

Aleš Berk Skok
Igor Lončarski
Dominik Majhenič
Taja Pečnik
Jože Sambt

330

320

310

300

290

280

Učinkovito varčevanje za starost – institucionalni in vedenjski vidiki

A 8 4 5 4 2 3 2 3 5 5 6

90

80

70

60

50

40

30

20

10

0

Aleš Berk Skok
Igor Lončarski
Dominik Majhenič
Taja Pečnik
Jože Sambt

UČINKOVITO VARČEVANJE ZA STAROST – INSTITUCIONALNI IN VEDENJSKI VIDIKI

Univerza v *Ljubljani* **EKONOMSKA** FAKULTETA
Založništvo

Znanstvene monografije Ekonomske fakultete

E-izdaja

Avtorji: Aleš Berk Skok, Igor Lončarski, Dominik Majhenič, Taja Pečnik, Jože Sambt
Učinkovito varčevanje za starost – institucionalni in vedenjski vidiki

Založila: Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta v Ljubljani,
Za založnika: dekanja prof. dr. Metka Tekavčič

Uredniški odbor: prof. dr. Mojca Marc (predsednica), doc. dr. Mateja Bodlaj,
prof. dr. Andreja Cirman, lekt. dr. Nadja Dobnik,
prof. dr. Marko Košak, prof. dr. Tjaša Redek
prof. dr. Miha Škerlavaj

Recenzenta: prof. dr. Matej Marinč in prof. dr. Arjana Brezigar Masten

Lektorica: Danijela Čibej

Oblikovna zasnova
naslovnice: Robert Ilovar
Priprava spletne izdaje: Nina Kotar

Ljubljana, 2023
Cena 0,00



Monografija je v PDF dostopna na spletni strani
http://www.ef.uni-lj.si/zaloznistvo/raziskovalne_publicacije

Kataložni zapis o publikaciji (CIP) pripravili v Narodni in univerzitetni knjižnici v Ljubljani
COBISS.SI-ID 159326979
ISBN 978-961-240-392-8 (PDF)

KAZALO

1	UVOD	1
	<i>Prvi del: STARANJE PREBIVALSTVA IN PROBLEMATIKA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN</i>	3
2	PROBLEMATIKA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN V SLOVENIJI	3
3	UMESTITEV SLOVENIJE NA PODROČJU SISTEMA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN	8
3.1	Švedska	8
3.2	Nizozemska	11
3.3	Danska	13
3.4	Avstrija	17
3.5	Velika Britanija	21
3.6	Združene države Amerike (ZDA)	24
3.7	Avstralija	27
3.8	Poljska	29
3.9	Češka	33
3.10	Madžarska	36
3.11	Hrvaška	38
3.12	Slovenija	42
3.13	Sklep	45
3.14	Ozadje reform pokojninskega sistema v izbranih državah: Avstrija in Švedska	48
4	MAKROEKONOMSKI VIDIKI POKOJNINSKEGA VARČEVANJA	50
4.1	Staranje prebivalstva in gospodarska rast	50
4.1.1	Ekonomski transferji med starostnimi skupinami	51
4.1.2	Prva in druga demografska dividenda	52
4.1.3	Rezultati	56
4.2	Vpliv razvitosti in delovanja kapitalskih trgov in pokojninskih skladov na gospodarsko rast	60
5.2.1	Kapitalski trgi in gospodarska rast	60
4.2.2	Pokojninski skladi in gospodarska rast	61
4.2.3	Pokojninska sredstva izbranih držav	64
	<i>Drugi del: VEDENJSKI VIDIKI POSAMEZNIKA PRI ODLOČITVAH O VARČEVANJU ZA STAROST</i>	69
5	VIDIKI POSAMEZNIKA	69
5.1	Vedenjske finance	69
5.2	Vedenjske pristranskosti, ki najbolj vplivajo na odločitve o varčevanju za starost	71
5.2.1	Dispozicijski učinek in teorija izgledov	71
5.2.2	Pravilo palca	73
5.2.3	Hevristika 1/n	73
5.2.4	Pretirana samozavest	74

5.2.5	Ekstrapolacijska pristranskost	75
5.2.6	Učinek izstopajočega dogodka	75
5.2.7	Sidranje	75
5.2.8	Čredništvo	76
5.2.9	Status nedejavnosti	76
5.2.10	Odlaganje s pričetkom varčevanja	77
5.2.11	Samokontrola	78
5.2.12	Okvirjanje	79
5.2.13	Miselno računovodstvo	80
5.3	Teorija življenjskega cikla	81
5.3.1	Standardna teorija življenjskega cikla	81
5.3.2	Vedenjska teorija življenjskega cikla	83
5.3.3	Potrošniška vrzel	86
5.3.4	Primeri vedenjske teorije življenjskega cikla v praksi	88
5.4	Sklep o vedenjskih dejavnikih varčevanja za starost	91
5.5	Vzroki in posledice neracionalnega varčevalnega vedenja v Sloveniji	93
Tretji del: PREDLOG SISTEMA P-RAČUNOV IN PRIKAZ SIMULACIJ ZA IZBRANE PROFILE POSAMEZNIKOV		95
6	PREDLOG UVEDBE SISTEMA P-RAČUNOV V SLOVENIJI	95
7	UČINKI UVEDBE NALOŽBENIH OBLIK POKOJNINSKEGA SISTEMA	102
8	SIMULACIJA VARČEVALNIH PROFILOV	107
8.1	Opredelitev tipskih profilov posameznikov	107
8.2	Opredelitev značilnosti naložbenih razredov	108
8.3	Rezultati simulacij	113
8.3.1	Pristop	113
8.3.2	Predpostavke	114
8.3.3	Podrobni rezultati simulacij po kohortah in dohodkovnih razredih	115
8.3.4	Agregatni rezultati simulacij po kohortah in dohodkovnih razredih	122
9	SKLEPNE UGOTOVITVE	124
10	LITERATURA IN VIRI	127

KAZALO TABEL

Tabela 1: Število in delež prebivalstva Slovenije po velikih starostnih skupinah v izbranih letih med 2019 in 2060 (na dan 1. januarja posameznega leta)	4
Tabela 2: Projekcije javnofinančnih izdatkov za pokojnine (% od BDP), kot jih je v letu 2018 objavila Evropska komisija	6
Tabela 3: Ključni podatki o švedskem pokojninskem sistemu	10
Tabela 4: Ključni podatki o nizozemskem pokojninskem sistemu	13
Tabela 5: Ključni podatki o danskem pokojninskem sistemu	16
Tabela 6: Ključni podatki o avstrijskem pokojninskem sistemu	20
Tabela 7: Ključni podatki o pokojninskem sistemu v Veliki Britaniji	22
Tabela 8: Ključni podatki o pokojninskem sistemu v ZDA	26
Tabela 9: Ključni podatki o avstralskem pokojninskem sistemu	29
Tabela 10: Ključni podatki o poljskem pokojninskem sistemu	33
Tabela 11: Ključni podatki o češkem pokojninskem sistemu	35
Tabela 12: Ključni podatki o madžarskem pokojninskem sistemu	38
Tabela 13: Ključni podatki o hrvaškem pokojninskem sistemu	41
Tabela 14: Ključni podatki o slovenskem pokojninskem sistemu	44
Tabela 15: Zbirni pregled ključnih podatkov po državah.	46
Tabela 16: Predpostavke za izračun prve in druge demografske dividende ter kumulativni učinek prve in druge demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju 2020–2060	57
Tabela 17: Delitev držav glede na višino sredstev v naložbenih pokojninskih shemah v letu 2018	65
Tabela 18: Standardna in vedenjska teorija življenjskega cikla	86
Tabela 19: Prikaz varčevalnih in fiskalnih učinkov uvedbe P-računov	106
Tabela 20: Prikaz donosnosti in nestanovitnosti temeljnih naložbenih razredov v času (v %)	111
Tabela 21: Razmerja med anuiteto na podlagi privarčevanih sredstev in zadnjim razpoložljivim dohodkom pred upokojitvijo glede na začetek varčevanja in porazdelitev možnih vrednosti premoženja ob upokojitvi	122
Tabela 22: Vrednost anuitet na podlagi privarčevanih sredstev v letu 2020 v EUR glede na začetek varčevanja in porazdelitev možnih vrednosti premoženja ob upokojitvi	123

KAZALO SLIK

Slika 1: Starostna piramida prebivalstva Slovenije v letih 2019 in 2060 (stanje na dan 1. januarja)	4
Slika 2: Gibanje koeficienta starostne odvisnosti starih (tj. razmerja med številom starih 65+ in številom starih 20–64 let)	5
Slika 3: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Švedskem	9
Slika 4: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Nizozemskem	12
Slika 5: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Danskem	14
Slika 6: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v Avstriji	18
Slika 7: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v Veliki Britaniji	22
Slika 8: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v ZDA	25
Slika 9: Izdatki za javne starostne pokojnine kot % BDP v Avstraliji	27
Slika 10: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Poljskem	31
Slika 11: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Češkem	34
Slika 12: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Madžarskem	37
Slika 13: Javni izdatki za pokojnine kot % BDP na Hrvaškem	40
Slika 14: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v Sloveniji	43
Slika 15: Kumulativni učinek prve demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju od leta 2020 do posameznega leta (v %)	58
Slika 16: Kumulativni učinek druge demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju od leta 2020 do posameznega leta (v %)	58
Slika 17: Kumulativni skupni učinek prve in druge demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju od leta 2020 do posameznega leta (v %)	59
Slika 18: Skupaj sredstva v upravljanju v naložbenih in zasebnih pokojninskih načrtih v državah OECD	62
Slika 19: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in indeksom globine finančnih trgov	65
Slika 20: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in indeksom finančne razvitosti	66
Slika 21: Povezanost med povprečnimi sredstvi na posameznika (kot % BDP per capita) in nadomestitveno stopnjo prvega stebra	67
Slika 22: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in upravljanjem (governance)	67
Slika 23: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in kakovostjo institucij (institutional quality)	68
Slika 24: Ilustracija enakomerne potrošnje	83
Slika 25: Piramida virov proračuna in piramida porabe proračuna	84
Slika 26: Razporeditev višine prispevkov v pokojninskih načrtih	90
Slika 27: Neto nadomestitveno razmerje ob upokojitvi za moške v obdobju 2016–2060 pri različnih predpostavkah o velikosti obveznega drugega stebra	103
Slika 28: Stroški tranzicije pokojninskega sistema v obdobju 2016–2060 pri različnih predpostavkah o velikosti obveznega drugega stebra (v % BDP)	104
Slika 29: Prikaz nestanovitnosti temeljnih naložbenih razredov v času	109

Slika 30: Prikaz mejnih vrednosti donosnosti pri treh standardnih odklonih od povprečja (3 sigma)	112
Slika 31: Prikaz mejnih vrednosti donosnosti pri dveh standardnih odklonih od povprečja (2 sigma)	112
Slika 32: Prikaz mejnih vrednosti donosnosti pri enem standardnem odklonu od povprečja (1 sigma)	113
Slika 33: Podroben prikaz simulacij po posameznih starostnih kohortah pričetka varčevanja in izbranih dohodkovnih razredih	116

1 UVOD

Največji projekt v življenju je za marsikoga zagotovitev zadostne pokojnine. Za doseg tega cilja so potrebni pravočasno načrtovanje, pravilne odločitve o izboru naložb in disciplina. Države imajo razvite zelo različne sistemske rešitve, ki so v ta namen na voljo posameznikom in podjetjem. Slovenija na področju pokojninskega varčevanja sodi v skupino držav, ki pokojnine pretežno zagotavljajo prek pretočnega sistema, znotraj katerega aktivne generacije prek prispevkov zagotavljajo pokojnine upokojenim generacijam. Finančni sistem imamo slabo razvit, kapitalski trgi ne opravljajo učinkovito svoje osnovne funkcije – tj. zagotavljanje virov financiranja podjetjem prek prenosa prihrankov od gospodinjestev.

Namen monografije je na podlagi pregleda in primerjave različnih institucionalnih ureditev in najboljših praks sistemov varčevanja za starost po svetu podati praktičen predlog sprememb sistema pokojninskega varčevanja v Sloveniji.

V monografiji najprej obravnavamo različne oblike varčevanja in dobrih praks v evropskih državah, ZDA in v Avstraliji. Predstavljamo pomen glede na BDP, oblike, strukturo sistemov, davčno obravnavo in dajemo vpogled v preskrbljenost prebivalstva z viri dohodka v neaktivnem življenjskem obdobju. Te oblike in strukturo primerjamo z naložbenimi oblikami v Sloveniji in jih presojava z vidika pričakovanih demografskih sprememb naše družbe. V okviru tega je cilj podati pregled vplivov sistemsko urejenega sistema pokojninskega varčevanja na gospodarsko rast ter blaginjo.

Nadalje je cilj monografije predstaviti vplive vedenjskih pristranskosti posameznikov na varčevalne in investicijske odločitve (obravnavamo vplive na odločitve glede pričetka varčevanja, koliko in kako se varčuje). Dober institucionalni okvir varčevanja za starost je namreč potreben pogoj za učinkovit sistem, za samo delovanje sistema pa vsekakor ni tudi zadosten pogoj. Odločitve so prepuščene posameznikom, ki so podvrženi vedenjskim pristranskostim tako pri varčevanju kot tudi pri investicijskih odločitvah. Cilj je izpostaviti pomembne dobre prakse in ureditve, ki vedenjske pristranskosti minimizirajo, s tem pa vodijo do učinkovitega varčevanja na eni strani in izbora primernih naložbenih oblik na drugi.

