možda već riješio pitanje mirovine na neki drugi način – na primjer osobnim bogatstvom, nasljedstvom - potaknuti nedovoljna informiranost ili nedostatak povjerenja u odabranu shemu, i/ili kratkoročna životna orijentacija, i/ili činjenica da jednostavno ne želi štedjeti za mirovinu jer ima osjećaj da mu je plaća preniska za dodatnu štednju.

Za razliku od supstitutivnog modela mirovinske reforme koji je primijenjen u Hrvatskoj 2002. godine (kada je jedinstveni doprinos od 20% podijeljen na 15% za prvi i 5% za drugi stup te se neto plaće zaposlenih nisu mijenjale), u modelu *autoenrolmenta* radnik prihvaća ili odbija dodatnu uplatu u dobrovoljni mirovinski fond na teret neto plaće koja se smanjuje kao u primjeru iz Tablice 6. Zbog toga se u programima *autoenrolmenta* koriste različiti dodatni poticaji za prihvaćanje *defaultne* opcije. Osim dodatnog doprinosa na teret poslodavca, izravni poticaji za zaposlene mogu uključiti i državna poticajna sredstva. U novije doba koriste se i najbolje prakse koje proizlaze iz nalaza bihevioralnih financija. Na primjer, radnik može odabrati da neko vrijeme nakon prihva-

58 Nulti stup je linearni socijalni transfer starijim osobama koje ne rade.

59 Hrvatski prijevod mogao bi glasiti pridruživanje, no usuglašavanje oko prijevoda pojmova *autoenrolment* i *matching* ostavljam stručnjacima za jezik i u knjizi koristim jasne pojmove na engleskom jeziku.

ćanja *defaultne* opcije ne uplaćuje doprinose, ali ugovara neki automatizam (svojevrsni trajni nalog) koji aktivira uplate u budućnosti ovisno o visini plaće ili nakon nekog vremena (princip odgođene boli). U Ujedinjenom Kraljevstvu doprinos je postupno povećavan. U početku je bilo dovoljno krenuti s uplatom u visini 1% bruto plaće no postotak je u kasnijim fazama reforme povećavan prema unaprijed poznatoj stazi. S druge strane, poticaji za poslodavce najčešće uključuju kompenzacijska porezna rasterećenja poput poticaja koji već postoji u Hrvatskoj.

U raspravama o *autoenrolmentu* često se spominje da bi interes poslodavaca za sudjelovanje u opisanoj shemi trebao biti velik kada je tržište rada usko. Aktivnim sudjelovanjem u *autoenrolmentu* poslodavac će kompenzirati trošak *matchinga* doprinosa (umanjen za eventualni porezni poticaj) kroz zadržavanje radnika, povećanje radne motivacije i smanjenje troškova selekcije i zapošljavanja novih radnika. Međutim, učinak ovog motiva je upitan. Osim o stanju tržišta rada u trenutku početka *autoenrolmenta*, motiv poslodavca zavisi o sofisticiranosti organizacije i strategije, te o odnosu poreznog poticaja i troška *matchinga* o čemu će biti više riječi na kraju poglavlja.

Nedavni pokušaj u Poljskoj pokazuje da nedovoljno izbalansiran poticaj za poslodavce može dovesti do njihove pasivnosti i neuspjeha programa. Kao što je opisano u prvom dijelu knjige, Poljska je u prošlom desetljeću napustila mirovinsku reformu s drugim stupom. Kreatori politike su s vremenom shvatili da ipak nemaju dugoročno rješenje za mirovine u uvjetima starenja stanovništva. Zbog toga su 2018. odlučili ponuditi *autoenrolment* umjesto drugog mirovinskog stupa. Takozvana PPK shema (PPK je kratica za radnički kapitalni plan), koja je započela 2019. u velikim poduzećima s više od 250 zaposlenih i potom se postupno širila na manja poduzeća, počiva na obvezi poslodavaca da svake četiri godine upišu svoje radnike u dobi do 55 godina koji još nisu upisani u PPK mirovinske fondove i poprate upis informativnom kampanjom.⁶⁰ U prvom valu 2019.-2022. bio je predviđen upis svih radnika do 60 godina. Poslodavac bira fond u koji će upisati radnika, pri čemu bira između PPK mirovinskih fondova koji se nude na tržištu. PPK fondovima u Poljskoj mogu upravljati mirovinska, investicijska i osiguravajuća društva uz ograničenu osnovnu naknadu za upravljanje po stopi od 0,5% i nagradnu stopu naknade do 0,1%. Radnik može potpisati izjavu da ne prihvaća upis i izaći iz PPK sheme, ali ako

60 Radnici u dobi 55-70 godina mogu dragovoljno pristupiti.

prihvati *defaultnu* ponudu uplaćivat će minimalno 2% i maksimalno 4% bruto plaće na teret neto plaće. Za radnike s plaćama ispod 120% minimalne plaće primjenjuje se niža minimalna stopa od 0,5%. Ako radnik prihvati, poslodavac je obavezan na *matching* po minimalnoj stopi od 1,5%, pri čemu i radnik i poslodavac mogu odlučiti o većoj stopi doprinosa, do 4% svaki. Za radnike koji su odlučili prihvatiti ponuđenu opciju država uplaćuje poticajna sredstva od oko 54 eura na godinu, što uključuje i prvu nagradu dobrodošlice.

Isplate su u Poljskoj postavljene maksimalno slobodno kroz mogućnost isplate cjelokupne uštede u dobi od 60 godina, što PPK shemu čini sličnijom dugoročnom štednom produktu nego mirovinskoj shemi.⁶¹ Prije dostizanja dobi od 60 godina isplata je moguća po stopi od 25% u slučaju teže bolesti i po stopi od 100% u slučaju kupnje nekretnine prije dostizanja dobi od 45 godina.

U prvom valu je oko 60-70% upisanih odlučilo izaći iz sustava. Od 2023. traje drugi val upisa jer poslodavci imaju obvezu ponoviti automatski upis osoba koje su izašle u prethodnom krugu svake četiri godine.⁶²

Nasuprot iskustvu Poljske, *autoenrolment* u Ujedinjenom Kraljevstvu polučio je velik uspjeh. Oko 94% članova prihvatili su automatski upis. Osobe koje su istupile mogu ponovo zatražiti upis nakon godinu dana od istupa. Automatski upis obuhvaća sve zaposlene u dobi između 22 godine i dobi za punu starosnu mirovinu koji nisu obuhvaćeni nekom od postojećih mirovinskih shema i čija je bruto plaća veća od 11 000 funti na godinu. Osobe koje već uplaćuju u neku drugu mirovinsku shemu mogle su dobrovoljno participirati. Poslodavci mogu odabrati bilo koju od ponuđenih mirovinskih shema na tržištu. Vlada je procijenila da će taj odabir zbog mnoštva ponude na razvijenom financijskom tržištu biti težak. Stoga je za potrebe upravljanja sredstvima kao opciju za odabir ponudila fond kojim upravlja državni upravitelj (NEST). Do danas je većina štednje prikupljene kroz *autoenrolment* u NEST-u koji je postao najveći mirovinski fond u Ujedinjenom Kraljevstvu.

Ciljani ukupan doprinos (poslodavca i radnika) u UK je 8%. Prema tom cilju išlo se postupno, u tri koraka kroz šest godina. U početku programa (2012.) bilo je dovoljno krenuti s 1% (uz *matching* poslodavca 1:1). Od 2017. minimal-

61 Sczepanski, M. and K. Kolodziejczyk (2021): Auto-enrollment Pension in Poland: Impact on HRM Strategies and Pension Participation Rates. *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, 1-13.

62 2023 Autoenrollment, mojeppk.pl.

ne stope doprinosa povećane su na 2% za poslodavca i 3% za radnika, a od 2018. primjenjuju se konačne stope od 3% za poslodavca i 5% za radnika. Staza povećanja bila je poznata unaprijed. Uplate su obavezne i za poslodavca i za radnika koji nije zatražio izlaz sve dok je radnik zaposlen. Primjenjuju se donji i gornji limit na osnovicu za obračun doprinosa poslodavca. Limite donosi ministar financija za svaku fiskalnu godinu.⁶³ Porezni poticaj sastoji se u tome što poslodavac na uplaćeni dio mirovinskog doprinosa ne obračunava porez na dohodak i druge socijalne doprinose.⁶⁴

Prikazana iskustva Poljske i Ujedinjenog Kraljevstva⁶⁵ pokazuju da se programi automatskog upisa uz opciju slobodnog izlaska prilagođavaju specifičnim okolnostima pojedinih država. Okolnosti zavise o povijesnom razvitku mirovinskih sustava. Ne postoji isti kroy za sve u smislu najbolje prakse. Postoje samo opisani glavni principi. Otvoreno je i pitanje koliko se uspjeh ovih shema u razvijenim anglosaksonskim zemljama i relativan neuspjeh u Poljskoj i Turskoj može pripisati čimbenicima koji nisu vezani uz strukturu poticaja u samim shemama, nego uz fundamentalne faktore kao što su stupanj razvoja, financijska pismenost stanovništva i povjerenje u vladu i financijske institucije. Raniji neuspjeh i napuštanje koncepta drugog stupa u Poljskoj vjerojatno su utjecali na odvratanje velikoga broja ljudi od sudjelovanja u novoj PPK mirovinskoj shemi u prvom krugu 2019.-2022.

Zbog toga bi razradu hrvatske sheme automatskog članstva s opcijom slobodnog izlaska trebalo započeti definiranjem jasnog cilja imajući u vidu postojeću strukturu mirovinskog sustava s tri stupa i postojanje trećeg stupa u koji su već ugrađeni značajni poticaji.

Definicija cilja proizlazi iz dosadašnje analize i prijedloga za uvođenje nelinearnog kaskadnog poticaja koji bi u većoj mjeri trebao biti nagnut u korist osoba s prosječnim i nižim primanjima. Istaknuli smo da bi se nelinearni poticaj trebao uvesti odmah i dočekati autoenrolment za koju godinu kao već etablirana i široko poznata praksa nove primjene DPS-a. Nelinearni državni poticaj je nužan uvjet za autoenrolment u Hrvatskoj, jer postojeći sustav već

63 Review of the Automatic Enrolment Earnings Trigger and Qualifying Earnings Band for 2025/2026: Supporting Analysis. UK Department for Work and Pensions.

64 Fidelity International: How pension tax relief works.

65 Slične sheme uspješno su uspostavljene na Novom Zelandu, u Kanadi (Quebeck) i nekim državama SAD-a, a Irska započinje sa sličnom shemom u rujnu 2025. Slabiji uspjeh slične sheme polučen je u Turskoj.

privlači osobe s boljim i stabilnijim poslovima i natprosječnim plaćama. Ako se kroz vraćanje ulazne naknade dodatno ojača poticaj mirovinskih društava za akviziciju klijenata, s protekom dovoljno vremena veći dio populacije s boljim poslovima bit će uključen u treći stup. No, osobe s nižim i nestabilnijim dohocima i dalje će ostati izvan obuhvata. Stoga autoenrolment treba oblikovati prvenstveno za njih. Cilj, dakle, glasi: *omasoviti treći stup dobrovoljnog mirovinskog osiguranja s naglaskom na zaposlene s plaćama ispod nacionalnog prosjeka*. Mjera uspjeha ostvarenja ovog cilja može se definirati kao najmanje milijun članova trećeg mirovinskog stupa do 2030. godine.

Način uravnoteženja poticaja u programu *autoenrolmenta* može se u teoriji zamisliti radi ilustracije, ali ne i definitivno preporučiti. Do preporučljivih parametara programa treba doći kroz seriju istraživanja, analiza (upoznavanje s detaljima sličnih programa u svijetu) i konzultacija dionika – predstavnika vlade, regulatora, industrije, poslodavaca i stručnjaka koji se bave mirovinskim sustavima i bihevioralnim financijama. Kroz istraživanja treba shvatiti psihološke i financijske prepreke za veću dobrovoljnu mirovinsku štednju, osobito kod osoba s prosječnim i ispodprosječnim dohocima, te procijeniti poticaje koji bi bili potrebni za prihvaćanje *defaultne* opcije od strane većeg broja ljudi u ciljnoj skupini. Istraživanja su važna radi boljeg shvaćanja stvarnosti, ponašanja i očekivanja aktera jer ne postoje *copy-paste* rješenja.

Procjenjujem da su za kvalitetnu pripremu programa *autoenrolmenta* u Hrvatskoj potrebne dvije do tri godine i, kao što je već rečeno, da ranije predložena reforma državnih poticajnih sredstava ne smije biti u paketu s *autoenrolmentom* nego ju treba uvesti odmah.

Autoenrolment je puno kompleksniji program od same reforme DPS-a jer kreatori politike trebaju optimalno postaviti veći broj poticajnih parametara: (1.) doprinos radnika, što uključuje i metodu određivanja minimuma i maksimuma, eventualnu vremensku stazu povećanja doprinosa i, eventualno, dodatni državni poticaj (na primjer nagrada dobrodošlice za sve koji prihvate ponudenu *defaultnu* opciju), i (2.) matching poslodavca, što također uključuje način određivanja minimuma i maksimuma i, eventualno, dodatni državni poticaj (na primjer, proširenje postojećeg porezno priznatog rashoda).

U Hrvatskoj je neophodno razmotriti i mogućnost *autoenrolmenta* bez *matchinga* poslodavca budući da je dobrovoljna mirovinska štednja već 22 godine postavljena tako da je doprinos poslodavca opcija, a ne obveza. Sjetite se da smo ranije spomenuli kako ne postoji najbolja praksa *autoenrolmenta*

nego se svaki takav program nadograđuje na specifičnu nacionalnu strukturu mirovinskog sustava.

Imajući u vidu specifičnu ciljnu skupinu, minimalni doprinos ne mora biti određen kao stopa bruto plaće nego kao ciljani iznos za koji se procijeni da će biti prihvatljiv velikoj većini zaposlenih s nižim plaćama. Posebno važan cilj je nagovoriti mlađe radnike na prihvaćanje defaultne opcije. Zamislimo minimalni iznos mjesečnog doprinosa na razini 1% bruto minimalne plaće što trenutno iznosi oko 10 eura. Automatski upisani član može odlučiti uplaćivati i više, no 10 eura bila bi osnovica za izračun *matchinga* doprinosa poslodavca ako se Hrvatska odluči za takvu opciju. Kako je minimalni doprinos u ovom primjeru definiran u apsolutnom iznosu, ali je orijentacijski izračunat u postotku bruto minimalne plaće, minimalni iznos bi se trebao povremeno mijenjati odlukom ministra financija. Umjesto automatske indeksacije uz plaće ili cijene, zakon može propisati obvezu ministra financija da revidira minimalni iznos doprinosa najmanje svake dvije ili tri godine vodeći pritom računa o rastu indeksa potrošačkih cijena i prosječne neto plaće uz potrebu zaokruživanja na jedan euro radi praktičnosti izračuna.⁶⁶

U nastavku ćemo prvo promotriti mogući model bez *matchinga* od strane poslodavca, a zatim ćemo razmatrati mogući *matching*.

U početku provedbe programa automatski upis bi obuhvatio sve zaposlene građane Hrvatske s plaćom nižom od prosječne bruto plaće, a program bi se nastavio trajno provoditi na dva načina. Prvo, svaka novozaposlena osoba koja prvi puta sklapa ugovor o radu bila bi automatski upisana u treći stup kao što se sada automatski upisuje u drugi stup, samo bi ovdje imala opciju izlaza (nikom ništa). Tako bi se postigla neizravna korist kroz skretanje pažnje na dobrovoljnu mirovinsku štednju mladim radnicima na početku njihovih karijera kada velika većina ima početnu plaću ispod nacionalnog prosjeka. Pokazali smo koliko je važno rano započeti sa štednjom odnosno dovoljno dugo štedjeti za mirovinu.

Drugo, osobe koje bi odabrale izlazak bile bi ponovo automatski upisane svake dvije ili četiri godine, a jednom prihvaćen upis ne bi se mogao više poništiti – radnik bi bio u obvezi uplate doprinosa za dobrovoljnu mirovinu sve dok prima plaću u Hrvatskoj. Na eventualne isplate prije mirovine primjenjivala bi se nova pravila u trećem stupu koja su opisana ranije u ovom poglavlju.

66 Točna formula se može i detaljnije propisati.

Djelomična liberalizacija isplata na tragu ranijih preporuka nužan je uvjet da bi autoenrolment mogao polučiti uspjeh. U suprotnom slučaju, strah od nelikvidnosti navest će veliki broj ljudi na izlazak iz sheme.

U modelu bez dodatnog doprinosa poslodavca računali bismo da će reformirani DPS uz promotivnu informativnu kampanju biti dovoljan poticaj za prihvaćanje automatskog članstva. Motiv se može pojačati nagradom dobrodošlice – jednokratnim DPS-om koji se isplaćuje iz državnog proračuna. Ako bi jednokratna nagrada dobrodošlice iznosila 100 eura (što bi zasigurno značajno povećalo broj ljudi koji bi prihvatili ponuđenu opciju), taj iznos bi na bazi jednokratnog upisa pola milijuna ljudi predstavljao 0,06% BDP-a.⁶⁷ Kako bi se automatski upis stalno primjenjivao na nove zaposlene koji sklapaju svoj prvi ugovor o radu, na temelju podataka o upisu novih članova u drugi mirovinski stup (106 077 u toku 2024. godine) možemo procijeniti stalni godišnji trošak jednokratne nagrade dobrodošlice od 100 eura ne bi prešao ukupni iznos od oko 10 milijuna eura ili 0,01% BDP-a.⁶⁸

Prema tome, u prikazanom ilustrativnom primjeru *autoenrolmenta* krećemo se u okviru fiskalno priuštivih izdataka koji su opravdani dugoročnim koristima u vidu povećanja životnog standarda u trećoj dobi. Postoje i druge potencijalne koristi koje omogućuju promatranje poticaja kao suštinski javne investicije, a ne troška transfera. O tome će biti više riječi na kraju poglavlja nakon što razmotrimo ograničenja participacije kao i moguću ulogu poslodavaca koje smo u dosadašnjem razmatranju ostavili po strani.

U trenutku pokretanja programa mirovinska društva imat će snažan poticaj predstaviti se potencijalnim članovima, tumačiti administrativne postupke automatskog upisa s opcijom slobodnog izlaza, kao i opće prednosti poticaja i dugoročne mirovinske štednje. U očekivanju *autoenrolmenta* mirovinska društva će imati poticaj proširiti ponudu otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova. Možemo zamisliti i pojavu novih takmaca na tržištu mirovinskih društava i dobrovoljnih fondova ako na temelju istraživanja procijene značajan interes novih članova. Osažena konkurencija na tržištu dobrovoljnih mirovinskih fondova svakako bi trebala biti jedan od posrednih ciljeva programa.

67 Planirani rashodi državnog proračuna za 2025. godinu iznose 37 milijardi eura što znači da 50 milijuna predstavlja svega 0,14% rashoda državnog proračuna.

68 Vjerojatno bi bio manji jer je broj novih upisa u drugi stup u 2024. bio na povijesnom maksimumu koji će se teško ponoviti i uključuje strane radnike koji ne bi trebali biti obuhvaćeni autoenrolmentom. Godinu ranije upisano je oko 87 tisuća novih članova, a 2022. oko 84 tisuće.

U sprezi s nižim naknadama za upravljanje zbog rasta imovine pod upravljanjem (sjetite se prethodnog odjeljka), uspjeh programa automatskog članstva s opcijom slobodnog izlaza u interesu je i postojećih članova trećeg mirovinskog stupa. Njihova se korist ostvaruje kroz veće neto prinose zbog nižih naknada i proširenje spektra ponude mogućih ulaganja. Zbog toga program ne treba ciljati osobe s višim dohocima.

Time se ne iscrpljuju moguće uzgredne koristi. Mirovinska društva u okviru *autoenrolmenta* ne bi mogla naplatiti eventualno vraćenu ulaznu naknadu (sjetite se prijedloga iz prethodnog odjeljka) na uplate osoba koje prihvate ponudenu defaultnu opciju u okviru ovog programa. Međutim, početak programa i spomenuti napredak sustava kroz širenje ponude, jačanje konkurencije i smanjenje naknada za upravljanje skrenut će pažnju sveukupne javnosti na dobrovoljnu mirovinsku štednju. To se odnosi i na osobe s natprosječnim plaćama koje još nisu članovi dobrovoljnih mirovinskih fondova, a koje ne bi bile obuhvaćene programom, ili bi ih se, alternativno, moglo uključiti radi navođenja na prihvaćanje defaultne opcije, ali bez dodatnih fiskalnih izdataka poput nagrade dobrodošlice i bez obveznog *matchinga* poslodavca ako i to bude dio programa. Za takve nove članove model bi funkcionirao kao što sustav sada funkcionira, a *autoenrolment* bi imao isključivo svrhu podsjećanja na mogućnost dobrovoljne mirovinske štednje. Mirovinska društva će sigurno imati snažan poticaj iskoristiti kampanju *autoenrolmenta* za pristup tom segmentu zaposlenika.