Končni cilj monografije je oblikovati in predstaviti predlog uvedbe sistema primerne pokojninske varčevalne oblike pri nas ter ga ovrednotiti z vidika javnofinančnih vplivov ter vzdržnosti. Primerjamo učinke prostovoljne (spodbujajoče) uvedbe dodatnih oblik v III. pokojninskem stebru z učinki prestrukturiranja trenutnega pokojninskega sistema v smeri uvedbe obveznega varčevanja, ki bi del trenutnih pokojninskih prispevkov prekanaliziral v naložbene pokojninske oblike. V tem delu tudi pokažemo, koliko varčevanja je dodatno potrebnega za doseganje vzdržnih pokojninskih prihodkov posameznikov, pri čemer upoštevamo različne profile posameznikov glede na razpoložljiv dohodek gospodinjstva. Pri oblikovanju rešitve smo posebno pozornost namenili problematiki, ki se je tudi v razvitih državah pokazala za zelo trdovratno in neželeno – zelo neenakomerni razporeditvi privarčevanih sredstev po dohodkovnih/premoženjskih razredih populacije.

Monografija metodološko sloni na pregledu literature s področja dolgoročnega varčevanja, ki osvetljuje ekonomsko učinkovitost. Predvsem mislimo na učinkovitost z dveh vidikov: z vidika dinamične učinkovitosti, kjer gre za obravnavo optimalnega razmerja (t. i. *trade-off*) med sedanjo in prihodnjo potrošnjo (oziroma stopnjo varčevanja, ki napaja prihodnjo potrošnjo), in z vidika učinkovitosti alokacije kapitala, ki obravnava konsistentno alokacijo prihrankov v naložbene razrede z vidika njihovih temeljnih značilnosti (donosnost in tveganje). Uporabljamo metodo sinteze dobrih praks in ugotovitev ter demografske in finančne simulacije, s pomočjo katerih pokažemo obe demografski dividendi in končne učinke novega predlaganega sistema.

Monografija je sestavljena iz treh večjih delov. V prvem delu obravnavamo splošno problematiko oziroma vpliv staranja prebivalstva na zmožnost zagotavljanja ustrezne ravni pokojnin v okviru obstoječega pretočnega sistema. Pri tem podamo pregled in primerjavo ureditev po posameznih državah in makroekonomski vidik pomena kapitalskih sistemov varčevanja za starost. V drugem delu obravnavamo vedenjske vidike odločitev posameznika za pričetek varčevanja za starost, vidike obsega in izbora naložb. V zadnjem delu monografije na podlagi ugotovitev o dobrih praksah iz prvih dveh delov, kakor tudi institucionalnih posebnosti Slovenije, predlagamo sistem t. i. P-računov. Predlog podpremo tudi z ustreznimi izračuni in simulacijami.

Prvi del: STARANJE PREBIVALSTVA IN PROBLEMATIKA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN

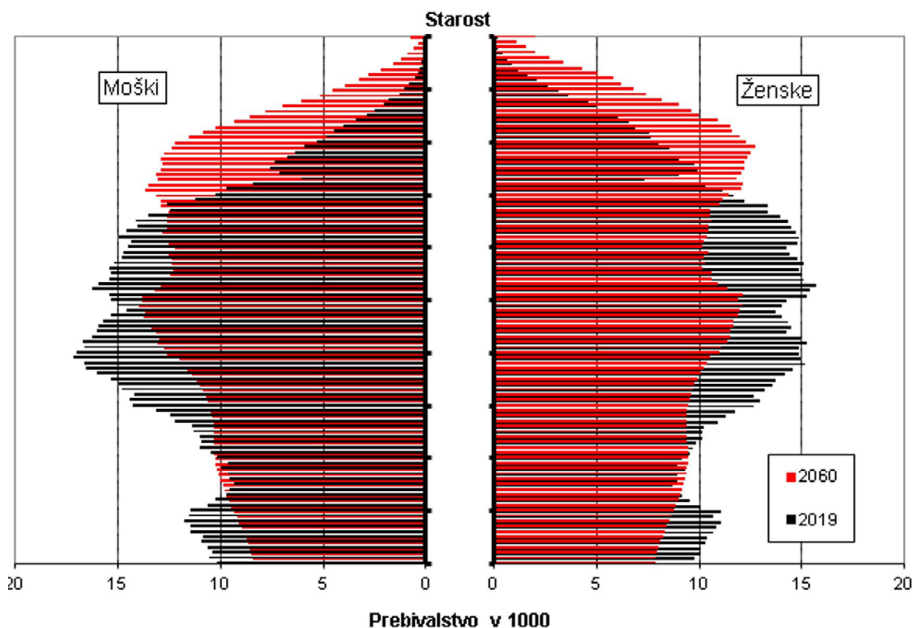
Prvi del monografije je namenjen mednarodnemu pregledu različnih institucionalnih ureditev in najboljših praks sistemov varčevanja za starost. Študijo tako začenjamo s pregledom oblik varčevanja in dobrih praks v evropskih državah, ZDA in Avstraliji. Predstavljamo pomen glede na BDP, oblike, strukturo sistemov, davčno obravnavo in dajemo vpogled v preskrbljenost prebivalstva z viri dohodka v neaktivnem življenjskem obdobju. Te oblike in strukturo primerjamo z naložbenimi oblikami v Sloveniji in jih presojava z vidika pričakovanih demografskih sprememb naše družbe. V okviru tega bomo pripravili pregled vplivov sistemsko urejenega sistema pokojninskega varčevanja na gospodarsko rast ter blaginjo.

2 PROBLEMATIKA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN V SLOVENIJI

V Sloveniji je v letu 1980 rodnost še zadnjič dosegala stopnjo celotne rodnosti 2,1 otroka na žensko, kolikor je v razvitih državah potrebno za obnavljanje prebivalstva na dolgi rok, če ni migracij. Po tem letu je sledil strmi upad na zgolj 1,2 otroka na žensko v letu 2003, v zadnjih letih pa ustalitev na ravneh med 1,5 in 1,6 otroka na žensko. Kljub temu da se je rodnost znižala pod raven, potrebno za obnavljanje prebivalstva, že leta 1980, je število prebivalstva Slovenije v tem obdobju še vedno naraščalo. To je bila posledica ugodne starostne strukture prebivalstva, hitrega podaljševanja življenjskega pričakovanja in pozitivnih neto migracij. Tudi v prihodnjih nekaj desetletjih v skladu z najnovejšimi rezultati demografskih projekcij Eurostata ne pričakujemo bistvenega zmanjševanja števila prebivalstva, vendar se bo drastično spremenila starostna struktura prebivalstva. V sliki 1 prikazujemo število prebivalstva po starosti in spolu s pomočjo starostne piramide. Hkrati prikazujemo dejansko stanje v letu 2019 (črna piramida) in projekcije za leto 2060 (rdeča piramida).

V tabeli 1 dopolnjujemo splošen prikaz glede starostne strukture prebivalstva še z natančnimi vrednostmi, kot jih je maja 2020 objavil Eurostat v svojih najnovejših demografskih projekcijah (EUROPOP2019). V obdobju do leta 2060 naj bi se torej število prebivalstva gibalo med 2,1 in 1,9 milijona. Ob tem naj bi bilo leta 2040 število prebivalcev enako kot leta 2019, to je 2,08 milijona prebivalcev. V tem obdobju projekcij naj bi predpostavljeno nadaljnje podaljševanje dolgoživosti in pozitivne neto migracije nevtralizirali negativni vpliv rodnosti, za katero se predpostavlja, da bo postopoma rahlo naraščala, vendar bo še naprej pod ravno za obnavljanje prebivalstva.

Slika 1: Starostna piramida prebivalstva Slovenije v letih 2019 in 2060 (stanje na dan 1. januarja)



Vir: Eurostat, 2020.

Kot vidimo v sliki 1, natančneje pa v tabeli 1, naj bi se ob tem prebivalstvu Slovenije drastično spremenila starostna struktura. Delež prebivalcev v delovnem kontingentu (torej v delovni starosti) naj bi se s 60,6 % v letu 2019 znižal na zgolj 50,6 % vseh prebivalcev, ob tem pa se bo na drugi strani delež prebivalcev v starosti 65 let in več z 19,8 % v letu 2019 zvišal na 31,3 % v letu 2060.

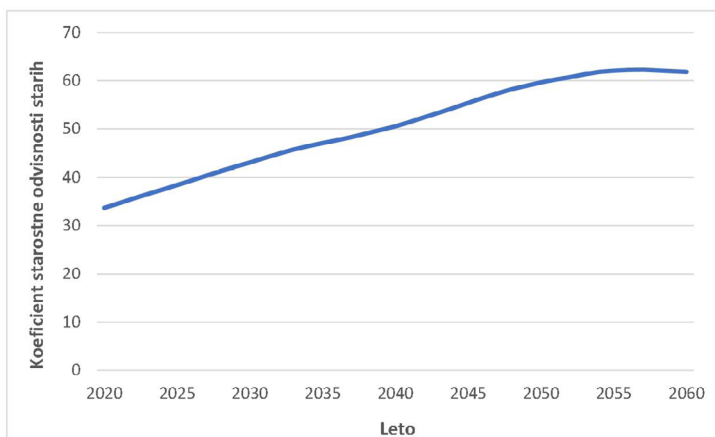
Tabela 1: Število in delež prebivalstva Slovenije po velikih starostnih skupinah v izbranih letih med 2019 in 2060 (na dan 1. januarja posameznega leta)

	2019	2030	2040	2050	2060
Število prebivalcev po posameznih starostnih skupinah					
P 0–19	406.561	394.309	357.119	364.854	359.021
P 20–64	1.261.293	1.197.267	1.145.528	1.051.695	1.007.442
P 65+	413.054	514.740	578.975	627.202	622.941
Skupaj	2.080.908	2.106.316	2.081.622	2.043.751	1.989.404
Odstotki prebivalcev po posameznih starostnih skupinah					
P 0–19	19,5	18,7	17,2	17,9	18,0
P 20–64	60,6	56,8	55,0	51,5	50,6
P 65+	19,8	24,4	27,8	30,7	31,3
Skupaj	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Vir: Eurostat, 2020.

Ker se bo delež starih 65+ povečal kar za okrog polovico, delež prebivalcev v delovni starosti pa močno zmanjšal, se bo med tema dvema starostnima skupinama še posebno zaostri razmerje, ki se imenuje »koeficient starostne odvisnosti starih« (SURS, 2020) in gre za pomemben demografsko ekonomski kazalnik. Kot vidimo v sliki 2, se bo skozi obdobje projekcij koeficient starostne odvisnosti starih skoraj podvojil – s 33 v letu 2019 na 62 v letu 2060. Že do leta 2050 pa se bo to razmerje povečalo na 60 in tudi nasploh se bo opisani proces staranja prebivalstva skoraj v celoti zaključil že do leta 2050, torej v prihodnih treh desetletjih.

Slika 2: Gibanje koeficienta starostne odvisnosti starih (tj. razmerja med številom starih 65+ in številom starih 20–64 let)



Vir: Eurostat, 2020; lastni izračuni.

Ta močan demografski pritisk se potem prenese na ekonomsko področje, predvsem na vzdržnost javnofinančnega sistema. To je še poseben izziv za podsisteme, ki so odvisni od razmerja med prebivalci v višjih starostnih razredih in delovnim kontingentom. To so predvsem pokojninski sistem, zdravstveni sistem in sistem dolgotrajne oskrbe. V okviru Evropske komisije deluje Skupina za staranje prebivalstva (angl. *Ageing working group*), ki se ukvarja s projekcijami javnofinančnih izdatkov, ki so povezani s staranjem prebivalstva. Projekcije na vsaka tri leta objavijo v Poročilu o staranju (angl. *Ageing report*), h kateremu je pripisana letnica. Najnovejša verzija poročila je iz leta 2018, torej »The 2018 Ageing report« (European Commission, 2018).

V tem poročilu je predstavljeno, da naj bi se javnofinančni izdatki za pokojnine v obdobju od leta 2016 do 2060 z 10,9 % BDP zvišali na 15,2 % BDP, izdatki za zdravstvo s 5,6 % na 6,8 % in izdatki za dolgotrajno oskrbo z 0,9 na 1,8 % BDP. Relativno največje povečanje se torej pričakuje za javnofinančne izdatke za dolgotrajno oskrbo, kjer naj bi se delež izdatkov kot % BDP podvojil, vendar gre za najmanjšo izmed teh treh skupin izdatkov. Javnofinančni izdatki za zdravstvo naj bi se predvidoma s 5,6 % BDP v letu 2016 povečali na 6,8 % v letu 2060. Pri teh izdatkih se upošteva tako njihova porazdelitev po starosti (niso koncentrirani samo na starejše prebivalce, čeprav so tam izdatki najvišji) kot tudi razni nedemografski dejavniki. Hkrati se npr. predpostavlja, da se bo starostna porazdelitev stroškov po starosti s podaljševanjem življenjskega pričakovanja pomikala v višjo starost s polovico naraščanja življenjskega pričakovanja. To torej pomeni, da bomo s tem,

ko bomo živel dlje, tudi zdravstvene storitve potrebovali pozneje v življenju, kar pomeni, da se povečevanje deleža starejšega prebivalstva ne bo v celoti odrazilo v višjih izdatkih za zdravstvo. Največji vpliv staranja prebivalstva na višje javnofinančne izdatke pa se pričakuje na področju pokojnin. Delež naj bi se z 10,9 % BDP v letu 2016 do leta 2060 zvišal na 15,2 % BDP.

Tabela 2: Projekcije javnofinančnih izdatkov za pokojnine (% od BDP), kot jih je v letu 2018 objavila Evropska komisija

	2016	2020	2030	2040	2050	2060
Pokojnine	10,9	11,0	12,0	14,2	15,6	15,2
Zdravstvo	5,6	5,8	6,3	6,7	6,8	6,8
Dolgotrajna oskrba	0,9	1,0	1,1	1,4	1,7	1,8
Skupaj	17,5	17,8	19,5	22,3	24,1	23,8

Vir: European Commission, 2018.