Za aktiviranje opcije izlaza potrebno je ostaviti dovoljno dugo, ali ne preduogo razdoblje, vjerojatno 15 ili 30 dana. Također je potrebno osigurati jednostavan administrativni postupak izlaza uz veći broj mogućih kanala komunikacije i dostave informacije o izlazu kao što su: e-građani, uredi i internetske stranice REGOS-a i FINA-e, te putem poslodavca s čijim odjelom za upravljanje ljudskim resursima zaposleni ostvaruju redovite kontakte, a koji bi trebao imati mogućnost dostave digitalne potpisane izjave o izlazu REGOS-u. Ovo je bitan trenutak koji može uvjetovati uspjeh programa ako uključuje *matching* doprinosom poslodavca. Zasad treba primijetiti da neadekvatni poticaj za poslodavce u smislu velikog administrativnog tereta i neto troška *matchinga* bez kompenzirajućih poreznih poticaja može uzrokovati neuspjeh programa zbog pasivnosti ili opstrukcija s ciljem izbjegavanja dodatnih tereta. Naime, poslodavac i radnik lako se mogu sporazumjeti da se *matching* ne isplati kada radnik ionako može slobodno uplaćivati u ODMF iz neto plaće, a ako prihvati

defaultnu opciju koja poslodavca obvezuje na *matching* ukupan trošak rada za takvog radnika bit će trajno veći, što će neki budući poslodavci možda uzeti u obzir ili jednostavno nuditi malo nižu neto plaću kako bi kompenzirali veći trošak radnika za kojeg moraju uplaćivati *matching* doprinosa. Zbog toga je u dosadašnjem dijelu teksta razmatrana mogućnost autoenrolmenta bez *matchinga* doprinosom poslodavca s uključenim jednokratnim poticajem, što je načelno provedivo i bezbolno rješenje koje daje jednaku šansu svim zaposlenima s ispodprosječnim plaćama, bez obzira gdje su zaposleni.

Sa ili bez *matchinga*, trenutak odabira mirovinskog fonda je ključan i ujedno problematičan trenutak programa. Na temelju iskustva s upisom u drugi stup, gdje svega 2-3% novih članova aktivno bira mirovinsko društvo i obvezni mirovinski fond (ostale raspoređuje REGOS), može se očekivati da značajan broj ljudi neće aktivno birati dobrovoljni mirovinski fond. Problem će ublažiti aktivna uloga značajnih poslodavaca, vlade i državnih poduzeća prema svojim zaposlenicima, što se posebno može očekivati od poslodavaca i organizacija koje su pokrenule zatvorene dobrovoljne mirovinske fondove. Moguće je da će program potaknuti neke nove sponzore na pokretanje ZDMF koji će biti sugerirani odabir od strane poslodavca. Međutim, s obzirom na ograničenu ulogu ZDMF u Hrvatskoj, od poslodavaca ne treba očekivati rješenje problema odabira dobrovoljnog mirovinskog fonda.

Pri tome treba razlikovati dvije situacije: početak programa, kada će trajati snažna kampanja usmjerena prema velikom broju ljudi s ispodprosječnim plaćama koji još nisu članovi trećeg stupa, i trajni program automatskog upisa novih članova koji sklapaju prvi ugovor o radu. Trenutačna situacija s pasivnošću pri upisu u drugi stup relevantna je za drugi slučaj trajnog upisa. Početak upisa u drugi stup 2002. godine, kada su zaposleni do 40 godina starosti birali obvezni mirovinski fond, relevantno je iskustvo za prvi slučaj na početku programa. Unatoč tome, i u prvom valu treba očekivati da određeni broj ljudi neće izaći iz programa, niti će aktivno odabrati dobrovoljni mirovinski fond. Njihov će udjel s vremenom rasti. Program treba predvidjeti rješenja za takve pasivne članove.

Moguća rješenja su: (1.) nasumična alokacija na postojeće dobrovoljne mirovinske fondove, (2.) strukturirana alokacija na postojeće dobrovoljne mirovinske fondove, (3.) alokacija na nove dobrovoljne mirovinske fondove koji bi od početka preslikali A-B-C strukture kakve poznajemo kod OMF i (4.) hibridni model upravljanja kroz postojeće obvezne mirovinske fondove.

Nasumična alokacija. Mana ovog modela su velike razlike u alokacijama postojećih dobrovoljnih mirovinskih fondova. Kreću se u rasponu od maksimalno konzervativnih, nalik OMF C, do aktivno upravljanih koji su nalik OMF A. U očekivanju autoenrolmenta pojavit će se i novi ODMF i ZDMF. Trebat će donijeti odluku o kvalifikacijskim kriterijima za prihvaćanje fonda odnosno mirovinskog programa u okviru *autoenrolmenta*. Povrh kriterija osnutka u skladu sa Zakonom o dobrovoljnim mirovinskim fondovima vjerojatno treba propisati dodatne kvalifikacijske kriterije kao što su maksimalna visina naknade za upravljanje, protek vremena od početka poslovanja, i slično. U okviru promišljanja o kvalifikacijskim kriterijima posebno treba voditi računa o eventualnim kvalifikacijskim kriterijima za mirovinske programe čiji su upravitelji licencirani i nadzirani u drugim državama članicama EU. Pojava mnoštva fondova odnosno programa može otežati aktivan odabir i stimulirati pasivan odabir zbog viška informacija u kojima se prosječan član trećeg stupa neće snaći. U svakom slučaju, nasumična alokacija dovela bi do značajnih razlika u vrijednosti akumulirane štednje za osobe s jednakim uplatama kroz vrijeme, ovisno o pukoj sreći. S druge strane, prednost ovog modela je prigoda za nove takmace na tržištu. Očekivano omasovljenje trećeg stupa i rast imovine pod upravljanjem može osnažiti ponudu i konkurenciju. Također, sve uplate ulaze u treći mirovinski stup, što otvara perspektivu smanjenja maksimalnih naknada prema ranije opisanoj stazi ovisno o vrijednosti imovine pod upravljanjem.

Strukturirana alokacija. Prednost strukturirane pred nasumičnom alokacijom je u oponašanju modela alokacije sredstava prema životnom ciklusu kao u drugom stupu. Uz ranije opisane kvalifikacijske kriterije, dobrovoljni mirovinski fondovi bili bi klasificirani u poznate kategorije A, B i C, te bi se članovi, ovisno o starosti, alocirali u pripadajuće kategorije prema pravilima preostalih godina do starosne dobi za mirovinu koja su na snazi u drugom mirovinskom stupu. Alokacija na fondove unutar kategorija mogla bi biti nasumična. U okviru *autoenrolmenta* odmah se može primijeniti model česte postupne alokacije od 25 godina prije mirovine kakav je za drugi stup predložen u četvrtom poglavlju. Druge spomenute prednosti iz modela nasumične alokacije u ovom bi modelu bile zadržane.

Novi ODMF. Kako je autoenrolment novi program mogu se osnovati novi dobrovoljni fondovi prema A-B-C principu (svako mirovinsko društvo imalo bi sve tri kategorije) koji će služiti na isti način kao što su OMF služili kao novi

fondovi od početka mirovinske reforme 2002. Na taj način autoenrolment bi se odvojio od nasljeđa postojećih fondova koji bi nastavili funkcionirati za stare članove i nove koji će ući u sustav izvan modela autoenrolmenta.⁶⁹

Hibridna alokacija kroz postojeće OMF. Ako se ocijeni da se modeli nasumične ili strukturirane alokacije u okviru trećeg stupa suočavaju s nepremostivim preprekama moguća je hibridna alokacija kroz postojeće OMF. Sama štednja, u smislu uplata i pravila raspolaganja, ostaje podložna pravilima dobrovoljne štednje. OMF se koriste isključivo kao alati za upravljanje sredstvima. Prednost modela je jednostavnost (na temelju informacije REGOS-a otvaraju se računi i vrše uplate kao što se to sada čini u drugom stupu), a mana je što nema doprinosa razvoju trećeg stupa u dijelu upravljanja sredstvima. Nema novih značajnih volumena poslovanja koji su ključ za širenje ponude, jačanje konkurencije i smanjenje naknada. Zbog toga hibridni model treba tumačiti kao rezervnu opciju – drugo najbolje rješenje.

Na kraju preostaje detaljnije razmotriti mogući *matching* poslodavaca. Treba naglasiti da je *matching* u do sada korištenim modelima autoenrolmenta bio obvezan do određenog praga doprinosa. Mi smo pokazali da je u Hrvatskoj, s obzirom na postojeću institucionalnu infrastrukturu, *autoenrolment* moguć i bez aktivne uloge poslodavaca. Također, dobrovoljan *matching* poslodavca je već postojeća opcija koja bi se mogla preslikati na program autoenrolmenta sa ili bez dodatnog poticaja za poslodavce. U slučaju obveznog *matchinga* radnikova doprinosa doprinosom poslodavca poticaj za poslodavce bi vjerojatno trebalo osnažiti, što treba razmotriti i u slučaju dobrovoljnog *matchinga*.

U Hrvatskoj već postoji kompenzacijsko porezno rasterećenje koje, povrh činjenice da se poslodavčev dio doprinosa za treći stup ne smatra oporezivim dohotkom, uključuje i porezno priznati rashod do visine uplate od 804 eura godišnje. Krenemo li od ilustrativnog primjera s uplatom radnika u visini oko 1% bruto minimalne plaće na mjesec (10 eura) i *matchingom* 1:1, poslodavac bi na 120 eura dodatne godišnje uplate na račun radnika u trećem stupu uštedio porez na dobit jer se porezna osnovica umanjuje za punih 120 eura. Ako poslodavac plaća porez po stopi od 18%, dodatni neto trošak za poslodavca po radniku koji prihvati *defaultnu* opciju iznosio bi 98,4 eura (= 120 – 0,18 x

69 U ovom početnom iznošenju kontura prijedloga nije bilo moguće osmisliti rješenja za sva tehnička pitanja koja treba razriješiti kroz stručne konzultacije kreatora politike, regulatora i industrije, na primjer: (1.) mogu li stari i novi članovi prelaziti u/iz starih u nove fondove i obratno, (2.) kolike se maksimalne naknade mogu obračunati za prijelaze, i sl.

120), što predstavlja oko 0,4% takozvanog bruto II troška rada na bazi prosječne bruto plaće od 1 900 eura, odnosno oko 0,7% bruto II troška rada uz minimalnu plaću. Kako program cilja osobe s ispodprosječnim plaćama, povećanje ukupnog troška rada kretalo bi se između 0,4 i 0,7%, ovisno o distribuciji ispodprosječnih plaća u poduzeću. Ukupno povećanje troškova rada poduzeća zavisilo bi i o udjelu ispodprosječnih plaća u ukupnoj masi plaća. U poduzeću u kojem bi polovina radnika ušla u program, ukupan trošak rada bi se povećao između 0,2% i 0,35%. Relativno povećanje bi sigurno više pogodilo poduzeća u radno-intenzivnim djelatnostima s nižim plaćama. Usto, povećanje bi više pogodilo mikropoduzeća s godišnjim prihodom do milijun eura u kojima bi računica izgledala drugačije. Mikropoduzeća plaćaju porez na dobit po stopi od 10% pa bi poslodavac na 120 eura dodatne godišnje uplate na račun radnika u trećem stupu koji se priznaju kao odbitak od osnovice na porezu na dobit uštedio 12 eura. Dodatni neto trošak po radniku koji bi prihvatio defaultnu opciju iznosio bi 108 eura na godinu, gotovo 10 eura više nego u slučaju plaćanja poreza po stopi od 18%, te bi i stope povećanja ukupnog troška rada bile nešto veće nego za velika poduzeća. Međutim, mikropoduzeća su ionako u privilegiranom režimu poreza na dobit zbog niže stope tako da je njihova ukupna porezna ušteda zapravo veća.

Prema tome, u narednom razdoblju i sa i bez programa autoenrolmenta, uz povećanje limita porezno priznatog rashoda od 804 eura na godinu treba razmisliti o proširenju poreznog štita multiplikativnim faktorom porezno priznatog troška. Ako bi se uplata poslodavca množila multiplikativnim faktorom, umanjene poreza na dobit bilo bi relativno jače. U slučaju uplate od 120 eura poslodavca koji plaća porez po stopi od 18% i zbog toga štedi 21,6 eura ($0,18 \times 120$), poticaj za matching bi se kroz multiplikativni faktor 2 povećao na 43,2 eura, a kroz multiplikativni faktor 4 na 86,4 eura. Učinak na trošak bi se potpuno poništio s multiplikativnim faktorom 5,56, no u tom bi se slučaju poticaj sveo na novi državni poticaj. Prema tome, optimum je negdje između sadašnjeg rješenja (faktor 1) i rješenja koje *matching* pretvara u državni poticaj (faktor 5,56).

S motrišta države, obvezno uključivanje poslodavaca je atraktivna opcija jer umanjuje potrebu za jednokratnom inicijalnom nagradom na teret proračuna. S motrišta poslodavaca, uključivanje može biti atraktivna opcija ako je proširenje poreznog štita dovoljno izdašno da pozitivni efekti na tržište rada nadvladaju negativne troškovne motive. No, opet, s vladinog financijskog gledišta,

veliko proširenje poreznog štita u uvjetima uspjeha programa može značiti veći trajni porezni trošak u vidu manje plaćenog poreza na dobit u usporedbi s troškom jednokratne nagrade zaposleniku za prihvaćanje defaultne opcije. Na određivanje optimalnog proširenja poreznog štita svakako će utjecati fiskalne analize, no na to bi trebala utjecati i istraživanja i rad s predstavnicima i fokus grupama poslodavaca. Potrebno je napipati optimalne financijske pragove poticaja koji će ljude navesti na pristanak uz *defaultnu* opciju (na primjer, da li i kako reagiraju na početnu nagradu dobrodošlice, kako na *matching* poslodavca, a kako na nelinearni DPS) kao i pragove poticaja koji će kod većine poslodavaca stvoriti osjećaj dobro uravnoteženih troškova i koristi, ako će se razmatrati *matching*.

U ovom poglavlju smo objasnili potencijalne pozitivne učinke relativno malih iznosa kontinuirane štednje u vrlo dugom roku. Širi društveni značaj trećeg stupa natuknuli smo kada smo rekli da državna poticajna sredstva treba promatrati kao javnu investiciju, a ne kao trošak jer razvijeni treći stup u dugom roku može smanjiti političke pritiske odnosno očekivanja od povećanja prava u prvom stupu za koja nema uporišta u uplaćenim doprinosima. Kada treći stup za približno dva desetljeća bude dovoljno razvijen, što će se vjerojatno dogoditi ako ovdje izneseni prijedlozi u nekom obliku budu prihvaćeni, odnosno, kada mirovina iz trećeg stupa zauzme značajan udjel u prosječnim ukupnim mirovinama iz tri mirovinska stupa, tada će se pred budućim kreatorima politike otvoriti nove mogućnosti za uštede u prvom stupu. Dugoročnu važnost širenja fiskalnog manevarskog prostora za buduće generacije nije moguće pre-naglasiti u stoljeću koje će biti obilježeno starenjem stanovništva i fiskalnim napetostima. U 21. stoljeću bit će uspješne one države koje uspiju na vrijeme prilagoditi svoje institucije i ponašanja novim okolnostima. Treći stup je još uvijek neiskorištena prilika za to.

Zaključak: sažetak preporuka

Analiza je pokazala da su hrvatski mirovinski fondovi ostvarili adekvatne prinose u okviru danih ograničenja ulaganja mirovinske štednje. Struktura hrvatskog mirovinskog sustava s tri stupa konstrukcijski je dobro postavljena. Međunarodne usporedbe pokazuju da je hrvatski mirovinski sustav strukturno pozicioniran oko prosjeka EU jer već sadrži elemente prilagodbe starenju stanovništva. Da je mirovinski sustav ostao počivati samo na prvom mirovinskom stupu, demografske promjene bi s vremenom uzrokovale teško premostive probleme. Postojeći sustav ih može riješiti, a šansa za to se povećava uz trajne dorade i unaprjeđenja. Adekvatnost mirovina i kontrola fiskalnog deficita koji nastaje u prvom mirovinskom stupu više nisu nužno suprotstavljeni ciljevi u dugom roku.

U nastavku zaključnog poglavlja prikazan je sažetak preporuka – dorada i unaprjeđenja sustava – koji su detaljnije opisani u knjizi. Čitatelju koji je usredotočen samo na ovo poglavlje preporuča se pronaći pripadajuće odjeljke u sadržaju i glavnom tekstu knjige kako bi proučio argumente koji stoje iza preporuka i pronašao više detalja za daljnju analizu i raspravu.

Prijedlozi nisu zamišljeni kao izolirani elementi reforme mirovinskog sustava. Radi se o paketu konzistentnih promjena koje su uzajamno povezane. Krajnji cilj je otvoriti prostor za postizanje boljih odnosa očekivanog prinosa i rizika prilagođenih preferencijama u prosjeku aktivnijih i financijski bolje obrazovanih osiguranika u dugom roku. To ne znači da se svi prijedlozi trebaju provesti u isto vrijeme i u kratkom roku. Neki prijedlozi, na primjer bitni elementi reforme trećeg stupa (reformacija DPS-a i isplata) mogu se provesti odmah. Za neke prijedloge, na primjer uvođenje modela postupne alokacije portfelja štednje u drugom stupu i automatskog upisa s opcijom izlaza u trećem stupu potrebno je dulje vrijeme za stručnu raspravu i kvalitetnu pripremu detalja. Oni nisu mogli biti obuhvaćeni u ovoj knjizi jer zahtijevaju još jedan rad sličnog obujma. Međutim, to ne umanjuje konzistentnost i uzajamnu povezanost prijedloga koji su sastavljeni imajući u vidu vrlo dugo vremensko razdoblje u

kojemu će proces starenja stanovništva djelovati još jače nego što djeluje danas, ali koje je dovoljno dugo za postupna unaprjeđenja mirovinskog sustava.

Razborita politika mirovina treba u najvećoj mogućoj mjeriti pomiriti kratkoročnu napetost između želje da odmah dođe do povećanja adekvatnosti tekućih mirovina i kratkoročnih fiskalnih ograničenja, a s druge strane treba otvoriti put da ova napetost u dugom roku oslabi unatoč starenju stanovništva. To je moguće postići kroz veće sudjelovanje mirovina iz drugog i trećeg stupa u ukupnim mirovinama.

Adekvatnost mirovina danas nije zadovoljavajuća iako prva neto mirovina starosnog umirovljenika koji je kroz 40-godišnju karijeru imao neto plaću na razini nacionalnog prosjeka može dosegnuti i do 50% zadnje prosječne neto plaće (takozvana neto stopa zamjene). Stvarna trenutačna stopa zamjene osjetno je niža zbog kraćeg prosječnog radnog vijeka koji za hrvatske umirovljenike, bez onih kojima se mirovine isplaćuju na temelju međunarodnih ugovora, približno iznosi 31 godinu i 3 mjeseca. To je iznimno kratak radni staž u europskim okvirima. Stoga je sprječavanje dugoročnog pada i eventualno povećanje stope zamjene samo iz prvog stupa moguće postići kroz stimuliranje dužeg ostanka u svijetu rada i osiguranje veće participacije umirovljenika u gospodarskom rastu kroz modifikaciju formule za usklađivanje mirovina. Međutim, mjere poboljšanja samo u okviru prvog stupa međugeneracijske solidarnosti oštro su ograničene fiskalnim okvirom. Značajna poboljšanja u dugom roku moguće je postići samo kroz veću izdašnost mirovina iz drugog i trećeg mirovinskog stupa, što je obrađeno kroz blokove preporuka od (B) nadalje u nastavku poglavlja.

Liberalizacija ograničenja ulaganja mirovinske imovine sama za sebe neće dati puni rezultat ako neće biti praćena poboljšanjem upravljanja javnim dugom Republike Hrvatske, razvojem tržišta kapitala, modelom jačanja osobne brige za alokaciju ulaganja mirovinske štednje i drugim mjerama potencijalnog povećanja mirovine iz drugog stupa. Vlada Republike Hrvatske je u trenutku dovršetka ove knjige objavila Strateški okvir za razvoj tržišta kapitala 2025.-2030. koji treba hitno provesti u okviru procesa pristupanja Republike Hrvatske OECD-u.

Opcija povratka u prvi stup u fazi isplate mirovine postavlja donji prag na mogućnost pada vrijednosti ukupne mirovine u vremenima financijskih kriza. To omogućuje daljnju liberalizaciju investicijskih limita mirovinskih fondova s ciljem jačanja pozitivne korelacije prinosa i rizika u dugom roku.

A. Blok preporuka za prvi mirovinski stup

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
A.1.	Postupno skraćivanje dopuštenog razdoblja za odlazak u prijevremenu mirovinu s aktualnih 5 na 2-3 godine prije dostizanja starosne dobi za mirovinu uz povećanje mjesečne stope penalizacije iznad aktualnih 0,2%	Dulji ostanak u svijetu rada, usklađivanje s europskom praksom
A.2.	Veći ponder (85%) za veću stopu između stope rasta prosječne bruto plaće i stope rasta potrošačkih cijena	Veća participacija mirovina iz prvog stupa u rastu produktivnosti gospodarstva, veća adekvatnost mirovina kroz cijeli životni vijek u mirovini

B. Blok preporuka za daljnju liberalizaciju regulativnih ograničenja ulaganja imovine mirovinskih fondova i mirovinskih osiguravajućih društava

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
B.1.	Ukidanje donjeg limita za ulaganja u državne obveznice koji sada iznosi 30% u fondovima kategorije A	Fondovi A postaju pravi equity fondovi
B.2.	Spuštanje donjeg limita za ulaganja u državne obveznice koji sada iznosi 50% na 30-40% u fondovima B kategorije	Veća fleksibilnost upravljanja uz poprimanje karakteristika pravih balansiranih fondova s 50% rizične alokacije u dugom roku
B.3.	Smanjenje gornjih limita za ulaganja u infrastrukturne projekte (sada: 55% u A i 35% u B)	Smanjenje rizika prevelike koncentracije u jednoj vrsti ulaganja
B.4.	Ekvivalentna liberalizacija limita ulaganja dobrovoljnih mirovinskih fondova	Omogućavanje uže korelacije prinosa i rizika u dugom roku
B.5.	Smanjenje donjeg limita ulaganja mirovinskih osiguravajućih društava u državne obveznice sa sadašnjih 50 na 30-40%	Omogućavanje uže korelacije prinosa i rizika u dugom roku