Vsaka izmed teh treh kategorij prispeva k zvišanju pričakovanih javnofinančnih izdatkov za pokojnine, merjeno kot % BDP. Tako naj bi se skupni izdatki za te tri kategorije s 17,5 % BDP v letu 2016 zvišali na kar 23,8 % BDP v letu 2060. Nadalje, po teh projekcijah so bile v letu 2019 sprejete spremembe pokojninske zakonodaje, ki so bodisi v celoti začele veljati v letu 2020 bodisi se je začelo prehodno obdobje uveljavljanja. Te spremembe so (povzeto po novi pokojninski zakonodaji in študiji Ministrstva za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti (MDDSZ, 2019)):

- › Zvišanje odmernih odstotkov za dano pokojninsko dobo. Do leta 2019 so moški za polno pokojninsko dobo, to je 40 let, prejeli pokojnino, ki je znašala 57,25 % njihove pokojninske osnove, v prehodnem obdobju do leta 2025 in naprej pa 63,5 %. To torej pomeni ceteris-paribus dolgoročno zvišanje pokojnin za 10,9 %. Pri moških z manj pokojninske dobe bo povečanje še višje – vse do 13,5 % za tiste s 15 leti pokojninske dobe. Pri ženskah se bo zvišalo manj, saj bo za ženske s pokojninsko dobo 40 let skupini odmerni odstotek v letu 2025 in naprej prav tako 63,5 %, medtem ko bi bil sicer 60,25 %. Za ženske s polno pokojninsko dobo bodo pokojnine iz naslova tega ukrepa torej za 5,4 % višje, kot bi bile sicer, medtem ko bo za ženske z nižjo pokojninsko dobo manjše – za tiste s 15 leti pokojninske dobe bo to za 1,7 % (29,5 % namesto 29,0 %).
- › Ženske bodo deležne 1,36 odmernega odstotka za vsakega otroka (do največ tri). Glede na to, da bodo imele ženske, ki se bodo upokojevale v prihodnjih desetletjih, predvidoma okrog 1,7 otroka, je to v povprečju okrog 2,3 odmernega odstotka na žensko, kar pomeni za 3,6 % višjo pokojnino pri ženski s 40 leti pokojninske dobe in za 7,8 % višjo pokojnino za žensko s 15 leti pokojninske dobe (in vmesne vrednosti za tiste z vmesno dolžino pokojninske dobe).
- › Izkoriščanje pravice do izplačila dela pokojnine, če oseba nadaljuje z zaposlitvijo, potem ko je izpolnila pogoje za upokožitev. Po novi pokojninski zakonodaji prejema v tem primeru v prvih treh letih 1) 40 % pokojnine, ki bi jo sicer začela prejemati v primeru upokožitev, in 2) za vsako dodatno leto dela se ji skupni odmerni odstotek poviša za 3 odstotne točke. Slednje pomeni, da oseba za tri dodatna leta dela prejme v primeru 40 let pokojninske dobe

pokojnino, ki znaša 72,5 % pokojninske osnove namesto siceršnjih 63,5 % (torej 9 odstotnih točk več), kar pomeni za 14,2 % trajno višjo pokojnino kot sicer. To ima v začetnih letih projekcij pozitivni učinek na vzdržnost pokojninskega sistema, saj pokojninska blagajna plačuje posameznikom, ki nadaljujejo z zaposlitvijo, 40-odstotno pokojnino namesto 100-odstotne. Sčasoma bo med upokojenci vedno večji delež tistih, ki so se odločili za to varianto daljšega ostajanja v zaposlitvi in se jim zato odmeri bistveno višja pokojnina. Z vidika vzdržnosti pokojninskega sistema postane sčasoma neto učinek tega ukrepa negativen.

Po opisanih ukrepih sprememb pokojninske zakonodaje, ki so začeli veljati v letu 2020, torej lahko pričakujemo, da bodo projekcije izdatkov še višje, kot smo jih predstavili v tabeli 1. Iz ocen Ministrstva za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti (MDDSZ, 2019) izhaja, da bodo izdatki za pokojnine čez dve desetletji za okrog eno odstotno točko višji, proti koncu našega obdobja projekcij (2060) pa za skoraj dve odstotni točki višji, kot je predstavljeno v tabeli 2. Prihodnji pritisk na slovensko pokojninsko blagajno bo torej po zadnjih pokojninskih spremembah še precej večji.

Primanjkljaj v pokojninski blagajni se financira iz državnega proračuna. V letih 2018 in 2019 je pokojninska blagajna prejela iz državnega proračuna okrog milijardo sredstev (1050 milijonov v letu 2018 in 965 milijonov v letu 2019). Ker so prihodki pokojninske blagajne odvisni predvsem od gibanja mase bruto plač (prispevki delodajalcev in delojemalcev za pokojnine se obračunavajo od bruto plač), te pa v modelu predstavljajo fiksni delež v BDP, se bodo z naraščanjem javnofinančnih izdatkov za pokojnine morali povečevati tudi transferji iz državnega proračuna.

3 UMESTITEV SLOVENIJE NA PODROČJU SISTEMA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN

V tretjem poglavju monografije predstavljamo ureditve varčevanja za starost po različnih državah. Najprej so predstavljene razvitejše evropske države, kot so Švedska, Nizozemska, Danska, Avstrija in Velika Britanija, sledita jim ureditvi varčevanja v Združenih državah Amerike (ZDA) in Avstraliji, kot zadnji pa so predstavljeni sistemi varčevanja za starost v izbranih državah srednje in vzhodne Evrope: Poljska, Češka, Madžarska, Hrvaška in Slovenija.

Pokojninski sistem po definiciji OECD sestavljajo *prvi steber*, kamor sodi javno upravljani pokojninski sistem z vnaprej določenimi izplačili in v čisti obliki sprotne prispevnega kritja PAYG (*pay-as-you-go*), pri katerem so prispevki vezani na plače; *drugi steber*, ki ga predstavlja zasebno upravljani naložbeni steber, pri katerem se prispevki zagotavljajo na osnovi pogodbe o zaposlitvi (gre torej za kolektivni pokojninski sistem, v katerega sredstva za svoje zaposlene vplačujejo podjetja); sistem je lahko obvezen ali prostovoljen; in *tretji steber*, ki predstavlja razne oblike *individualnih varčevalnih računov* in rent, v okviru katerih posamezniki sami odločajo o vplačilih in večinoma sami prihranjena sredstva tudi razporejajo. Izbrani pokojninski sistemi v nadaljevanju so predstavljeni po tej strukturi.

3.1 ŠVEDSKA

Švedski pokojninski sistem, mešanica komponent obveznega in prostovoljnega pokojninskega zavarovanja, je sestavljen iz treh pokojninskih stebrov. Prvi steber vključuje državno pokojnino, drugi steber vključuje poklicne pokojninske sheme, tretji steber pa zajema zasebne pokojnine.

Prvi steber, ki ga upravlja Švedska pokojninska agencija (*Pensionsmyndigheten*), predstavlja univerzalno shemo, ki zagotavlja državno pokojnino in je v osnovi sestavljen iz dveh delov – dohodkovne pokojnine in premijske pokojnine, ki temeljita na dohodku posameznika. Prispevke v prvi steber vplačujejo delodajalci in posamezniki¹ v višini 18,5 % plače in drugih obdavčljivih dohodkov, od katerih se 16 odstotnih točk vplača v dohodkovni pokojninski sistem, ki deluje po dokladnem sistemu, in 2,5 odstotne točke se vplača v sistem za premijske pokojnine. Sredstva prvega dela tega stebra se vlagajo v pet varnostnih skladov – prvi, drugi, tretji, četrti in šesti državni pokojninski sklad. Prvi steber vključuje tudi tretjo komponento – zajamčeno pokojnino, ki predstavlja osnovno varnostno mrežo za osebe, ki so upravičene do pokojnine, vendar v času aktivnega življenja niso prejemale ustreznega dohodka. Posamezniki so upravičeni do zajamčene pokojnine, če izpolnjujejo določene kriterije višine osebnega dohodka, višina polne zajamčene letne pokojnine za samsko osebo pa je v letu 2018 znašala 96.912 SEK oziroma 9.445,61 EUR² (OECD, 2019g). Zajamčena pokojnina se financira iz državnega proračuna in je neodvisna od dohodkovnega in premijskega pokojninskega sistema (The Fourth Swedish National Pension

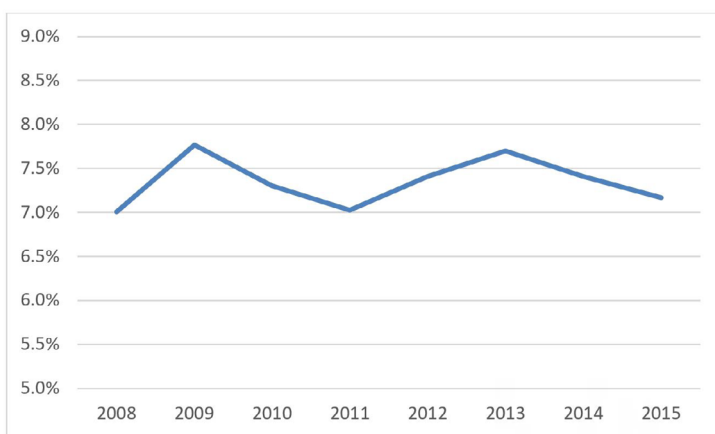
1 Posamezniki vplačujejo 7 odstotnih točk, delodajalci pa 10,21 odstotne točke pokojninskega prispevka – po upoštevanju davčnega sistema pokojninski prispevek znaša 18,5 % plače in drugih obdavčljivih dohodkov (Anderson, 2015).

2 1 EUR = 10,26 SEK v letu 2018.

Fund, 2016). Starostni pogoj za prejemanje zajamčene pokojnine je 65 let, posameznik pa je moral na Švedskem živeti vsaj 40 let po svojem 25. letu, da lahko prejema polno vrednost zajamčene pokojnine (Better Finance, 2019).

Prispevki v višini 2,5 %, ki se vplačujejo v premijske pokojnine, se vplačujejo v sklade, ki jih lahko posameznik izbere prostovoljno, kar pomeni, da te prispevke upravljajo neodvisne družbe. Če posameznik ne sprejme odločitve, se bodo prispevki vplačali v alternativni sklad. Cilj sistema, ki del državnih prejemkov za pokojnine vlaga v kapitalske trge, je razpršiti tveganja, povečati donose in posameznikom omogočiti izbiro (Better Finance, 2019). Polna upokojitvena doba za pokojnine, ki temeljijo na dohodku, je od januarja 2020 61 let in se bo do leta 2026 dvigovala do 64 let (OECD, 2019g).

Slika 3: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Švedskem



Vir: (OECD, 2020a).

Drugi pokojninski steber na Švedskem zajema poklicno pokojninsko zavarovanje, ki v večini deluje po sistemu določenih prispevkov (*defined contribution*) in v teoriji ni obvezen, vendar pokriva več kot 90 % švedskega aktivnega prebivalstva. Vključenost je v večini rezultat kolektivnih pogodb, kar v praksi pomeni, da je obvezna (Better Finance, 2019). Zaposleni so avtomatsko vključeni v poklicno pokojninsko zavarovanje, ki ga v osnovi pokrivajo štirje tipi kolektivnih pogodb, od katerih ima vsaka svoj pokojninski načrt. Kolektivna pokojnina – SAF-LO, ki zajema delavce (*blue collar*) in ima 2,8 milijona članov, shema dodatnega pokojninskega zavarovanja za zaposlene v industriji in trgovini – ITP, ki zajema »*white collar*« zaposlene in ima 2 milijona članov, Kolektivno pogajana pokojninska shema lokalne uprave – KAP-KL z milijonom članov in Kolektivna pogodba o pokojninah za javni sektor – PA-03 s pol milijona članov (Better Finance, 2019). Posamezniki lahko vsaj za del vplačanih sredstev izbirajo način varčevanja in upravljavca skladov³. Prispevek, ki

³ Posamezniki se odločajo med tradicionalnimi produkti zavarovanja (*traditional insurance*) in zavarovalnimi pogodbami, vezanimi na naložbe (*unit-linked insurance*). Posamezniki, vključeni v SAF-LO in KAP-KL, lahko upravljavca skladov in način varčevanja izberejo za celotne vplačane zneske, medtem ko se pri ostalih polovica vplačil investira v tradicionalne produkte zavarovanja (Better Finance, 2019; OECD, 2019g).

ga plača delodajalec, znaša 4,5 % plače posameznika do zakonsko določene zgornje meje⁴, za tiste, ki presegajo zgornjo omejitev, pa je stopnja prispevka 30-odstotna. Izplačila iz naslova drugega stebra se po navadi začnejo s 65. letom v obliki bruto izplačila, ki ni predmet davčnih olajšav (Better Finance, 2019; Pension Funds Online, 2020d).

Tabela 3: Ključni podatki o švedskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018	
	4.834 SEK	471,15 EUR
BDP (mrd)	4.834 SEK	471,15 EUR
BDP per capita	474.684,2 SEK	46.265,52 EUR
Prebivalstvo (mio)	10,18	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	35,9 %	
Sredstva (skupaj, mrd)	5.936 SEK	578,56 EUR
Sredstva (prvi steber – dohodkovne in premijske pokojnine, mrd)	2.563 SEK	249,8 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd) v 2017	2.787 SEK	271,6 EUR
Sredstva (tretji steber, mrd)	586 SEK	57,1 EUR
Delež sredstev kot % BDP (skupaj)	122,8 %	
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	57,7 %	
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	12,1 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	46 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domačem kapitalskem trgu	11,7 %*	
Povprečna mesečna pokojnina	19.268,3 SEK	1.878 EUR
Drugi steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	450.000 SEK	43.860 EUR
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	349.000 SEK	34.016 EUR
Vrsta pokojninske ureditve		
Defined Benefit (DB) – %	N/A	
Defined Contribution (DC) zaščiteni – %	31,3 %	
Defined Contribution (DC) nezaščiteni – %	68,7 %	

*Povprečje pokojninskih skladov AP1-4.

Vir: (Better Finance, 2019; OECD, 2020b; World Bank, 2020g).