*C. Blok preporuka za poboljšanje upravljanja
javnim dugom i razvoj tržišta kapitala*

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
C.1.	Diverzifikacija kupaca državnih obveznica na tržištu euro obveznica povrh već započelih mjera sudjelovanja građana na primarnom i sekundarnom tržištu	Smanjenje koncentracije ulaganja mirovinskih fondova u hrvatskim državnim obveznicama
C.2.	Uvođenje izdanja inflacijski indeksiranih državnih obveznica	Vraćanje dijela inflacijskog poreza članovima mirovinskih fondova i umirovljenicima kroz bolju zaštitu od pada realne vrijednosti konzervativno upravljanih dijelova portfelja
C.3.	Uvrštenja/IPO – prikupljanje kapitala kroz nova izdanja dionica državnih poduzeća koja posluju na otvorenom tržištu	Rast dodane vrijednosti u sada državnim poduzećima i sudjelovanje mirovinskih osiguranika u rastu vrijednosti kapitala
C.4.	Integracija Zagrebačke i Ljubljanske burze i njihovo dublje uključivanje u europsku Uniju tržišta kapitala	Privlačenje stranih investitora i povećanje likvidnosti tržišta radi poboljšanja upravljanja značajnim <i>equity</i> pozicijama u mirovinskim fondovima i MOD-ovima
C.5.	Dobivanje statusa <i>Emerging Market</i> za domaće tržište kapitala	Privlačenje stranih investitora i povećanje likvidnosti tržišta radi poboljšanja upravljanja značajnim <i>equity</i> pozicijama u mirovinskim fondovima i MOD-ovima
C.6.	Ukidanje poreza na kapitalnu dobit za male investitore u dionice na burzi	Povećanje likvidnosti tržišta
C.7.	Porezni poticaji za kupce i izdavatelje vrijednosnih papira na Zagrebačkoj burzi s ciljem poticanja dobrih politika dividendi i povećanja <i>free float</i> -a dionica većih izdavatelja	Privlačenje stranih investitora i povećanje likvidnosti tržišta radi poboljšanja upravljanja značajnim <i>equity</i> pozicijama u mirovinskim fondovima i MOD-ovima

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
C.8.	Poticanje državnih i JPP izdanja pokrivenih obveznica i sekuritiziranih instrumenata s ciljem širenja spektra financiranja infrastrukturnih javnih projekata	Poboljšanje odnosa prinosa i rizika u konzervativno upravljanim segmentima portfelja mirovinskih fondova i MOD-ova
C.9.	Hitna provedba ostalih mjera iz Vladinog Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala 2025.-2030.	Povećanje likvidnosti tržišta i spektra ponuđenih financijskih instrumenata

Da bi mjere iz blokova (B) i (C) značajno utjecale na povećanje vrijednosti mirovinske štednje do trenutka umirovljenja, neophodno je povećati financijsku pismenost, smanjiti udjel mirovinskih osiguranika koji se pasivno odnose prema individualnoj štednji za mirovinu, razviti nove digitalne aplikacije uz pomoć umjetne inteligencije, te fleksibilizirati tranziciju stupnja rizičnosti portfelja kroz radni vijek (životni ciklus) kako mirovinska štednja većine pasivnih članova ne bi regulativnim automatizmom rano u životu postala pretjerano koncentrirana u nerizičnim ulaganjima. Prerana koncentracija štednje u dijelu portfelja s niskim kreditnim rizikom umanjuje mogućnost postizanja optimalnih kombinacija prinosa i rizika u dugom roku. Mjere koje su u ovom segmentu drugog stupa provedene 2019. i 2024. – automatsko učlanjenje novih mladih članova u kategoriju OMF A i ukidanje automatskog prijenosa individualnog mirovinskog računa u OMF C pet godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu – značile su napredak, no prostor za poboljšanja time nije iscrpljen. Nadalje, slobodu raspolaganja sredstvima iz drugog stupa – isplatu značajnog dijela mirovinske štednje u drugom stupu u trenutku umirovljenja – ne treba vezati uz sami kraj faze akumulacije. Usmjeravanje četvrtine ranijeg mirovinskog doprinosa od 20% u drugi mirovinski stup nije bilo zamišljeno kao izvor za gotovinsku isplatu na kraju radnoga vijeka, nego kao izvor za trajnu isplatu mirovine iz drugog stupa čiji je krajnji cilj povećanje adekvatnosti mirovina do kraja života. Usto, jednokratne isplate u trenutku odlaska u mirovinu mogu otežati racionalan odabir načina isplate mirovine (kombinirana ili povratak u prvi stup) budući da gotovinska isplata u ranoj fazi mirovine smanjuje otpornost mirovine na pad realne vrijednosti mirovine zbog dugoročnog učinka inflacije (mirovina iz drugog stupa se usklađuje - zaštićena je od inflacijskog rizika). S druge strane, činjenica je da je individualna mirovinska

štednja privatna imovina i da se argument slobode raspolaganja ne može olako ignorirati. Stoga fleksibilnije raspolaganje osobnom štednjom za mirovinu treba vezati uz širenje spektra ponude fleksibilnih anuiteta iz drugog stupa u fazi isplate kao što će biti opisano u bloku preporuka E, i uz reformu trećeg stupa kao što će biti opisano u bloku preporuka F.

D. Blok preporuka za povećanje osobne zainteresiranosti i poboljšanje odlučivanja o mirovinskoj štednji te za bolje poticaje fond menadžera u drugom mirovinskom stupu

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
D.1.	Model postupne godišnje realokacije portfelja mirovinske štednje u inkrementalnim manjim koracima koji počinju 25 godina prije dostizanja starosne dobi za mirovinu	Povećanje financijske pismenosti i osobne brige za mirovinu, razvoj digitalnih aplikacija i izbjegavanje naglih kratkoročnih promjena alokacije mirovinske štednje pasivnih članova drugog stupa
D.2.	Ukidanje mogućnosti isplate 20% mirovinske štednje iz drugog mirovinskog stupa s prvom mirovinom, ali tek nakon širenja spektra fleksibilnijih anuiteta iz drugog stupa (blok preporuka E) i reforme trećeg stupa (F)	Uravnoteženje slobode raspolaganja individualnom mirovinskom štednjom i javnog interesa postizanja adekvatnih mirovina do kraja života, uz pojednostavljenje odabira načina isplate mirovine iz drugog stupa
D.3.	Razdvajanje sadašnje jedinstvene fiksne stope naknade za upravljanje na nižu fiksnu stopu i varijabilni nagradni dio naknade za uspješnost	Bolje usklađeni poticaji za fond menadžere

Ponuda mirovinskih anuiteta iz drugog stupa tek se počela razvijati. Na kraju 2024. godine svega 17 418 korisnika (1,7% od sveukupnog broja korisnika mirovina bez međunarodnih ugovora) imali su sklopljene ugovore o isplati mirovine iz drugog stupa s MOD-ovima. To je prije svega posljedica malog broja novih umirovljenika koji su proteklih godina otišli u mirovinu iz drugog mirovinskog stupa. Većina novih umirovljenika još uvijek pripada generaciji koja je na početku mirovinske reforme imala više od 40 godina i nije bila obuhvaćena obveznim upisom u drugi mirovinski stup 2002. Malo tržište anuiteta

iz drugog stupa uvjetovano je vrlo ranom fazom razvoja, što je pak uvjetovalo dosadašnji slab interes osiguranika, umirovljenika i kreatora politike za poboljšanja faze isplate. Ipak, prve dvije promjene koje su uvedene 2024. godine - prvi korak liberalizacije pravila ulaganja MOD-ova i mogućnost ponude neindeksiranih anuiteta koji su u početku veći, ali nemaju klauzulu zaštite od inflacije - označile su početak povećane pažnje u smjeru faze isplate. Unatoč promjenama iz 2024. godine, doprinos dijela mirovine iz drugog stupa i dalje je ograničen rigidnom regulativom (nema promjenjivih anuiteta) i slabom konkurencijom na tržištu (samo dva natjecatelja, od kojih je jedan u državnom, a drugi u privatnom vlasništvu). U sljedećih nekoliko godina udjel novih umirovljenika koji su štedjeli u drugom mirovinskom stupu u ukupnom broju novih umirovljenika brzo će se povećavati. Oko 2027.-2028. približit će se 100%. U očekivanju rasta broja ugovora o isplati anuiteta u drugom stupu sada je pravi trenutak za iskorak u smjeru kvalitetnijih rješenja što bi trebalo obuhvatiti fleksibilnije isplate (promjenjive anuitete), podizanje vjerojatnosti participacije umirovljenika u rastu vrijednosti ulaganja mirovinske imovine prenesene na MOD i reformu modela naknada MOD-ova. Krajnji cilj predloženih mjera je jačanje konkurencije i raznolikosti ponude na tržištu anuiteta u korist umirovljenika.

*E. Blok preporuka za poboljšanje isplata –
mirovinskih anuiteta u drugom stupu*

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
E.1.	Uvođenje promjenjivih neindeksiranih anuiteta čija se visina mijenja ovisno o vrijednosti temeljne investirane mirovinske imovine uz povećanje fleksibilnosti vremenskih staza isplata (više prema početku ili kraju razdoblja isplate, ovisno o preferenciji korisnika mirovine)	Izravna participacija umirovljenika u rastu vrijednosti mirovinske imovine kojom upravljaju MOD-ovi, kompenzacija za ukidanje jednokratne isplate 20% (veza s preporukom D.2.)
E.2.	Mogućnost pokretanja novih MOD-ova koji bi nudili samo promjenjive neindeksirane anuitete	Jačanje konkurencije na strani ponude u fazi isplate

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
E.3.	Uvođenje uvjeta minimalnog životnog standarda za ugovaranje promjenjivih indeksiranih anuiteta samo iznad minimalnog standarda kako bi osobe s malim mirovinama koje ne mogu podnijeti rizik mogućih povremenih padova mirovina iz drugog stupa ugovarale stalne anuitete	Javni interes trajnog minimalnog socijalnog standarda osoba s niskim mirovinama koje biraju kombiniranu mirovinu
E.4.	Participaciju u rastu vrijednosti imovine pod upravljanjem MOD-ova umirovljenika koji su ugovorili stalne anuitete, koja se aktivira u slučaju prijelaza omjera imovine za pokriće i tehničkih pričuva 110 odnosno 115%, treba pobliže tehnički urediti tako da udjel umirovljenika u višku prinosa ne bude jednak za sve, nego ovisan o razdoblju isplate mirovine iz drugog stupa	Pravednija participacija umirovljenika u rastu vrijednosti mirovinske imovine kojom upravljaju MOD-ovi ovisno o trajanju faze isplate odnosno trajanju razdoblja upravljanja mirovinskom imovinom u MOD-u
E.5.	Podjela naknade za upravljanje imovinom u MOD-ovima na niži fiksni dio i varijabilnu naknadu za uspješnost	Bolje uravnoteženi poticaji upravitelja mirovinskom imovinom
E.6.	Umjesto aktualnog programiranog smanjenja maksimalne stope naknade za upravljanje u vremenu, programirano smanjenje maksimalne stope naknade vezati uz projekcije visine mirovinske imovine pod upravljanjem kako bi predvidivo očekivanje povrata na kapital MOD-a privuklo nove tržišne takmace	Bolje uravnoteženi poticaji upravitelja mirovinskom imovinom i stvaranje predvidivog regulatornog okvira radi privlačenja ulaganja privatnog kapitala na tržište anuiteta na temelju financijskog modela MOD-a.

Treći stup dobrovoljne mirovinske štednje zasad predstavlja neiskorištenu priliku za povećanje adekvatnosti mirovina. Broj od oko 467 tisuća članova na kraju 2024. godine, 22 godine nakon pokretanja trećeg stupa, može zavarati. Objektivno, radi se o svega 20% od ukupnoga broja članova drugog mirovinskog stupa odnosno 27% od ukupnoga broja zaposlenih. Prema aktualnom trendu, ne možemo očekivati znatno više od 600 tisuća članova 2030. Milijun članova nije dostižan broj u doglednoj budućnosti. Razumno je pretpostaviti da treći stup relativno uspješno privlači zaposlene s natprosječnim dohocima, ali ne daje dobar rezultat u smislu privlačenja osoba s prosječnim i ispodpro-

sječnim dohocima. Treći stup treba reformirati s ciljem privlačenja više od milijun članova s naglaskom na osobe s prosječnim i ispodprosječnim dohocima, osobito mlade, do 2030. godine.

Relativno najveći broj preporuka u ovoj knjizi odnosi se na dobrovoljni treći stup. Time je naglašen neiskorišteni potencijal dobrovoljne mirovinske štednje odnosno trenutačno najveći raskorak između potencijala i stvarnog stanja. Također, složenost preporuka zahtijevala je njihovo razdvajanje na dio preporuka koje se mogu ostvariti u relativno kratkom roku (označene su kao blok preporuka F-I) i dio preporuka koje zbog složenosti daljnjih prethodnih analiza, pripreme i savjetodavnog procesa mogu ostvariti tek u srednjem roku (označene su kao blok preporuka F-II i tiču se modela automatskog upisa u treći stup uz opciju izlaza).

U dijelu preporuka u trećem stupu koje su provedive u kratkom roku ističu se veća fleksibilnost jednokratnih isplata s ciljem prevladavanja barijere neza-interesiranosti zbog nedostupnosti sredstava mirovinske štednje u vrlo dugom roku (problem nelikvidnosti), veća fleksibilnost odnosno pojednostavljenje regulacije isplata promjenjivih mirovina iz trećeg stupa putem mirovinskih društava, usklađivanje trenutka početka isplate mirovina iz trećeg stupa s produljenjem očekivanog trajanja života i radne aktivnosti, promjena načina obračuna državnih poticajnih sredstava (DPS) s ciljem relativno jačeg poticanja dobrovoljne mirovinske štednje zaposlenih s prosječnim i ispodprosječnim dohocima i poticanja poslodavaca na uplate za radnike, te promjena modela obračuna naknada u trećem stupu.

U petom poglavlju detaljno je objašnjeno zašto se ne treba plašiti fleksibilizacije isplate. Fleksibilizacija isplate u toku razdoblja štednje odnosno u trenutku odlaska u mirovinu naizgled nije u skladu s javnim interesom povećanja adekvatnosti mirovina u dugom razdoblju isplate mirovine. Međutim, razumno je očekivati da će taj mogući nedostatak biti više nego nadomješten povećanjem broja članova u trećem mirovinskom stupu i iznosa njihove mirovinske štednje, što će proizaći iz općeg povećanja interesa za dobrovoljnu mirovinsku štednju i početka ulaganja u prvim godinama radnoga vijeka. Stoga fleksibilizaciju isplata, koju je moguće uvesti odmah (blok preporuka F-I) ne treba promatrati odvojeno od programa automatskog upisa u treći stup s opcijom izlaza (blok preporuka F-II) premda treba naglasiti da će uspjeh programa automatskog upisa u treći stup s opcijom izlaza zavisiti o ranijoj primjeni preporuka koje su provedive u kratkom roku kako bi se potencijalni članovi trećeg stupa

na vrijeme upoznali s novim parametrima sustava. Vrijedi i obratno: odluka o programu automatskog upisa u treći stup s opcijom izlaza nije nužan uvjet za primjenu preporuka za kratkoročne mjere. One bi svakako trebale biti uvedene, bez obzira ide li se u automatski upis ili ne, jer imaju potencijal stvoriti značajan napredak u afirmaciji dobrovoljne štednje za mirovinu.

F-I. Blok preporuka za osnaživanje trećeg dobrovoljnog mirovinskog stupa koje su provedive u kratkom roku

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
F-I.1.	Isplata u bilo kojem trenutku i iznosu povrh slučaja osobne trajne radne nesposobnosti nositelja ugovora o štednji, na primjer u slučaju teže bolesti supružnika ili djeteta.	Prevladavanje straha od barijere nelikvidnosti dugoročne mirovinske štednje
F-I.2.	Zalog računa dobrovoljne mirovinske štednje do 40. godine života u svrhu kupnje nekretnine i/ili mogućnost isplate u slučaju kupnje prve nekretnine	Prevladavanje straha od barijere nelikvidnosti i nadomještanje zamrlih poticaja za stambenu štednju
F-I.3.	Isplata većeg postotka ili, bolje, cjelokupnog iznosa dobrovoljne mirovinske štednje u trenutku dostizanja starosne dobi za mirovinu (65g.) ⁷⁰ bez obaveze prijenosa 70% ⁷¹ u fazu postupne isplate, ali uz plaćanje naknade	Prevladavanje straha od barijere nelikvidnosti, povećanje osobne slobode odlučivanja o vlastitim sredstvima
F-I.4.	Isplata cjelokupnog iznosa osobnih uplata uvećanih za prinos i prije dostizanja starosne dobi za mirovinu po navršeni 55 ili 60 godina života, ali uz plaćanje naknade i povrat DPS i prinosa na DPS u državni proračun, uz uvjet minimalnog prethodnog razdoblja štednje (do 10g.)	Slobodnije odlučivanje o vlastitim sredstvima, ali uz povlačenje državne potpore ako isplata ne služi javnom interesu povećanja adekvatnosti mirovine u trećoj dobi. Penali se mogu zaoštriti oporezivanjem prinosa porezom na kapitalnu dobit

70 65 godina za muškarce i 65 godina za žene od 2030., s tim da se starosna dob za žene do tada nalazi u fazi prilagodbe, te za 2025. iznosi 63g. i 9mj., za 2026. 64g., za 2027. 64g. i 3mj., itd.

71 Spominje se 70% zbog trenutačne odredbe prema kojoj je na ovaj način moguće isplatiti 30% dobrovoljne mirovinske štednje.

ZAKLJUČAK: SAŽETAK PREPORUKA

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
F-I.5.	Aktualni uvjet za početak isplate privremene ili doživotne mirovine prilagoditi duljem radnom vijeku podizanjem praga s 55 na 60 godina života	Usklađivanje s produljenim očekivanim trajanjem radnog vijeka i života
F-I.6.	Ukidanje gornjeg limita za isplatu promjenjive mirovine iz trećeg stupa putem mirovinskog društva	Pojednostavljenje regulative, lakša razumljivost sustava isplate i veća osobna sloboda odabira
F-I.7.	Povratak ulazne naknade 0,3-0,5% radi poticanja prodajnih napora mirovinskih društava i afirmacije dobrovoljne mirovinske štednje	Omasovljenje trećeg stupa
F-I.8.	Podjela naknade za upravljanje imovinom na niži fiksni dio i varijabilnu naknadu za uspješnost	Bolje uravnoteženi poticaji upravitelja mirovinskom imovinom
F-I.9.	Određivanje maksimalne stope naknade za upravljanje ovisno o vrijednosti imovine pod upravljanjem	Bolje uravnoteženi poticaji, predvidivost regulative. Limiti trebaju proizaći iz savjetovanja na temelju financijskog modela ⁷²
F-I.10.	Reforma DPS-a s ciljem jačeg naganjanja relativne snage poticaja u korist osoba s nižim dohocima i iznosima dobrovoljne mirovinske štednje, zaokruživanje iznosa DPS	Pomirenje ciljeva omasovljenja trećeg stupa i kontrole fiskalnih troškova. Optimalni DPS treba izvesti iz analiza i rada s fokus grupama radi postizanja najboljeg odnosa privlačenja novih članova i njihove štednje u odnosu na fiskalni trošak

⁷² Financijski model treba uključiti parametre društva i fondova pod upravljanjem jednog društva kako limiti ne bi bili određeni prenisko da ne odbiju ulazak novih takmaca na tržište dobrovoljne mirovinske štednje.

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
F-I.11.	Povećanje maksimalnog poreznog odbitka za poslodavce koji uplaćuju dobrovoljne mirovinske doprinose radnicima budući da je inflacija od 2011. uvelike obezvrijedila tada određen iznos (povećanje s 804 na 1000 ili 1200 eura) uz moguće proširenje poreznog štita faktorom multiplikacije stvarnog troška doprinosa	Pomirenje ciljeva omasovljenja trećeg stupa i kontrole fiskalnih troškova
F-I.12.	Uvođenje gornje dobne granice (npr. 67g. ili malo više ako se želi anticipirati povećanje očekivanog radnog vijeka i trajanja života) za isplatu DPS osobama koje u trećoj dobi ne isplaćuju dobrovoljnu štednju nego nastavljaju s uplatama	Bolja kontrola fiskalnih troškova u slučaju kada osobe s višim životnim standardom kojima ne trebaju isplate mirovina iz trećeg stupa nastavljaju uživati DPS, zbog čega javni interes za tu vrstu poticaja postaje upitan

Prikazane preporuke koje se mogu provesti odmah mogu imati osjetan utjecaj na povećanje broja članova i mirovinsku štednju u trećem stupu, ali vjerojatno ne mogu osigurati brzinu njegova širenja i masovnost koji su potrebni da bi dobrovoljna mirovinska štednja prije sredine ovoga stoljeća imala značajan učinak na adekvatnost budućih mirovina. U petom poglavlju je na stranicama 159-172 detaljno objašnjen program automatskog upisa u treći mirovinski stup uz opciju izlaza (eng. autoenrolment) koji potencijalno nosi snagu velikog omasovljenja trećeg stupa uz prelazak broja članova preko milijun u srednjem roku i s naglaskom na članove s prosječnim i ispodprosječnim dohocima. Autoenrolment bi imao jedan veliki početni val i nakon toga bi se primjenjivao trajno za sve osobe koje prvi puta sklapaju ugovor o radu. Na taj način bi treći stup u dugom roku obuhvatio većinu zaposlenih.