Tretji pokojninski steber zajema prostovoljno individualno varčevanje, ki ga je delno spodbujala država v obliki davčnih olajšav. Davčne olajšave so se z leti zmanjševale, v celoti pa so bile ukinjene leta 2016 z argumentom, da so spodbujale pretežno posameznike z visokimi dohodki. Individualno varčevanje lahko poteka prek individualnih pokojninskih varčevalnih računov (IPS) ali prek zasebnih pokojninskih zavarovanj. Sredstva, vplačana v ta steber, so nedostopna do 55. leta, potem pa se lahko posameznik odloči, v koliko letih se bodo privarčevana sredstva izplačevala, pri čemer je minimalno obdobje 5 let. Posamezniki, ki varčujejo prek individualnih pokojninskih računov, so

⁴ Zakonsko določena zgornja meja za prispevek je bila v letu 2018 504.375 SEK oziroma 49.159 EUR (Better Finance, 2019).

po ukinitvi davčnih olajšav podvrženi dvojni obdavčitvi. Ker so bile davčne olajšave za pokojninske račune ukinjene, je najpopularnejše sredstvo za varčevanje postal Investicijski in varčevalni račun (*Investeringssparkontot* – ISK), katerega namen je olajšati trgovanje s finančnimi instrumenti. Za razliko od navadnega računa za trgovanje vrednostnih papirjev pri transakcijah ni davka na kapitalski dobiček, nadomešča se z letnim standardiziranim davkom (Better Finance, 2019).

3.2 NIZOZEMSKA

Nizozemski pokojninski sistem je v letu 2018 prejel oceno A in se uvrstil na prvo mesto po *Melbourne Mercer Global Pension Index* (MMGPI)⁵. Sestavljen je iz treh stebrov, od katerih prvi steber zajema državno pokojnino po dokladnem sistemu, drugi steber zajema (delno) obvezen poklicni pokojninski sistem, tretji steber pa vključuje prostovoljno pokojninsko varčevanje (Better Finance, 2019).

Prvi steber, ki posameznikom zagotavlja starostno pokojnino (AOW⁶), je temelj pokojninskega sistema. Državna pokojnina posameznikom zagotavlja osnovni pokojninski dohodek, katerega višina je usklajena z nizozemsko minimalno plačo. Državne pokojnine se financirajo po dokladnem sistemu, katerega stopnja prispevka znaša 17,9 % plače, del sredstev iz davkov pa namenja tudi država (Dutch Association of Industry-wide Pension Funds; Dutch Association of Company Pension Funds, 2010).

Polna upokojitvena doba se je od leta 2018, ko je znašala 66 let, postopno zviševala na 67 let v letu 2021 (OECD, 2019d). Do starostne pokojnine so upravičeni vsi, ki so med 16. in 66. letom delali ali prebivali na Nizozemskem, posameznik pa je upravičen do pokojnine v višini 2 % za vsako leto prebivanja na Nizozemskem v starosti od 16 do 66 let⁷. Starostna pokojnina za samsko osebo je v letu 2018 znašala 1.173,33 EUR na mesec, prav tako pa so posamezniki upravičeni tudi do dodatka za dopust v višini 71,42 EUR. To skupno za samsko osebo znaša 1.244,75 EUR, za pare pa je skupni znesek 1.717,78 EUR. Za starostne pokojnine ni posebnih davčnih olajšav, upokojenci pa prav tako plačujejo socialne prispevke v višini 10,25 % obdavčenega dohodka za splošno zdravstveno zavarovanje in družinske pokojnine (Better Finance, 2019; OECD, 2019d).

Drugi steber sestavljajo poklicni kolektivni pokojninski sistemi. Drugi steber je sicer neobvezen, vendar je udeležba v sektorjih, v katerih to določa kolektivna pogodba, obvezna. V praksi to pomeni, da je večina aktivne populacije del drugega stebra, saj večino sektorjev gospodarstva pokrivajo poklicne kolektivne sheme. Večina shem (94 %) v tem stebru deluje po sistemu z vnaprej določenimi pravicami (*defined benefit*), preostale sheme delujejo po sistemu z določenimi prispevki. Pokojnine se financirajo s kapitalskimi sredstvi – iz prispevkov, ki so jih člani shem drugega stebra

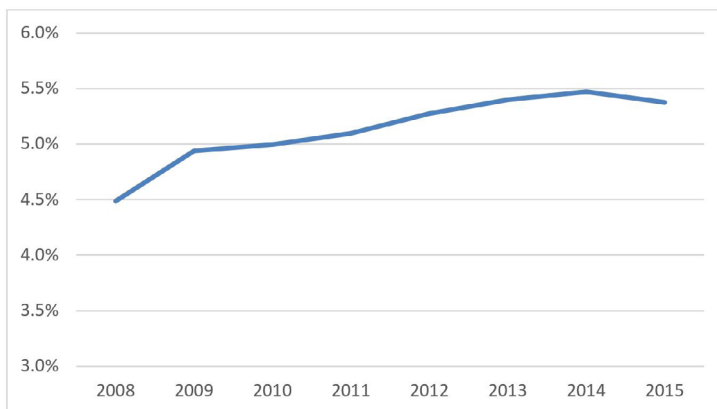
5 *Melbourne Mercer Global Pension Index* (MMGPI) nastaja v sodelovanju med podjetjem Mercer in Avstralskim centrom za finančne študije (ACFS). Indeks vsako leto prouči pokojninske sisteme iz več držav z več kot 40 indikatorji ter jih oceni na podlagi njihove ustreznosti, trajnosti in integritete (Mercer, 2020).

6 *Algemene Ouderdomswet* – Splošni starostni zakon (Better Finance, 2019).

7 Če je posameznik živel na Nizozemskem 50 let, je upravičen do 100 % starostne pokojnine (Better Finance, 2019).

plačevali v preteklosti, in iz donosov naložb teh prispevkov. Prispevke plačujeta posameznik in delodajalec, pri čemer delodajalec po navadi plača od 50 do 70 %, stopnja prispevkov pa je enaka ne glede na starost (Better Finance, 2019; OECD, 2019d).

Slika 4: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Nizozemskem



Vir: (OECD, 2020a).

Sredstva iz naslova drugega stebra upravljajo neprofitni pokojninski skladi ali zavarovalnice, pri čemer so pokojninski skladi pravno in finančno neodvisni od podjetij. V osnovi obstajajo trije tipi nizozemskih pokojninskih skladov: (1) sektorski pokojninski skladi – zajemajo celoten sektor, (2) pokojninski skladi podjetij – zajemajo posamezno podjetje ali korporacijo, (3) pokojninski skladi za neodvisne strokovnjake, kot so npr. zdravniki in zobozdravniki (Dutch Association of Industry-wide Pension Funds; Dutch Association of Company Pension Funds, 2010).

Pokojninske pravice so v celoti prenosljive, ko posameznik zamenja službo. Polno izplačilo je mogoče pri 66 letih, če pa posameznik želi izplačilo sredstev prej, se višina izplačil zniža (OECD, 2019d). Vplačila v drugi steber in donosi naložb niso obdavčeni, izplačilo pokojnine pa je obdavčeno po progresivnih davčnih stopnjah za dohodke (Better Finance, 2019).

Tretji steber zajema prostovoljno individualno varčevanje prek pokojninskih produktov, ki jih po navadi upravljajo zavarovalnice. Sheme v tretjem stebru delujejo po sistemu z določenimi prispevki, katerih višina je omejena. Primera individualnega varčevanja sta življenjsko zavarovanje in »pensioensparen« – varčevalni račun za zbiranje dodatnega dohodka po upokojitvi. Vključenost v tretji steber je omogočena vsem, ki želijo varčevati za upokojitev in niso vključeni v drugi steber, in tistim, ki ob upokojitvi želijo dopolnilo dohodkom iz prvega in drugega stebra. Zaradi velikosti prvega in drugega stebra individualno varčevanje v tretjem stebru ni obsežno. Enako kot velja za drugi steber, so v tretjem stebru vplačila in donosi naložb oproščeni davka, medtem ko so izplačila obdavčena po progresivnih davčnih stopnjah za dohodke (European Commission, 2018; Better Finance, 2019).

Tabela 4: Ključni podatki o nizozemskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018
BDP (mrd)	774,04 EUR
BDP per capita	44.921,3 EUR
Prebivalstvo (mio)	17,23
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	34,3 %
Sredstva (skupaj, mrd)	1.341,72 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd)	N/A
Sredstva (tretji steber, mrd)	N/A
Delež sredstev kot % BDP	173,3 %
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	N/A
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	N/A
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	33,4 %
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalni trg	5 %
Povprečen obseg sredstev na posameznika	77.882,89 EUR
Vrsta pokojninske ureditve	
Defined Benefit (DB) – %	94 %
Defined Contribution (DC) – %	6 %
Število skladov	262

Vir: (KWPS, 2018; *Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, 2019; *Thinking Ahead Institute*, 2019; OECD, 2020b; World Bank, 2020d).

3.3 DANSKA

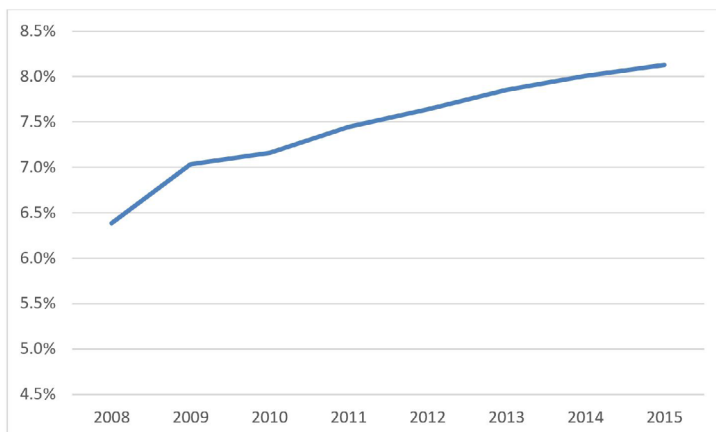
Danski pokojninski sistem sestavljajo trije stebri, med katerimi prvi steber vključuje državno pokojnino in obvezno dodatno pokojnino, drugi steber vključuje zasebno organizirane delno obvezne poklicne pokojninske sheme, imenovane pokojnine na trgu dela, tretji steber pa zajema prostovoljno pokojninsko varčevanje in javno prostovoljno predčasno pokojnino (VERP – *voluntary early retirement pension*) (Ministry of Finance of Denmark, 2018). Danska ima enega najboljših pokojninskih sistemov na svetu, saj je bila prva država, ki je leta 2012⁸ prejela oceno A od MMGPI, prav tako je oceno A prejela v letu 2019.

Prvi steber, javni pokojninski sistem, ki ga upravlja država, je univerzalen in pokriva celotno dansko prebivalstvo. To je univerzalna shema z določenimi pokojninami, katerih cilj je zagotoviti minimalno pokojnino za upokojene (Ministry of Finance of Denmark, 2018). Prvi steber v osnovi sestavljata dva pokojninska načrta: državna pokojnina za starejše prebivalce Danske (*Folkepension*) in ATP, obvezni pokojninski načrt za vse zaposlene na danskem trgu dela (Better Finance, 2019).

⁸ Danska je oceno A prejela vsako leto od leta 2012 do 2017.

Folkepension (starostna pokojnina) je sestavljena iz treh delov, in sicer iz (1) osnovnega zneska, ki se zniža v primeru, da posameznik prejema delovni dohodek⁹, iz (2) pokojninskega dodatka, ki se zniža v primeru, da posameznik prejema dohodek iz donosa naložb in če posameznik ali njegov partner prejmeta delovni dohodek, ter iz (3) dodatne pokojnine, za katero se mora posameznik kvalificirati (*means-testing*)¹⁰ (Pension Funds Online, 2020b). Starostne pokojnine iz prvega stebra se financirajo iz davkov po sistemu z vnaprej določenimi izplačili/pravicami in se usklajujejo s plačami (Andersen T. M., 2015). Upravičenost do starostne pokojnine se pridobi na podlagi prebivališča na Danskem in ni pogojena s plačilom prispevkov, vendar se pokojnina zniža za posameznike, ki so velik del svojega življenja živeli izven Danske. Za upravičenost do polne starostne pokojnine se zahteva 40 let prebivanja na Danskem do 1. julija 2025. Po letu 2025 bo moral posameznik za prejetanje polne starostne pokojnine od 15. leta starosti do starosti za upravičenost do starostne pokojnine prebivati na Danskem 9/10 let. Polna upokojitvena doba na Danskem je bila v letu 2018 65 let in se je pričela postopno zviševati v letu 2019, dokler ne bo v letu 2030 dosegla 68 let (OECD, 2019c).

Slika 5: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Danskem



Vir: (OECD, 2020a).

Znesek letne polne starostne pokojnine¹¹ je v letu 2018 znašal 74.844 DKK¹², kar je enako 18 % povprečne plače. Dodatek za upokojene znaša 80.736 DKK letno za samske upokojene in 39.996 DKK letno za poročene ali sobivajoče upokojene, za upravičenost pa upošteva vse vire osebnega

⁹ Če zasluženi dohodek posameznika presega 322.500 DKK (približno 3/4 povprečnega dohodka posameznika na Danskem), se osnovna pokojnina zmanjša za 30 % (OECD, 2019c).

¹⁰ Letni delovni dohodek do 60.000 DKK se ne upošteva pri izračunih za kvalificiranje za dodatek za upokojene in dodatno pokojnino (OECD, 2019c).

¹¹ Starostna pokojnina se zniža za 30 % v primeru, da posameznikov dohodek presega 316.200 DKK letno. Posameznik se ne kvalificira za starostno pokojnino v primeru, da njegov letni dohodek presega 556.400 DKK – podatki za leto 2016 (Ministry of Finance of Denmark, 2018).

¹² 1 EUR = 7.4546 DKK v letu 2018.

dohodka¹³, vključno z ATP in poklicnimi pokojninami, razen dohodka starostne pokojnine. Dodatna pokojnina, namenjena upokojujencem s težko finančno situacijo¹⁴, se izplača enkrat letno v znesku 17.200 DKK. Vsi prejemki iz naslova državne pokojnine so obdavčeni po dohodninski stopnji (Ministry of Finance of Denmark, 2018; OECD, 2019c).