Razmatranje autoenrolmenta u ovoj je knjizi načelno jer je za optimalnu parametrizaciju takvog programa potrebno provesti brojne analize i pripreme koje zahtijevaju dvije do tri godine intenzivnog rada uz stalno odvijanje savjetovanja s dionicima. To znači da bi program uz uvjet vrlo efikasne pripreme mogao započeti najranije 2028. godine. Stoga su u knjizi predstavljeni samo primjeri i osnovna načela takvog programa. Radi se o automatskom učlanjenju u dobrovoljnu mirovinsku shemu u koju radnik uplaćuje doprinos na teret

smanjenja neto plaće, no ako radnik ne želi tako štedjeti za mirovinu može slobodno i bez naknade izaći iz programa kako bi izbjegao smanjenje neto plaće. U praksi su korišteni različiti poticaji za prihvaćanje ponuđene opcije – državna poticajna sredstva (na primjer nagrada dobrodošlice) i pridruženi doprinos poslodavca koji do nekoga praga prati doprinos radnika. Dobro oblikovan program zahtijeva pažljivo odmjerene parametre koji se odnose na stope ili iznose doprinosa uz limite na osnovice doprinosa koje dodaje poslodavac (ako su poslodavci uključeni program – moguće je oblikovati i program u kojem je pridruženi doprinos poslodavca dobrovoljna opcija), izravne i porezne poticaje. Također je potrebno pažljivo kalibrirati model upravljanja tako prikupljenim sredstvima dobrovoljne mirovinske štednje te kvalitetno pripremiti i izvesti informativnu i edukacijsku kampanju.

Do sada provedeni programi automatskog upisa u dobrovoljne mirovinske sheme uz opciju izlaza ne omogućuju identifikaciju najbolje prakse jer su programi nacionalno specifični s obzirom da se uklapaju u povijesno naslijeđe i strukture nacionalnih mirovinskih sustava koji se veoma razlikuju. Stoga svaka zemlja koja se odluči na autoenrolment treba na temelju općih principa razviti vlastiti model koji je najbolje prilagođen okolnostima. Poglavlje u knjizi nije veliko (13 stranica) pa je čitatelj upućen na proučavanje sadržaja, a u zaključnom bloku preporuka nisu prikazana gotova rješenja, jer ih još ne može biti. Prikazani su blokovi pitanja na koje kreatori sustava trebaju dati odgovore prije pristupanja izradi regulativnih rješenja.

Preporuke koje su prikazane u ovoj knjizi ne iscrpljuju bitne teme o mirovinama u Hrvatskoj u 21. stoljeću. Sadržaj knjige nužno je nepotpun kada je problematika tako kompleksna kao što je slučaj s dinamičkom optimalizacijom mirovinskog sustava u uvjetima dugoročnog starenja stanovništva. Neke važne teme sam zaobišao zbog ekonomije uloženog vremena i obujma same knjige, no pred sam kraj knjige želim naznačiti dvije teme.

Prva se odnosi na financijsko opismenjavanje. Nije moguće prenaslagasiti pozive na veća ulaganja i inovacije u području financijskog opismenjavanja u doba kada nove tehnologije i umjetna inteligencija omogućavaju neslućeno širenje aplikacija kroz obrazovni sustav, djelovanje vlade, regulatora i tržišnih sudionika, tradicionalne medije i društvene mreže, ali i kroz financijske i savjetodavne usluge na tržištu u kojima domišljati poduzetnici mogu pronaći nove prigode za komercijalizaciju svojih sve boljih ideja i povećanih znanja.

F-II. Blok preporuka za osnaživanje trećeg dobrovoljnog mirovinskog stupa koje su provedive u srednjem roku nakon dulje pripreme i savjetovanja (automatski upis s opcijom izlaza, eng. autoenrolment)

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
F-II.1.	Detaljan pregled uspješnih i neuspješnih programa, najmanje UK, Irska, Poljska i Turska, i druge europske zemlje u kojima će vjerojatno doći do pokušaja sa sličnim programima u nadolazećim godinama	Analiza i identifikacija korisnih iskustava iz drugih država
F-II.2.	Preliminarna razrada, uz procjenu fiskalnih učinaka, za nekoliko mogućih scenarija s različitim financijskim parametrima (doprinos radnika, doprinos poslodavca, limiti osnovica, državni i porezni poticaji, vremenske staze povećanja doprinosa i sl.)	Izrada podloge za sljedeći analitički korak
F-II.3.	Istraživanje javnog mijenja i fokus grupa s ciljem identifikacije stavova, motiva i inhibicija u odnosu prema dobrovoljnoj štednji za mirovinu općenito, kao i preliminarna procjena reakcija na različite scenarije preliminarno ustanovljenih financijskih parametara programa sa i bez obveznog pridruživanja dijela doprinosa koji plaća poslodavac	Bolje razumijevanje stavova ljudi prema dobrovoljnoj mirovinskoj štednji i prema potencijalnim modelima autoenrolmenta
F-II.4.	Razvoj financijskih modela i odabir najboljeg između mogućih modela upravljanja sredstvima s uključenim scenarijima za alokaciju pasivnih članova i naknade za upravljanje bez ulazne naknade (postojeći ODMF, novi ODMF samo za ovaj program, hibridni model upravljanja kroz OMF), uz razradu kvalifikacijskih kriterija za mirovinske štedne sheme koje su prihvatljive u okviru programa	Maksimalizacija odnosa neto prinosa i rizika uložених sredstava uz jačanje konkurencije i širenje ponude mirovinskih štednih proizvoda

Broj preporuke	Opis	Objašnjenje
F-II.5.	Razvoj modela administracije programa uz određivanje parametara administracije (administrativni troškovi, broj dozvoljenih dana za odluku o izlazu iz programa, broj godina po čijem se protoku ponavlja automatski upis za članove koji su prethodno izašli, i sl.)	Određivanje pravila i uloga dionika administrativnog procesa i nadzora (REGOS, FINA, HANFA, mirovinska društva...)
F-II.6.	Razvoj komunikacijskog plana	Pravovremene informacije i edukacija ključne su za uspjeh programa

Druga tema se odnosi na kontrolnu, informativnu, edukacijsku i političku ulogu Vlade, Sabora i institucija Europske unije. Europska komisija kroz koordinaciju izrade EU Ageing Reporta, izvještaja koji smo spominjali na nekoliko mjesta u knjizi, uz sudjelovanje nadležnih nacionalnih tijela daje velik doprinos kvaliteti dugoročnih demografskih, ekonomskih i mirovinskih projekcija koje olakšavaju usporedbe među državama članicama i pružaju analitičku podlogu za vođenje politike. Oblikovanje i prilagodba mirovinskog sustava politički je posao kroz koji se prelamaju teški odabiri između tekućih fiskalnih prioriteta, nužnog čuvanja dugoročne održivosti nacionalnih fiskalnih okvira i etičnog pomirenja različitih smjerova međugeneracijske solidarnosti. Te smjerove smo u ovoj knjizi definirali kao uzvodnu međugeneracijsku solidarnost od aktivne generacije prema roditeljskoj generaciji koja je ušla u treću dob, i nizvodnu međugeneracijsku solidarnost od roditeljske i aktivne generacije prema onima koji će naslijediti ovo društvo – djeci, pa i nerođenoj djeci iz generacija koje dolaze. Fiskalna i politička pitanja koja proizlaze iz ekonomskih i etičkih okvira ne mogu se jednostavno prepustiti demokratskoj matematici danas aktivnih glasača ako oni nedovoljno uzimaju u obzir interese djece i budućih generacija koji još nemaju glas. Postavlja se pitanje kako bi demokratski aktivne generacije trebale uzeti u obzir interese generacija koje dolaze. Doduše, nizvodna međugeneracijska solidarnost široko je prisutna u javnim raspravama. Kao pojedinci donosimo često teške odluke o nasljeđivanju obiteljske imovine. Na kolektivnoj razini često možemo čuti pitanja kakvu zemlju ostavljamo našoj djeci i unucima, i što možemo učiniti kako bi oni imali najmanje jednake, a po mogućnosti i bolje šanse za život od života kakav mi imamo. Međutim, kada započnu poli-

tičke rasprave pod diktatom aktualnog političkog trenutka i borba za sredstva iz proračuna poprimi uobičajeno napeta obilježja, međugeneracijska perspektiva lako se gubi iz vida. Zadatak njezina očuvanja jedan je od najvažnijih zadataka institucija, prvenstveno parlamenta, i jedne javnosti uglavnom nepoznate ali iznimno važne neovisne institucije koja je oslonjena na Sabor, a ne na Vladu – Povjerenstva za fiskalnu politiku Republike Hrvatske.

Temeljna zadaća Povjerenstva za fiskalnu politiku je nadzirati javne financije radi osiguranja njihove dugoročne održivosti i njihovog unaprjeđenja. Povjerenstvo ima ulogu supervizora nad provođenjem fiskalne politike države u cijelosti. Povjerenstvo zagovara javnost i promiče kulturu fiskalne odgovornosti u provođenju fiskalne politike u Republici Hrvatskoj kroz neovisnu analizu fiskalne politike i poticanje stručnih rasprava.⁷³ Prema tome, Povjerenstvo je ključan forum, neposredno naslonjen na Sabor, utemeljen na načelima analize, stručnosti, javnog dijaloga i demokratske otvorenosti, kroz čije jačanje treba promicati dugoročnu fiskalnu održivost i odgovornost. Radi se o jasno definiranom okviru za dugoročna promišljanja koji upravo zaziva analizu i raspravu o financijama mirovinskog sustava koja je uklopljena u širi okvir analiza i rasprava o cjelini fiskalne politike. Međutim, analize i rasprave o uklapanju mirovinskog sustava u cjelinu fiskalne politike u dugom roku, kao i teme o tome kako ojačati ulogu Povjerenstva za fiskalnu politiku, izlaze izvan okvira ove knjige jer zahtijevaju još jednu knjigu.

Ipak, razmatranje šireg fiskalnog okvira u dugom roku za sam kraj navodi me na kratku zaključnu raspravu o mogućim mjerama koje u ovoj knjizi nisu oblikovane kao preporuke jer su veoma teške i kompleksne, pa ih ostavljam za neko buduće izdanje knjige *Mirovine za 21. stoljeće*. Ozbiljna razrada tih mjera zahtijevala bi još jednu knjigu. Stoga raspravu o uklapanju financija mirovinskog sustava u širi okvir održivosti fiskalne politike u dugom roku za sada možemo iskoristiti za zabadanje zastavice koja će nas dočekati kao podsjetnik idući put kada se nađemo ovdje.

Sve u vezi mirovina stvar je političkog odabira u danom i očekivanom fiskalnom okviru. Jasno je da su formula za izračun mirovine iz prvog stupa i dodatna mirovinska prava koja zbog nedostatnih doprinosa zahtijevaju nadopunjavanje mirovinskog fonda prvog stupa koji se puni obveznim mirovinskim doprinosima iz proračuna razmjerno deficitu koji iznosi oko 4%

73 Izvor: internetska stranica Povjerenstva.

BDP-a, stvar političke odluke. Drugi i treći mirovinski stup doimaju se kao nešto drugo jer „prava“ na mirovinu nisu politički dana, nego su varijabilna jer zavise o doprinosima i prinosima. Međutim, osnivanje i način funkcioniranja drugog i trećeg mirovinskog stupa također su plod političkih odluka pri kojima je netko pokušao napraviti nešto što u politici nije uobičajeno – sagledati višedesetljetnu perspektivu uz dane pesimistične demografske projekcije, koje se ostvaruju. Takvo sagledavanje dovelo je do kolektivne odluke da pokušamo smanjiti tekuću kolektivnu potrošnju i povećamo štednju kako bismo raspolagali s više sredstava u budućnosti.