ATP – danska dodatna pokojnina na trgu dela, ki je del prvega stebra, je obvezen pokojninski načrt za vse zaposlene na Danskem z vnaprej določenimi prispevki. ATP zagotavlja doživljenjsko pokojnino od takrat, ko posameznik doseže upokojitveno dobo, in pavšalno nadomestilo za preživele družinske člane v primeru predčasne smrti posameznega člana. Po zakonu vsi prejemniki plač in prejemniki transfernih dohodkov prispevajo enak mesečni znesek (odvisen od števila delovnih ur) k dodatni pokojnini na trgu dela. Ker so prispevne stopnje relativno majhne¹⁵, ta načrt sam po sebi ne more zagotoviti zadovoljivih nadomestil. Čeprav je članstvo v ATP za samozaposlene prostovoljno, ta pokriva skoraj celotno populacijo in se približuje absolutni univerzalnosti. Dodatne pokojnine na trgu dela so dogovorjene kot del delovnega razmerja ali s kolektivnimi pogodbami med socialnimi partnerji. Višine prispevkov se usklajujejo s stopnjo inflacije (Andersen, 2015; OECD, 2019c). Kot je bilo že omenjeno, je prispevna stopnja relativno nizka, zato je namen dodatne pokojnine na trgu dela dopolnjevanje starostne pokojnine in ostalih pokojninskih načrtov. Delodajalec vplačuje dve tretjini prispevkov, eno tretjino pa vplačuje posameznik sam. Letna višina izplačil je odvisna od števila let, ko sta posameznik in njegov delodajalec vplačevala v sistem, trenutno pa ne more preseči 24.500 DKK letno (Better Finance, 2019). Prispevki delodajalcev in zaposlenih so upravičeni do davčnega odbitka, pokojninska izplačila pa so obdavčena (OECD, 2019c).

Drugi steber danskega pokojninskega sistema predstavljajo predvsem zasebno organizirani pokojninski načrti, katerih namen je zagotoviti primerno nadomestno stopnjo dohodka posameznikom ob njihovi upokojitvi. Načrti niso zakonsko določeni in temeljijo na neuradnem sporazumu med vlado in socialnimi partnerji na trgu dela (sindikati in organizacije delodajalcev). Čeprav varčevanje v drugem stebru ni zakonsko določeno, socialni partnerji zagotavljajo obvezen vpis za zaposlene s pogodbami o zaposlitvi ali kolektivnimi pogodbami (Ministry of Finance of Denmark, 2018; Better Finance, 2019).

Varčevalni načrti v drugem stebru delujejo po prispevnem sistemu¹⁶ in pokrivajo okoli 85 % aktivne populacije. Prispevne stopnje se gibljejo med 10 % in 18 % plače in jih po navadi vplačujeta delodajalec (dve tretjini) in posameznik (ena tretjina). Veliko delodajalcev (zato tudi zaposlenih) je vključenih v več pokojninskih shem. Pokojninsko varčevanje drugega stebra upravljajo zavarovalnice za

13 Pokojninski dodatek se zniža za 30,9 % v primeru, da dohodek samskega upokojenca presega 71.200 DKK letno. Poročenim ali sobivajočim upokojujencem, ki prav tako prejemajo starostno pokojnino, se pokojninski dodatek zniža za 16 % v primeru, da skupni dohodek presega 142.800 DKK letno. Če zakonca ali partnerja ne prejemata starostne pokojnine, se pokojninski dodatek zniža za 32 %, če njun skupni letni dohodek presega 142.800 DKK (OECD, 2019c).

14 Dodatna pokojnina je namenjena posameznikom, katerih letna likvidna sredstva ne presežejo 86.000 DKK (OECD, 2019c).

15 Letni prispevki ne presežejo 3.408 DKK (Better Finance, 2019).

16 Več kot 90 % pokojninskih načrtov deluje po prispevnem sistemu (Pension Funds Online, 2020b).

življenjsko zavarovanje, pokojninski skladi (*pensionskasser*) ali banke (Better Finance, 2019; OECD, 2019c). Vplačila zaposlenih in delodajalcev niso obdavčena, vendar so donosi naložb¹⁷ in izplačane pokojnine obdavčljiv dohodek (OECD, 2019c).

Tabela 5: Ključni podatki o danskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018	
BDP (mrd)	2.246 DKK	301,29 EUR
BDP per capita	387.405 DKK	51.968,53 EUR
Prebivalstvo (mio)	5,80	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	34,9 %	
Sredstva (skupaj, mrd)	4.414,21 DKK	592,15 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd)	3.128,48 DKK	419,67 EUR
Sredstva (tretji steber, mrd)	1.285,73 DKK	172,48 EUR
Delež sredstev kot % BDP	196,5 %	
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	139,3 %	
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	57,2 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	25,2 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalni trg	9,5 %	
Drugi steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	712.638 DKK	95.597 EUR
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	292.877 DKK	39.288 EUR
Vrsta pokojninske ureditve		
Defined Benefit (DB) – %	1 %	
Defined Contribution (DC) – %	99 %	

Vir: (Danmarks Nationalbank, 2020; OECD, 2020b; World Bank, 2020c).

Tretji steber vključuje prostovoljne individualne pokojninske načrte, ki so neodvisni od zaposlitvenih pogojev. Individualne pokojninske načrte upravljajo banke, zavarovalnice in pokojninski skladi, ki delujejo po prispevnem sistemu. Individualno varčevanje poteka prek vseživljenjskih rentnih zavarovanj ali obrestnih pokojninskih shem (Ministry of Finance of Denmark, 2018). Močna rast načrtov drugega stebra je do neke mere zmanjšala zanimanje za individualno varčevanje v tretjem stebru, na zmanjšanje zanimanja pa je negativno vplivala tudi davčna ureditev. Do leta 2013, ko se je davčna ureditev za pavšalno izplačilo pokojnin spremenila¹⁸, so večino individualnih pokojninskih načrtov upravljale banke, danes pa banke upravljajo približno 40 % individualnih varčevanj, medtem ko ostalih 60 % upravljajo pokojninski skladi (Better Finance, 2019).

17 Letni donosi naložb so obdavčeni po 15,3-odstotni davčni stopnji (Andersen J. G., 2016).

18 Po letu 2013 vplačila v kapitalne pokojninske sheme (*kapitalpension*), ki so omogočale odložene terjatve za davek, niso več mogoča. Namesto tega lahko posamezniki varčujejo v obrestnih pokojninskih shemah (*aldersopsparing*), ki pa ne omogočajo odloženih terjatev za davek. Izplačila so obdavčena po 40-odstotni stopnji (Better Finance, 2019).

Pokojnina za prostovoljno predčasno upokožitev je urejena s sistemom, ki posameznikom dovoljuje, da se upokožijo pet let pred upokožitveno dobo. Pogoji za izpolnjevanje kriterijev za predčasno upokožitev se razlikujejo glede na letnico rojstva, vendar splošni pogoji za prejemanje pokojnine za predčasno upokožitev zahtevajo, da je posameznik član sklada za zavarovanje za primer brezposelnosti, da že 30 let plačuje prispevke za predčasno upokožitev in jih je začel vplačevati pred 30. rojstnim dnem (Nordic Co-operation, 2020).

3.4 AVSTRIJA

Avstrijski pokojninski sistem sestavljajo trije stebri. Prvi steber zajema obvezno javno pokojninsko zavarovanje, drugi steber zajema prostovoljno poklicno zavarovanje, tretji steber pa vključuje prostovoljno individualno pokojninsko zavarovanje.

Prvi steber, ki zajema obvezno pokojninsko zavarovanje, je bil v Avstriji ustanovljen leta 1945 in ima dominantno vlogo v avstrijskem pokojninskem sistemu. Kar več kot 90 % povprečnega pokojninskega dohodka posameznika predstavlja pokojnina iz obveznega pokojninskega zavarovanja. Prvi steber deluje po dokladnem sistemu in pokriva veliko večino zaposlenih v zasebnem sektorju. Čeprav se prvi steber v osnovi financira iz prispevkov aktivnih zavarovancev, se primanjkljaj za izplačilo pokojnin financira iz davkov¹⁹. Leta 2018 je bilo v zavarovanje iz naslova prvega stebra vključenih 4,1 milijona posameznikov oziroma 96 % redno zaposlenih. V javni pokojninski sistem so vključeni vsi, ki mesečno zaslužijo več kot 438,05 EUR²⁰. Javni uslužbenci imajo svojo obliko obveznega pokojninskega zavarovanja, prav tako samozaposleni pripadajo različnim obveznim pokojninskim shemam. Popolna harmonizacija avstrijskega obveznega pokojninskega zavarovanja je predvidena do leta 2050. Pokojninski prispevki za zaposlene znašajo 22,8 % bruto plače zaposlenega, vplačujejo jih zaposleni (10,25 %) in delodajalci (12,55 %). Stopnja prispevkov za javne uslužbence znaša 12,55 % bruto plače, za samozaposlene pa 18,5 % bruto plače. Določena zgornja meja dohodka, od katerega se plačajo pokojninski prispevki, je v letu 2017 znašala med 4.980 EUR in 5.810 EUR, odvisno od oblike zaposlitve. Višina pokojnine iz naslova prvega stebra je odvisna od delovno aktivnih let in višine dohodka posameznika v času njegove delovne dobe, pri čemer pokojninska odmerna stopnja znaša 1,78 % za vsako delovno leto. Za posameznike, rojene pred letom 1955, se za izračun pokojnine upošteva najboljših 30 let²¹ dohodka v času delovne dobe, za posameznike, rojene po letu 1955, pa vsi življenjski zaslužki po t. i. formuli 45-65-80²² (European Commission, 2018, Better Finance, 2019, OECD, 2019j).

Pokojnine se izplačajo štirinajstkrat letno in se enkrat letno usklajujejo z indeksom cen življenjskih potrebščin. Čeprav minimalen znesek pokojnine v Avstriji ni določen, upokoženci z nizkimi pokojninami, ki so posledica nižjih dohodkov v času delovne dobe, prejemaajo pokojninski

19 Leta 2016 je primanjkljaj, ki ga pokrili zvezni proračun, znašal 9,85 milijarde EUR (European Commission, 2018).

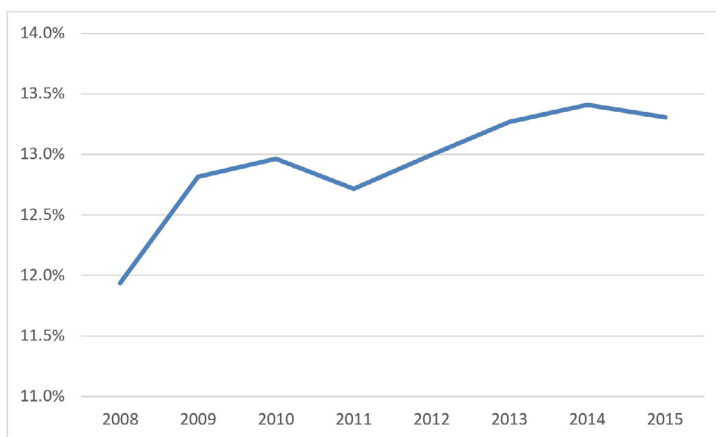
20 Znesek v letu 2018 (IOPS, 2018a).

21 Postopno zviševanje na 40 let do leta 2028 (OECD, 2019k).

22 Po enotnem pokojninskem zakonu iz leta 2005 so posamezniki, ki 45 let plačujejo prispevke v javni pokojninski sistem in se upokožijo pri 65 letih, upravičeni do 80 % povprečnega mesečnega zaslužka iz vseh let zavarovanja (MDDSZ, 2016).

izravnalni dodatek (*Ausgleichszulage*²³). Polna upokojitvena starost je 65 let za moške in vse javne uslužbenke (vključno z ženskami) in 60 let za ženske. Polna upokojitvena starost za ženske se bo od leta 2024 postopno zviševala, dokler ne bo v letu 2033 dosegla 65 let. Pokojninski prispevki so oproščeni davka, pokojnine pa so obdavčene po dohodninski stopnji, vendar so upokojenci upravičeni do določenih davčnih olajšav. Letna davčna olajšava za pare, pri katerih posameznikov dohodek ne presega 19.930 EUR letno in partnerjev dohodek ne presega 2.200 EUR, znaša 764 EUR letno. V nasprotnem primeru letna davčna olajšava znaša 400 EUR. Davčna olajšava se linearno zniža na 0 EUR do 25.000 EUR letnega pokojninskega dohodka (IOPS, 2018a, OECD, 2018b).

Slika 6: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v Avstriji



Vir: (OECD, 2020a).

Drugi steber se v avstrijskem pokojninskem sistemu deli na dva dela. *Obvezno poklicno pokojninsko zavarovanje*, ki deluje po naložbenem sistemu z vnaprej določenimi pravicami, izhaja iz leta 2002 in nadomešča prejšnji sistem odpravnin. Leta 2002 je država uvedla individualne račune, na katere delodajalci svojim zaposlenim vplačujejo mesečne prispevke v višini najmanj 1,53 % bruto plače, ki niso obdavčeni in se prek zavoda za zdravstveno zavarovanje vplačajo v sklad za izplačevanje odpravnin. Namesto da delodajalec odpuščenemu posamezniku izplača odpravnino, po tem sistemu redno plačuje prispevke na njegov individualni račun. Akumulirana sredstva, ki služijo kot dodatna pokojnina, se lahko posamezniku, ko dopolni upokojitveno starost, izplačajo v enkratnem znesku, pri čemer je znesek obdavčen s 6-odstotno davčno stopnjo. V primeru, da se sredstva izplačujejo v obliki mesečne rente ali pa so ponovno investirana v pokojninski investicijski sklad pokojninskega zavarovanja, so oproščena davka (MDDSZ, 2016; IOPS, 2018a). Prav tako nekaj kolektivnih pogodb vključuje obvezo, da podjetje za svoje zaposlene ustanovi pokojninske načrte, ki so del pokojninskih skladov (*Pensionkassen*) (IOPS, 2018a; Better Finance, 2019).

23 Dodatek k pokojnini zagotavlja minimalen zakonsko določen dohodek – v letu 2020 za samske upokojence skupni znesek (pokojnina + dodatek), če ima posameznik 30 prispevnih let, znaša 1.080 EUR bruto. V primeru 40 prispevnih let skupni znesek za samske upokojence znaša 1.315 EUR bruto, za pare pa 1.782 EUR neto (Bundesministerium für Soziales, Gesundheit, Pflege und Konsumentenschutz, 2020).