Kolektivno odlučivanje o rasporedu dodane vrijednosti između tekuće potrošnje i štednje odnosno ulaganja politička je svakodnevnica utkana u većinu Vladinih prijedloga i odluka Sabora. Povećati plaće u državnom sektoru ili graditi infrastrukturu? Dati više za subvencije ili smanjiti deficit proračuna? Različita društva pristupaju odgovorima na ova pitanja na različite načine, pri čemu i trenutačne okolnosti igraju ulogu.

Zbog toga nas ništa ne priječi u razmatranju različitih kombinacija rasporeda proračunskih primitaka na tekuće izdatke i štednju odnosno ulaganja. Sutra se možemo dogovoriti oko povoljnije formule za izračun mirovina iz prvog stupa i zadužiti se te odgoditi suočavanje s posljedicama za prekosutra. Povećali smo tekuću kolektivnu potrošnju i smanjili resurse s kojima ćemo raspolagati u budućnosti u koju prenosimo veći dug. Sutra se možemo dogovoriti oko povoljnije formule za izračun mirovina iz prvog stupa ali ne zadužiti se, nego pronaći izvore u proračunskim uštedama. Na primjer, poznato je da državna potrošnja u Hrvatskoj, koja se sastoji od plaća, materijalnih troškova, subvencija i amortizacije imovine u vladinom sektoru, čini oko 23% BDP-a. To je znatno više od istovrsnoga omjera za zemlje na usporedivom stupnju razvoja (Mađarska i Slovenija bilježe 21%).⁷⁴ Kada bismo pronašli političke volje i upravljačkih sposobnosti da se poravnamo sa donekle sličnim susjedima, raspolagali bismo s 2% BDP-a svake godine oko kojih bismo se mogli početi politički dogovarati što da s njima napravimo. Dio, zašto ne sve, možemo iskoristiti za povećanje mirovina. U tom slučaju ne bismo promijenili ukupan odnos kolektivne tekuće potrošnje i štednje odnosno ulaganja, nego bismo samo promijenili strukturu tekućih izdataka. No, zašto razgovarati samo o pove-

74 Izvor: Eurostat, za treće tromjesečje 2024. Stavka se u izvorniku u okviru fiskalne statistike naziva (eng.) final consumption expenditure.

ćanju mirovina iz prvog stupa; zašto ne razmisliti o alternativnom rješenju – da se svim korisnicima posebnih mirovinskih prava (na primjer, korisnicima najniže mirovine) osnovna mirovina uveća za isti apsolutni iznos kao da su se u fazi isplate vratili u prvi stup, iako to ne moraju učiniti ako im je tako uvećana osnovna mirovina uz dodatak mirovine iz drugog stupa (dakle ukupna kombinirana mirovina) povoljnija od mirovine koju bi imali u slučaju povratka u prvi stup u fazi isplate.⁷⁵ Štoviše, u tom slučaju možemo imati još ambiciozniji dogovor što pokazuje da mirovinski stupovi nisu ni u kakvoj financijskoj koliziji kada se razmatraju u širem fiskalnom okviru: možemo dio ušteda na Vladinim troškovima, ako su dovoljno izdašne, koristiti za povećanje osnovne mirovine novih umirovljenika koji izlaze iz drugog stupa s pravom na najnižu mirovinu, a dio za povećanje mirovina postojećih korisnika mirovine iz prvog mirovinskog stupa. A opet, netko može vjerovati da nema smisla smanjivati Vladine troškove i da se mirovine iz prvog stupa trebaju povećati tako da se dokinu uplate u drugi mirovinski stup i vrate u prvi. Sada je financijska kolizija mirovinskih stupa očita. Očito je i to da smo povećali ukupnu tekuću potrošnju i smanjili štednju odnosno ulaganja. Vremenski raspored je promijenjen i treba odgovoriti na pitanje kakve su dugoročne posljedice takvog poteza u uvjetima starenja stanovništva.

U knjizi je objašnjeno kako različita društva na različite načine uklapaju svoje mirovinske sustave u širi kontekst teških fiskalnih odabira između tekuće potrošnje i štednje odnosno ulaganja. Podsjetimo da Norvežani dio prihoda od svojih prirodnih resursa stavljaju na stranu, ulažu i čuvaju za mirovine i generacije koje dolaze. Ako o tome sada ponovo promislimo u širem i dugoročnom fiskalnom okviru, shvatit ćemo da oplodivanje štednje za buduće mirovine ujedno služi generacijama koje dolaze jer one će morati plaćati manje mirovinske doprinose za financiranje mirovina roditelja, djedova i baka (s produljenjem očekivanog životnog vijeka mnogi zaposleni će u isto vrijeme imati u mirovini i roditelje i djedove i bake): dio njihovih mirovina moći će se financirati iz ušteda i prinosa na ulaganja.

U razmatranju demografskih fondova fiskalne rezerve natuknuli smo nerazrađenu mogućnost da i Hrvatska osnuje takav fond iz sezonskog ljetnog viška prihoda od PDV-a. Sada vidimo da je sezonski ljetni višak prihoda od PDV-a samo slučajna analogija jer je povezan s (turističkom) rentom od pri-

75 Autor ove ideje je recenzent knjige Danijel Nestić.

rodnog resursa (Jadrana). Ako želimo, možemo se dogovoriti o financiranju demografskog fonda fiskalne rezerve iz bilo kojeg drugog izvora javnih prihoda – dijela trošarina, poreza na dobit, dohodak, svejedno je. Možemo jednostavno odrediti da se na primjer 1% (ili bilo koji drugi postotak) prihoda središnjeg državnog proračuna svake godine preusmjeri u takav fond i ulaže. Samo se onda još trebamo dogovoriti kako će, kada i kome prinos od ulaganja uvećati mirovine i dokle ćemo u tom fondu akumulirati glavnici. Sve je stvar političkog dogovora koji ima posljedice po raspored između tekuće potrošnje i štednje odnosno ulaganja.

Naravno, možemo se dogovoriti i da nam ova vrsta razmatranja i financijskih konstrukcija uopće nije potrebna. Možda već imamo društveni sporazum o tome da je postojeći mirovinski sustav uz neke dorade i unaprjeđenja dovoljno dobar da omogući pristojne mirovine u budućnosti, a ako nešto zapne po putu dogovorit ćemo se o novim formulama. Naravno, uz uvjet nastavka gospodarskoga rasta. Jer, bez gospodarskoga rasta ni najbolji mirovinski sustav na svijetu ne može osigurati adekvatne mirovine.

Na samom kraju moram priznati da u ovom trenutku nisam siguran jesmo li se u Hrvatskoj išta dogovorili oko mirovinskog sustava. Mislim da su sve teme otvorene, ali mislim i da imamo konceptualno dobro postavljen sustav koji uz dorade i unaprjeđenja omogućava prolazak kroz neizvjesno stoljeće koje već jest, a bit će još i više, obilježeno starenjem stanovništva.

O autoru

Velimir Šonje je konzultant, vlasnik i direktor savjetničke tvrtke Arhivanalitika, osnivač i glavni urednik portala Ekonomski lab. U javnosti je poznat kao redoviti komentator ekonomskih zbivanja i jedan od autora antiinflacijskog programa iz 1993. godine. Radio je kao istraživač u Ekonomskom institutu u Zagrebu od 1990. do 1995., direktor Direkcije za istraživanja i izvršni direktor Sektora za istraživanja i statistiku Hrvatske narodne banke od 1995. do 2000., član uprave Raiffeisenbank Austrija d.d. Zagreb od 2000. do 2003. i kao predsjednik uprave društva za upravljanje fondovima ICF Invest 2008.-2009. godine. Bio je i prvi predsjednik nadzornog odbora Raiffeisen mirovinskog društva 2002.,



izravno uključen u pokretanje mirovinske reforme. Radio je kao dugogodišnji predavač na kolegiju Financijske institucije i tržišta na Zagrebačkoj školi ekonomije i menadžmenta. Tijekom konzultantskog dijela karijere radio je za klijente iz Hrvatske, SAD-a i Ujedinjene Kraljevine te za međunarodne financijske institucije – Međunarodni monetarni fond i Svjetsku banku. Pored angažmana u područjima makroekonomske i financijske analize, bankarstva, razvoja financijskih tržišta i unaprjeđenja konkurentnosti, Velimir Šonje je kroz godine bio nekoliko puta angažiran od strane Svjetske banke te konzultantske kuće Deloitte na savjetodavnim poslovima i analizama vezanim uz mirovinske sustave u Hrvatskoj i Ukrajini. Redovit je gost na konferencijama. Napisao je osamdesetak znanstvenih i stručnih članaka objavljenih u časopisima i zbornicima radova. Autor je ili koautor dvadeset i tri knjige ili poglavlja u knjigama, od kojih je deset objavljeno u inozemstvu, a istaknutiji naslovi njegovih novijih knjiga su Euro u Hrvatskoj: za i protiv (2018.), Prešućeni trijumf liberalizma: praktična važnost slobode 1989.-2019. (s Darkom Polšekom, 2019.) i Koronaekonomika: pet jahača apokalipse (s Kristijanom Kotarskim, 2020.) koja je zahvaljujući Europskom liberalnom forumu izdana i na engleskom jeziku 2021. Primio je nagrade Hrvatske gospodarske komore za najboljeg ekonomskog analitičara u Hrvatskoj 2019. godine i Akademije Zagrebačke burze za doprinos edukaciji o tržištu kapitala za 2021. godinu. Velimir Šonje je i investitor, suvlasnik hrvatske aviokompanije ETF Airways gdje obavlja dužnost zamjenika predsjednika nadzornog odbora.

Zadovoljstvo je ponovo pred sobom imati tekstove iz kojih svatko može nešto naučiti i koji potiču na razmišljanje. Ovo „svatko može nešto naučiti“ nikako se ne smije shvatiti kao pokuda knjige ili naznaka svaštarenja, već ukazuje na širok krug čitatelja koji će sa zadovoljstvom pročitati knjigu i pronaći u njoj dovoljno saznanja i inspirativnih materijala za razmišljanje bez obzira na prethodnu razinu poznavanje teme. Obični građani, studenti ekonomije, stručnjaci iz područja mirovina i socijalne politike, aktivni sudionici mirovinskog sustava iz fondova, mirovinskih društava i regulatora, te svakako kreatori mirovinske politike mogli bi je sa zadovoljstvom čitati.

dr. sc. Danijel Nestić

ISBN 978-953-50152-1-5
CIJENA 0 EUR



9 789535 015215