Prostovoljno poklicno pokojninsko zavarovanje prav tako deluje po naložbenem sistemu z vnaprej določenimi prispevki ali z vnaprej določenimi pravicami. Po navadi poklicne pokojninske varčevalne načrte posameznikom omogočajo delodajalci, ki jih organizirajo prostovoljno. V glavnem obstajajo tri sheme, prek katerih se sklepajo prostovoljna pokojninska zavarovanja: (1) neposredne obveznosti, financirane z bilančnimi rezervami (*Direktzusage*), (2) pokojninski skladi (*Pensionkassen*) in (3) različni tipi shem življenjskih zavarovanj (Better Finance, 2019).

Neposredne obveznosti so pokojninske obljube delodajalca zaposlenemu, ki so upravljane znotraj podjetja in delujejo po sistemu z vnaprej določenimi pravicami, kjer je višina pokojnine odvisna od višine plače zaposlenega. Upravljanje je lahko zaupano tudi zunanjim izvajalcem, kot so npr. pokojninski skladi. Pokojninska sredstva so podprta z rezervnimi skladi, ki so zaščiteni pred upniki, prav tako pa so sredstva pokrita z javnim skladom (*Insolvenz-EntgeltFonds*), ki pokriva največ dve leti nakopičenih sredstev. Ta shema je bila aktualna v 80. letih prejšnjega stoletja, danes pa izgublja na pomembnosti, saj je več bankrotov podjetij kljub rezervam in skladu pokazalo njene šibkosti (Better Finance, 2019). Pokojninski skladi (*Pensionkassen*) so specializirani finančni posredniki, ki ponujajo storitve samo za področje poklicnega pokojninskega zavarovanja in so posledica dveh zakonov²⁴ iz leta 1990. Za podjetja oziroma posameznike ti skladi pobirajo prispevke, jih upravljajo in investirajo ter izplačujejo pokojnine. Večina pokojninskih načrtov v pokojninskih skladih deluje po sistemu z vnaprej določenimi vplačili. Pokojninski skladi so lahko namenjeni več podjetjem, lahko pa so ustanovljeni samo za specifično firmo. Izplačila pokojnin iz pokojninskih skladov so po navadi v obliki mesečne rente, saj so izplačila v enkratnem znesku omejena²⁵. Alternativno lahko podjetja podpišejo pogodbe z življenjskimi zavarovalnicami, ki so urejene z zakonom, ki ureja poklicne pokojnine (kolektivno zavarovanje – *Betriebliche Killektivversicherung*), ali pa jih lahko ureja zakon, ki ureja produkte življenjskega zavarovanja (police življenjskega zavarovanja).

²⁴ Zakon o poklicnih pokojninah in zakon o pokojninskih skladih (*Betriebspensions- in Pensionskassengesetz*) (Better Finance, 2019).

²⁵ Če je višina akumuliranih sredstev nižja od 12.600 EUR, lahko posameznik prejme izplačilo v enkratnem znesku (OECD, 2018b).

Tabela 6: Ključni podatki o avstrijskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018
BDP (mrd)	385,71 EUR
BDP per capita	43.630 EUR
Prebivalstvo (mio)	8,84
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	31,3 %
Sredstva (skupaj, mrd) ²⁶	21,43 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd)	N/A
Sredstva (tretji steber, mrd)	N/A
Delež sredstev kot % BDP	5,6 %
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	N/A
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	N/A
Odstotek sredstev pokojninskih skladov (<i>Penionkassen</i>), alociran v delnice	32,8 %
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg	N/A
Povprečen obseg sredstev na posameznika	22.601,27 EUR
Število pokojninskih skladov (<i>Penionkassen</i>)	8

Vir: (AFMA, 2019; OECD, 2019k; OECD, 2020b; World Bank, 2020j).

Prispevki delodajalcev za poklicno pokojninsko zavarovanje so oproščeni davka, medtem ko so prispevki posameznikov obdavčeni²⁷. Donosi od naložb so oproščeni davka, izplačilo pokojnin pa je obdavčeno. Vplačila delodajalcev in posameznikov se shranjujejo posamezno, pri čemer je izplačilo celotnega dela, ki ga vplačuje delodajalec, obdavčeno po dohodninski stopnji, za vplačani del posameznikov pa je po dohodninski stopnji obdavčenih samo 25 % izplačil (OECD, 2018b; Better Finance, 2019).

Tretji steber v avstrijskem pokojninskem sistemu zajema individualno pokojninsko varčevanje, ki deluje po naložbenem sistemu z vnaprej določenimi prispevki. Posameznik sklene pogodbo življenjskega zavarovanja, njegova vplačila pa upravlja izbrana zavarovalnica. Pogodbo individualnega pokojninskega varčevanja, ki prejema državno subvencijo, lahko sklene vsak davkoplačevalec, ki je mlajši od 62 let. Višina državne subvencije (*Prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge*) oziroma zneska, ki ga država dodatno prispeva k individualnemu pokojninskemu varčevanju posameznika, znaša letno 4,25 % prispevkov posameznika oziroma ne več kot 120,09 EUR (v letu 2017). Višina prispevkov je za vsakega posameznika opredeljena v pogodbi, prispevke

²⁶ Sredstva skupaj se nanašajo samo na sredstva, ki jih upravljajo pokojninski skladi (*Pensionkassen*). Podatki za ostale oblike dodatnega pokojninskega varčevanja niso dostopni.

²⁷ Prispevki posameznikov v pokojninske sklade in kolektivna zavarovanja so obdavčeni po znižani 2,5-odstotni stopnji. Prispevki posameznikov za poklicno pokojninsko zavarovanje ne morejo preseči višine letnega vplačila prispevkov delodajalca za posameznika. Prispevki posameznikov v produkte življenjskega zavarovanja so obdavčeni po 4-odstotni davčni stopnji, medtem ko so prispevki delodajalca v neposredna življenjska zavarovanja do 300 EUR letno oproščeni davka (OECD, 2018l; Better Finance, 2019).

pa posamezniki vplačujejo iz že obdavčenega neto dohodka. Dodatno so prispevki posameznika v skladu z davkom na zavarovanje obdavčeni po 4-odstotni davčni stopnji. V glavnem obstajata dve obliki zavarovalnih pogodb, ki se razlikujeta po tem, kdo je izpostavljen tveganju. Pri pogodbah, ki so vezane na enote investicijskega sklada, posameznik sam določi portfelj in s tem prevzame tveganje, medtem ko pri klasičnih oblikah produktov življenjskega zavarovanja tveganje prevzame zavarovalnica, ki sprejema naložbene odločitve in zagotovi posamezniku minimalen donos na naložbe. Posameznik mora v tej obliki varčevati minimalno 10 let, pri čemer so izplačila mogoča od 40. leta naprej. V primeru, da se posamezniku pokojnina izplača, ko dopolni polno upokojitveno starost, so donosi od naložb in izplačila v obliki mesečne rente oproščeni davka, medtem ko so izplačila v enkratnem znesku obdavčena po dohodninski stopnji. Če posameznik prejme izplačilo v enkratnem znesku, so donosi od naložb obdavčeni po 27,5-odstotni davčni stopnji, prav tako pa mora vrniti 50 % državne subvencije (IOPS, 2018a; OECD, 2018b; Better Finance, 2019). Ker so nadomestitvene stopnje iz naslova prvega stebra tako visoke, je povpraševanje posameznikov po prostovoljnih poklicnih pokojninskih zavarovanjih in individualnih pokojninskih zavarovanjih zelo nizko (European Commission, 2018).

3.5 VELIKA BRITANIJA

Pokojninski sistem Velike Britanije je sestavljen iz treh stebrov. Prvi steber zajema javno pokojninsko zavarovanje, drugi poklicne pokojninske načrte in tretji individualne pokojninske varčevalne produkte. Velika Britanija je v letu 2016 sprejela reformo prvega pokojninskega stebra in s tem predstavila nov državni pokojninski sistem za ljudi, ki so upokojitveno dobo dosegli od 6. aprila 2016 naprej (OECD, 2019h).

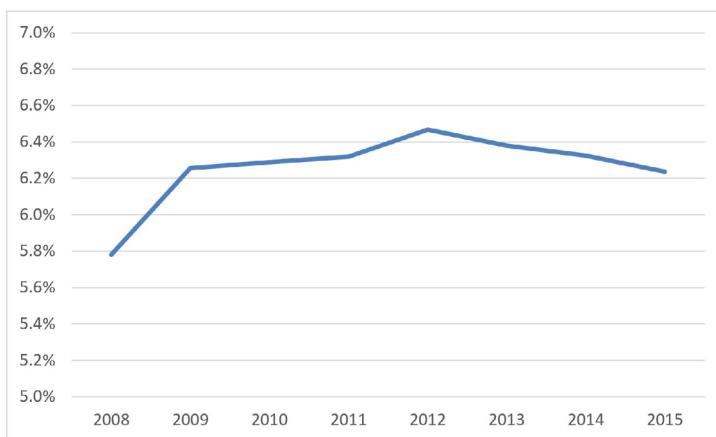
Prvi pokojninski steber zajema obvezno pokojninsko zavarovanje in predstavlja javno pokojninsko shemo po dokladnem sistemu. Starejši sistem, ki velja za moške, rojene pred letom 1951, in ženske, rojene pred letom 1953, je sestavljen iz dveh komponent: osnovne starostne pokojnine in dodatne starostne pokojnine. Vsak zaposleni in samozaposleni mora prispevati k shemi osnovne starostne pokojnine in je do polne starostne pokojnine tudi upravičen po 30 letih plačevanja prispevkov. *Polna osnovna starostna pokojnina* je v letu 2019 za samsko osebo znašala 129,20 GBP²⁸ na teden, usklajuje pa se z najvišjo vrednostjo, upoštevajoč povprečno odstotno rast plač, indeks cen življenjskih potrebščin in 2,5 %. *Dodatna starostna pokojnina* predstavlja dodaten znesek za upokojence (moški, rojeni pred 6. aprilom 1951, ženske, rojene pred 6. aprilom 1953), ki pa je odvisen od prispevnih let in dohodkov v času delovne dobe. Posamezniki se lahko odpovejo varčevanju za dodatno pokojnino in plačujejo nižje prispevke, če želijo varčevati za starost v drugem in tretjem stebru, vendar potem do dodatne pokojnine niso upravičeni (Better Finance, 2019). Nov sistem, ki je bil uveden leta 2016, vsebuje samo eno komponento – novo državno pokojnino (*new State Pension – nSP*). V letu 2019 je višina nove starostne pokojnine znašala 168,60 GBP na teden, vendar se višina za vsakega posameznika razlikuje glede na evidenco nacionalnega zavarovanja, ki beleži leta plačevanja prispevkov. Za prejemanje polnega zneska bo moral posameznik izpolniti 35 prispevnih

28 1 EUR = 0.88471 GBP za leto 2018.

let, minimalno število prispevnih let pa je 10. Polna upokojitvena doba se je v oktobru 2020 od 65 let in 3 mesece dvignila na 66 let, postopno pa se bo zviševala na 67 let med letoma 2026 in 2028. Pokojnine niso predmet davčnih olajšav (OECD, 2019h).

Kot dodatek k novi državni pokojnini se lahko upokojenci, ki spadajo v najnižje dohodkovne razrede, kvalificirajo za pokojninski dodatek (*Pension Credit*), ki je sestavljen iz dveh delov: zjamčenega (*Guarantee Credit*) in varčevalnega (*Savings Credit*). Za pridobitev pokojninskega dodatka mora posameznik doseči upokojitveno dobo (IOPS, 2017a).

Slika 7: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v Veliki Britaniji



Vir: (OECD, 2020a).

Drugi steber zajema dodatno pokojninsko zavarovanje, sestavljeno iz poklicnih pokojninskih načrtov in pokojninskih načrtov podjetij. Načrti se delijo na tri kategorije: na pokojninske načrte, vezane na dohodek, ki delujejo po sistemu z vnaprej določenimi pravicami, na naložbene načrte (*Money purchase schemes*), ki delujejo po sistemu z vnaprej določenimi prispevki, in na hibridne načrte, ki imajo lastnosti obeh (IOPS, 2017; Better Finance, 2019).

Tabela 7: Ključni podatki o pokojninskem sistemu v Veliki Britaniji

	Leto 2018	
	GBP	EUR
BDP (mrd)	2.140	2.418,87
BDP per capita	32.190,00	36.384,80
Prebivalstvo (mio)	66,49	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	32 %	
Sredstva (skupaj, mrd);	2.620	2.961,42
Sredstva (drugi steber, mrd);	2.300	2.599,72
Sredstva (tretji steber, mrd);	320	361,70

Delež sredstev kot % BDP	122,4 %	
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	107,5 %	
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	15 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice (DC sheme)	63,4 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice (DB sheme)	20,0 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg (DC sheme)	16,5 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg (DB sheme)	6 %	
Drugi steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	90.338 GBP	43.860 EUR
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	37.647,1 GBP	34.016 EUR
Vrsta pokojninske ureditve		
Defined Benefit (DB) – %	82,6 %	
Defined Contribution (DC) – %	17,4 %	

Vir: (AIMA, 2019; Better Finance, 2019; MERCER, 2019; The Investment Association, 2019; World Bank, 2020h).

V letih med 2012 in 2018 je vlada uvedla avtomatsko vključitev v pokojninske načrte drugega stebra, kar pomeni, da so vsi delodajalci pravno obvezani, da v varčevanje v drugem stebri vključijo vse zaposlene²⁹, ki izpolnjujejo pogoje. Posameznik se kvalificira za vključenost, če je starejši od 22 let in zasluži več kot 10.000 GBP³⁰ na leto. Trenutna minimalna stopnja prispevka znaša 8 % plače posameznika (OECD, 2019h). Od 8 % prispevka mora delodajalec prispevati minimalno 3 %, preostanek prispevata posameznik (4 %) in vlada skozi davčno olajšavo (1 %). Če delodajalec prispeva več kot minimum, se njegova prispevna stopnja zniža (Pensions Policy Institute, 2019). Ob upokojitvi imajo posamezniki možnost pavšalnega izplačila 25 % privarčevanih sredstev, ki so oproščena davka, preostanek sredstev pa je obdavčen po individualni mejni davčni stopnji³¹ ob prejemu sredstev (HM Treasury, 2014). V varčevanje drugega stebra je aktivno vključene 76 % aktivne populacije, upravljana sredstva drugega stebra pa znašajo okoli 2.300 milijard GBP (Better Finance, 2019).

Za podporo delodajalcem pri avtomatski vključitvi njihovih zaposlenih je vlada ustanovila Nacionalni sklad za varčevanje pri zaposlovanju (*National Employment Savings Trust* – NEST), ki predstavlja poklicni načrt po sistemu z vnaprej določenimi prispevki in vsem delodajalcem ne glede na njihove prihodke zagotavlja dostop do nizkocenovnega kakovostnega pokojninskega načrta (OECD, 2019h).

Tretji steber zajema individualne prostovoljne pokojninske načrte, ki jih lahko ustanovi delodajalec – skupna zasebna pokojnina (*Group Personal Pension* – GPP) ali pa prek individualne pogodbe – interesna pokojnina (*Stakeholder Pensions*) ali avtonomna pokojnina (*Self-Invested Personal*

29 Zaposleni ima po lastni želji možnost izključitve, t. i. *opt-out* (Better Finance, 2019).

30 Spodnja omejitev za leto 2018/19 (OECD, 2019h).

31 Tri mejne davčne stopnje v Veliki Britaniji: 20-odstotna davčna stopnja za dohodek od 12.501 GBP do 50.000 GBP, 40-odstotna od 50.001 GBP do 150.000 GBP in 45-odstotna nad 150.000 GBP (Better Finance, 2019).

Pensions). Individualne pokojninske načrte, ki delujejo po sistemu z vnaprej določenimi prispevki, upravljajo banke, zavarovalnice, skladi ali drugi finančni posredniki. Posameznik si lahko privarčuje sredstva izplača kadarkoli med 55. in 75. letom, čeprav je mogoče še vedno zaposlen. Za izplačila v tretjem stebru veljajo enaka davčna pravila kot za drugi steber. V varčevanje tretjega stebra je vključenih okoli 8,5 milijona posameznikov, upravljana sredstva pa znašajo okoli 320 milijard GBP (Better Finance, 2019; Pensions Policy Institute, 2019).

3.6 ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE (ZDA)

Pokojninski sistem v ZDA je sestavljen iz treh stebrov. Prvi steber predstavlja javno obvezno pokojninsko zavarovanje, drugi zajema prostovoljno zasebno poklicno pokojninsko varčevanje in tretji steber prostovoljno individualno pokojninsko varčevanje.

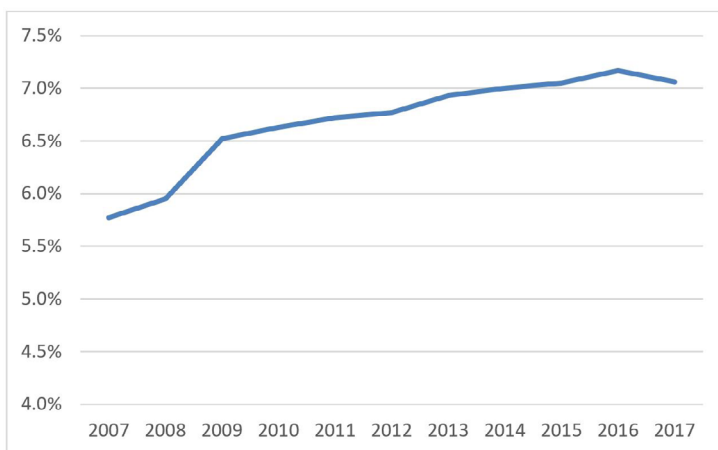
Prvi steber, ki deluje po dokladnem sistemu, vključuje vse zaposlene in samozaposlene posameznike. Stopnja prispevka za zaposlene posameznike je 6,2 % plače. Enako stopnjo za zaposlenega plača delodajalec, stopnja prispevka za samozaposlene pa znaša 12,4 % plače. Zgornja omejitev letne plače, ki se upošteva za izračun za višino prispevka in višino pokojnine, je v letu 2018 znašala 128.400 USD³². Višina izplačila pokojnin se izračuna po progresivni formuli, vezani na dohodke v času delovne dobe. Za mesečne dohodke do 895 USD nadomestitvena stopnja pokojnine znaša 90 %, med 895 USD in 5.397 USD znaša 32 %, nad 5.397 USD in do zgornje meje dohodka pa 15 %. Zneski pokojnin se usklajujejo s stopnjo inflacije. Upravičenost do prejemkov iz prvega stebra je odvisna od števila prispevnih let in višine dohodka, kjer minimalno obdobje plačevanja prispevkov za upravičenost znaša 10 let. Polna upokojitvena doba (*normal retirement age* – NRA) je 66 let in 4 mesece, do leta 2022 pa se bo dvignila na 67 let. Upokojenci so upravičeni do višjega standardnega odbitka zvezne dohodnine³³. Pokojninski prejemki so obdavčeni, vendar se davčne stopnje in olajšave med zveznimi državami razlikujejo (OECD, 2019i; International Social Security Association, 2020).

Upokojenci, ki prejemajo najnižje dohodke, se lahko kvalificirajo (*means-tested*) za dodatni varnostni dohodek. V letu 2018 je za samskega posameznika, starega 65 let ali več, maksimalni dodatni varnostni dohodek znašal 9.000 USD na leto (OECD, 2019i).

32 1 EUR = 1,1811 USD za leto 2018.

33 Upokojenci imajo višjo standardno davčno olajšavo, ki jo lahko uveljavljajo v primeru, da v davčni napovedi ne uveljavljajo davčno priznanih odhodkov, ki se odštejejo od obdavčljivega dohodka. V letu 2020 bo za samsko osebo ta olajšava znašala 1.650 USD, za pare pa 1.300 USD na osebo (Bird, 2020).

Slika 8: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v ZDA



Vir: (OECD, 2020a)

Drugi steber zajema prostovoljno poklicno pokojninsko varčevanje, ki je vzpostavljeno skozi delovna razmerja. Posamezni delodajalci ali skupine delodajalcev lahko prostovoljno vzpostavijo poklicne pokojninske varčevalne načrte za svoje zaposlene in se odločijo za tip varčevanja (Advinda, 2020). Če delodajalec vzpostavi načrt, ki deluje po sistemu vnaprej določenih pravic (DB), je vključenost zaposlenih avtomatska in s tem obvezna. Pogosta vrsta DB-načrtov upokojencem ob upokojitvi zagotavlja izplačila, ki lahko znašajo od 1 % do 1,5 % končnega povprečnega zaslužka za vsako leto delovne dobe. V letu 2017 letno izplačilo upokojenca ni smelo presežati 215.000 USD, prav tako pa ne sme preseči višine posameznikovega povprečja plače njegovih treh najbolje plačanih zaporednih let. V primeru vzpostavitve načrta, ki deluje po sistemu vnaprej določenih prispevkov (DC), pa je vključenost lahko avtomatska ali prostovoljna, odvisno od tipa in pravil načrta. Pri značilnih DC-načrtih se vplačilo prispevkov do 6-odstotne stopnje deli med delodajalca in zaposlenega. Polna upokojitvena doba v drugem stebru je po navadi 65 let, izplačila pa so lahko pavšalna ali v obliki rente (IOPS, 2017b; Advinda, 2020).

V poklicno pokojninsko varčevanje je vključenih okoli 66 % zaposlenih v zasebnem sektorju, od tega jih je 62 % vključenih v DC-načrte. Večina delodajalcev svojim zaposlenim nudi vključenost v zasebne načrte 401(k), v katerih so privarčevana sredstva do upokojitve oproščena davka³⁴. Letna zgornja meja prispevkov za 401(k), ki so oproščeni davka, je v 2017 znašala 18.000 USD za zaposlene in 54.000 USD, če prispevke plačujeta delodajalec in posameznik (IOPS, 2017b).

Tretji steber, ki zajema individualno prostovoljno pokojninsko varčevanje, se za posameznike izvaja prek njihovih individualnih pokojninskih računov (*Individual Retirement Account - IRA*) (IOPS, 2017b). Omenjeni IRA-računi so namenjeni posameznikom, katerih dodatnega

³⁴ Vplačani prispevki v načrte 401(k) se odštejejo od bruto plače, kar učinkovito zniža obdavčljiv dohodek posameznika. Zgornja omejitev prispevkov posameznika, ki so oproščeni davka, je 19.500 USD letno za leto 2020. Donosi od naložb so oproščeni davka, izplačila pa so obdavčena, vendar v večini primerov po nižji stopnji v primerjavi s stopnjo obdavčitve dohodka zaposlenega posameznika (IRS, 2020; Parker, 2020).

pokojninskega varčevanja ne pokrivajo poklicni pokojninski varčevalni načrti, in za posameznike, ki želijo dodatno varčevati za starost. V letu 2019 je za pokojnino prek individualnih pokojninskih računov varčevalo okoli 46,6 milijona gospodinjstev v ZDA, od tega jih je 36,1 milijona varčevalo v tradicionalnih računih³⁵, 24,9 milijona v t. i. Roth³⁶ računih in 7,8 milijona gospodinjstev v individualnih računih, ki so jih sofinancirali delodajalci. 46 % IRA-sredstev upravljajo vzajemni skladi, preostanek sredstev pa bančna in zavarovalniška podjetja. Upravljana sredstva individualnih pokojninskih računov so v 2019 znašala 9.800 milijard USD (Investment Company Institute, 2020). Izplačila pokojnine iz tretjega stebra so v večini obdavčena kot dohodek, medtem ko donosi naložb niso obdavčeni (IOPS, 2017b).

Tabela 8: Ključni podatki o pokojninskem sistemu v ZDA

	Leto 2018	
	20.544 USD	17.393,95 EUR
BDP (mrd)	20.544 USD	17.393,95 EUR
BDP per capita	62.794,60 USD	53.166,2 EUR
Prebivalstvo (mio)	327,17	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	28,40 %	
Sredstva (skupaj, mrd)	27.549 USD	23.324,9 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd)	16.178 USD	13.697,4 EUR
Sredstva (tretji steber, mrd)	11.371 USD	9.627,5 EUR
Delež sredstev kot % BDP	134,10 %	
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	78,70 %	
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	55,40 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	43,0%	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg	27,52 %	
Drugi steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	88.301,6 USD	74.762,2 EUR
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	115.853,3 USD	98.089,3 EUR
Defined Benefit (DB) – %	32,60 %	
Defined Contribution (DC) – %	67,40 %	

Vir: (Investment Company Institute, 2019; Thinking Ahead Institute, 2019; OECD, 2019j; OECD, 2020b; World Bank, 2020i).

35 Tradicionalni IRA – individualni pokojninski račun omogoča posameznikom, da prispevke v pokojninski račun vplačajo iz bruto dohodka, pri čemer se plačilo davka preloži na čas, ko se pokojninska sredstva začnejo izplačevati. Pri tej shemi varčevanja ni zahtevan določen minimalni dohodek (Hayes, 2020).

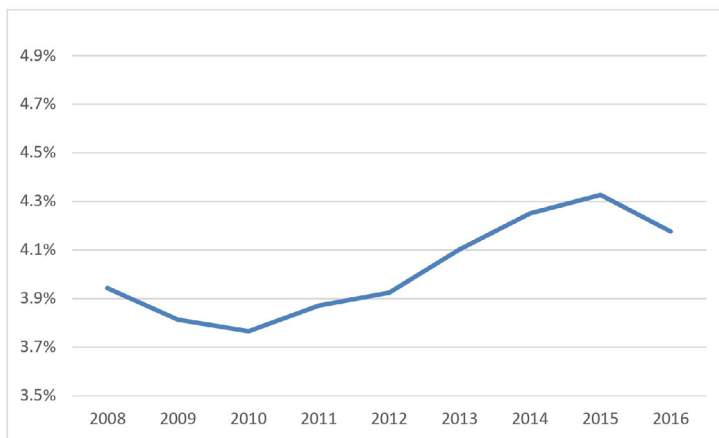
36 Roth IRA – individualni pokojninski račun, ki ponuja neobdavčeno rast in neobdavčena izplačila pokojnine, če ima posameznik račun vsaj 5 let in je starejši od 59 let in pol. Prispevki se vplačujejo iz že obdavčenega dohodka. Prispevki se lahko vplačujejo tudi po 70. letu, posameznik pa mora prejeti minimalni dohodek, ki ga določa s ponudnik (Vanguard, 2020).

3.7 AVSTRALIJA

Pokojninski sistem v Avstraliji, ki je na MMGPI v letu 2019 dosegel tretje mesto, velja za enega uspešnejših sistemov na svetu. Avstralski pokojninski sistem je sestavljen iz treh stebrov. Prvi steber predstavlja varnostno mrežo v obliki starostne pokojnine, ki jo financira država (*Age Pension*), drugi steber zajema obvezno varčevanje v *superannuation* skladih, tretji steber pa vključuje prostovoljno varčevanje v *superannuation* skladih in prek drugih finančnih ali nefinančnih sredstev (The Australian Government the Treasury, 2019).

Prvi steber, ki se javno financira s splošnimi davčnimi prihodki, je redistributivne narave s pavšalnimi izplačili. Zasnovan je tako, da zagotavlja varnostno mrežo za tiste, ki v času svoje delovne dobe niso mogli privarčevati dovolj, prav tako pa dopolnjuje pokojninske prihranke ostalih. Upravičenost do starostne pokojnine je odvisna od starosti, stalnega prebivališča in osebnega prejemka posameznika. Od julija 2019 polna upokojitvena doba za starostno pokojnino znaša 66 let in se bo postopno zviševala, dokler ne bo dosegla 67 let v letu 2023 (OECD, 2019). Prvi steber pokriva okoli 70 % upokojencev, starejših od 65 let, ostali pa se za državno starostno pokojnino ne kvalificirajo (*means-testing*), ker presegajo določene meje dohodka ali osebnega premoženja (Pension Watch, 2013; Parliament of Australia, 2016). Financiranje prvega stebra je v letu 2018 predstavljalo 4,3 % bruto domačega proizvoda (BDP) Avstralije (OECD, 2019).

Slika 9: Izdatki za javne starostne pokojnine kot % BDP v Avstraliji



Vir: (OECD, 2020a).

Septembra 2018 je najvišja enotna stopnja pokojnine s pokojninskim dodatkom in dodatkom za energijo, ki se izplačuje na dva tedna, znašala 916,30 AUD³⁷, kar je enako letni upravičenosti 23.823,80 AUD. Najvišja stopnja za dva tedna za upokojenske pare skupaj je znašala 1.381,40 AUD ali 35.916,40 AUD na leto. Višina starostne pokojnine se prilagaja dvakrat letno v skladu z indeksom cen življenjskih potrebščin ali indeksom življenjskih stroškov upokojencev in upravičencev ter je nato določena na podlagi povprečnega tedenskega zaslužka aktivne moške populacije (OECD, 2019).

³⁷ 1 EUR = 1,5797 AUD v letu 2018.

Upokojenci, ki prejemajo starostno pokojnino, so lahko poleg standardnih olajšav upravičeni tudi do olajšav za dohodnino. Davčna olajšava (*The Senior and Pensioners Tax Offset – SAPTO*) pripada prejemnikom starostne pokojnine ter prav tako državljanom, ki razen dohodkovnega ali premoženjskega kriterija izpolnjujejo vse kriterije za pridobitev starostne pokojnine (starost itd.). Čeprav je starostna pokojnina obdavčen dohodek, je po SAPTO ta pokojnina pod mejo dohodka, ki je določen za oprostitev davka. Vsi, ki ne presegajo meje za davčno olajšavo, so prav tako oproščeni zdravstvenih dajatev, ki znašajo 2 % obdavčljivega dohodka. Po preseganju meje za oprostitev davka je davčna stopnja za upokojece 12,5-odstotna (OECD, 2019; The Australian Government the Treasury, 2019).

Drugi steber, ki vključuje obvezno varčevanje v *superannuation* skladih, je bil v Avstraliji v obliki, kot jo poznamo danes, predstavljen leta 1992. Sistem je univerzalna shema, ki je obvezna za večino zaposlenih v Avstraliji za varčevanje za upokojitev. Ta sistem varčevanja zahteva od delodajalcev, da vplačujejo redne prispevke za svoje zaposlene v t. i. *superannuation* sklade. To so zasebni pokojninski načrti, ki jih lahko upravljajo delodajalci, industrijska združenja, podjetja za finančne storitve ali posamezniki. Do omenjenih pokojninskih vplačil v sklade so upravičeni vsi, ki so starejši od 18 let in v enem mesecu pred obdavčitvijo zaslužijo 450 AUD ali več, ne glede na obliko zaposlitve. Osebe, ki so mlajše od 18 let, so do vplačil upravičene v primeru, da mesečno pred obdavčitvijo zaslužijo vsaj 450 AUD in delajo več kot 30 ur na teden. Prav tako so do vplačil upravičene zaposlene osebe, ki so starejše od 65 let. Za višino vplačila se upoštevajo dohodki iz rednega zaslužka, bonusov, provizije, plačila za izmene ter plačila za priložnostne obremenitve. Trenutno je obvezna stopnja vplačil, ki jih za zaposlene vplačajo delodajalci, 9,5 % plače in se bo do leta 2025 postopno zviševala do 12 % (OECD, 2019; Industry SuperFunds, 2020).

Do črpanja sredstev iz naslova drugega stebra so posamezniki upravičeni, ko dopolnijo starostno mejo 57 let, ki pa se bo do julija 2024 postopno zviševala na 60 let. Sredstva se lahko izčrpajo kot pavšalno izplačilo (enkratni znesek) ali kot tok prihodkov (renta) (The Australian Government the Treasury, 2019).

Običajno so *superannuation* varčevanja obdavčena na dveh stopnjah: ob vplačilu sredstev in ob pridobitvi donosnosti naložb. Ko delodajalec ali zaposleni vplača prispevek, za katerega uveljavlja davčno olajšavo, je prispevek obdavčen po 15-odstotni davčni stopnji. Posamezniki, katerih letni dohodek ali vplačani prispevki presegajo 250.000 AUD, so obdavčeni po 30-odstotni davčni stopnji. Če posameznik vplača prispevek iz že obdavčenega dohodka, je oproščen davka na vplačana sredstva. Prav tako so med fazo kopičenja po 15-odstotni davčni stopnji obdavčeni donosi naložb, ki jih ob prodaji sredstev plača sklad. Posamezniki s prilagojenim obdavčljivim letnim dohodkom do 37.000 AUD za že obdavčena vplačila prejmejo davčno nadomestilo oziroma olajšavo (*Low Income Super Tax Offset – LISTO*) do 500 AUD na leto. Posamezniki, ki sredstva iz *superannuation* skladov črpajo pred 60. letom ali prejmejo prihodke iz predhodno neobdavčenih virov, lahko plačajo tudi davek na izplačilo sredstev. Donosi naložb in izplačana sredstva so za posameznike, starejše od 60 let, oproščeni davka (OECD, 2019; The Australian Government the Treasury, 2019).

Tretji steber, ki zajema prostovoljno varčevanje v okviru pokojninskih računov RSA (*Retirement Savings Accounts*), omogoča posameznikom vplačevanje prispevkov od obdavčenega ali neobdavčenega dohodka. Varčevanje lahko poteka prek *superannuation* skladov, pri katerih je višina prispevkov omejena, ali prek drugih naložbenih oblik, kot so npr. poslovna sredstva, nepremičnine, druga finančna in nefinančna sredstva. Sama izbira oblike varčevanja je odvisna od posameznikove odločitve in njegovih pričakovanj. Za pokojninsko varčevanje v tretjem stebru veljajo enaka davčna pravila kot za varčevanje v drugem stebru (Rice, 2018; The Australian Government the Treasury, 2019; Palladium Wealth Partners, 2020).

Tabela 9: Ključni podatki o avstralskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018	
BDP (mrd)	1.849,88 AUD	1.171,03 EUR
BDP per capita	74.018 AUD	46.855,73 EUR
Prebivalstvo (mio)	24,9	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	27,70 %	
Sredstva (skupaj, mrd)	2.600,13 AUD	1.645,96 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd)	1.103,83 AUD	698,76 EUR
Sredstva (tretji steber, mrd)	1.444,03 AUD	914,12 EUR
Delež sredstev kot % BDP	140,6 %	
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	59,7 %	
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	78,1 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	48,0 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg	23,0 %	
Drugi steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	70.758,33 AUD	44.792,26 EUR
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	92.566,03 AUD	58.597,22 EUR
Vrsta pokojninske ureditve		
Direct Benefit (DB) – %	14 %	
Direct Contribution (DC) – %	86 %	
Število skladov*	598.252	

* Vključno s skladi, ki imajo manj kot 5 članov.
Vir: (ASFA, 2018; OECD, 2020b; World Bank, 2020a).

3.8 POLJSKA

Starostni pokojninski sistem na Poljskem, uveden leta 1999, je sestavljen iz treh stebrov. Prvi steber, ki deluje po dokladnem sistemu, zajema obvezno pokojninsko zavarovanje. Drugi steber zajema obvezen pokojninski sistem, ki ga upravljajo država ali zasebni skladi, tretji steber pa pokriva zasebno pokojninsko varčevanje (Better Finance, 2019).

Prvi steber temelji na formuli nefinančno določenega prispevka (NDC – *Non-financial Defined Contributions ali Notional Defined Contributions*³⁸). Skupna stopnja prispevkov v prvi in drugi pokojninski steber znaša 19,52 % bruto plače posameznika³⁹ in jo v enaki meri financirata posameznik in delodajalec. Prispevek je nakazan na račune posameznikov, določena obrestna mera za prispevke pa je opredeljena kot 100-odstotna mera rasti plač in ne manj kot stopnja inflacije. Od skupne stopnje prispevka se 12,22 odstotne točke vplača v prvi steber, 7,3 odstotne točke pa se vplača v drugi pokojninski steber (Better Finance, 2019; OECD, 2019e). Za določanje višine pokojnine posameznika se nakopičeni kapital ob upokojitvi deli s t. i. *g-vrednostjo*, ki predstavlja povprečno življenjsko pričakovanje ob upokojitveni starosti. Zgornja meja prispevkov in dohodka, ki se upošteva za izračun pokojnine, je določena v višini 2,5-kratnika povprečnega osnovnega zneska v preteklem koledarskem letu in je v letu 2019 znašala 142.950 PLN⁴⁰ (OECD, 2019e).

Polna upokojitvena doba za moške znaša 65 let in 60 let za ženske. Ker sistem temelji na formuli NDC, prvi steber določa tudi minimalno pokojnino, saj posameznik nima zagotovila, da bo njegova pokojnina dovolj visoka. Minimalna pokojnina je zagotovljena za moške, ki so vplačevali prispevke vsaj 25 let, in za ženske, ki so prispevke vplačevale vsaj 20 let. Leta 2019 je minimalna pokojnina znašala 1.100 PLN mesečno, financira pa se iz državnega proračuna (Republic of Poland, 2017; OECD, 2019e).

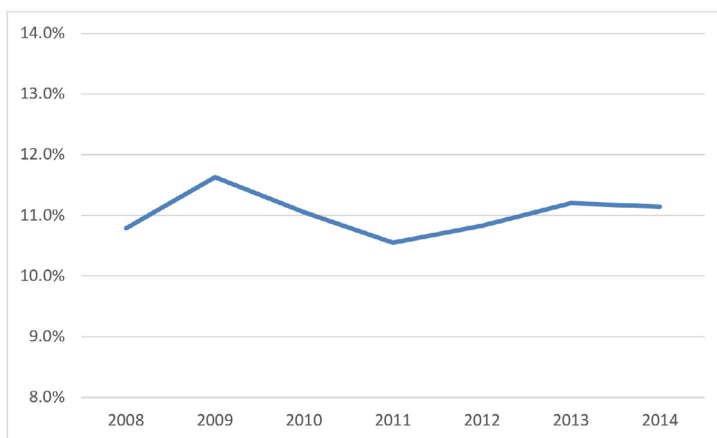
Prvi steber upravlja Zavod za socialno zavarovanje (ZUS – *Zakład Ubezpieczeń Społecznych*), ki evidentira kvote prispevkov, vplačanih za vsakega posameznika na njegov račun. Računi se vsako leto usklajujejo s stopnjo inflacije in realno rastjo osnov za prispevke socialnega zavarovanja (Better Finance, 2019). Pokojnine niso predmet nobenih davčnih olajšav (OECD, 2019e).

38 NDC se od klasičnega dokladnega sistema razlikuje po tem, da prispevki, ki jih posameznik vplačuje v to obliko, rastejo z obrestno mero, ki jo določa država. Zbrani prispevki se uporabljajo za financiranje trenutnih pokojnin. Posameznik ob upokojitveni dobi prejema rento na podlagi končne finančne vrednosti prispevkov, pričakovane življenjske dobe in pričakovane obrestne mere v preostalem delu življenjske dobe na podoben način kot to velja za naložbene sheme določenih prispevkov oziroma *defined contribution* (Holzmann, Palmer, & Robalino, 2012).

39 Oziroma 16,6 % za delavce, rojene po letu 1948, ki so se odločili nadaljevati sodelovanje v drugem stebru (OECD, 2019e).

40 1 EUR = 4,2615 PLN za leto 2018.

Slika 10: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Poljskem



Vir: (OECD, 2020a).

Drugi steber zajema obvezno pokojninsko varčevanje, sestavljeno iz podračunov posameznikov, ki jih upravlja ZUS ali pokojninski skladi odprtega tipa (OFE – *otwarte fundusze emerytalne*). Namenjeni so posameznikom, ki se odločijo, da sredstev iz naslova drugega stebra zanje ne bo upravljal država. Sistem v drugem stebru deluje po dokladnem sistemu ali po sistemu določenih prispevkov, odvisno od posameznikove odločitve. Če se posameznik odloči za t. i. opcijo *opt-out*, se prispevek v višini 4,38 % njegove bruto plače zabeleži na podračun, 2,92 % pa se vloži na finančne trge in ga upravljajo odprti pokojninski skladi. Če sredstva iz drugega stebra za posameznika upravlja država, se celotni prispevek vplača v sistem prvega stebra (Better Finance, 2019). Sredstva posameznikov, ki so se odločili za zasebno upravljanje sredstev iz drugega stebra, so prenesena v prvi steber 10 let pred njihovo upokojitvijo, vsi obvezni prispevki od takrat naprej pa se kopičijo samo v prvem stebru (Kurach, Kuśmierczyk, & Papla, 2020).

Leta 2019 je poljska vlada napovedala, da želi z julijem 2020 ustaviti vplačevanje prispevkov v drugi steber, posamezniki pa bodo lahko izbirali, kam želijo prenesti sredstva. Sredstva se bodo lahko prenesla v sistem prvega stebra, ki ga upravlja ZUS, ali v individualne račune tretjega stebra (IKE – *indywidualne konta emerytalne*) (Krzyzak, 2019; Kurach, Kuśmierczyk, & Papla, 2020).

Tretji steber zajema prostovoljno individualno pokojninsko varčevanje, ki ga dopolnjujeta prva dva obvezna stebra, ki posameznikom omogočata osnovni dohodek ob upokojitvi. Je zasebno upravljan steber, ki deluje po sistemu določenih prispevkov. Tretji steber sestavljajo štiri različne oblike: (1) poklicni pokojninski programi (PPE – *pracownicze programy emerytalne*), (2) kapitalski načrti zaposlenih (PPK – *pracownicze plany kapitałowe*), (3) individualni pokojninski računi (IKE – *indywidualne konta emerytalne*) in (4) individualni varčevalni pokojninski računi (IKZE – *indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego*) (Better Finance, 2019).

Poklicni pokojninski programi (PPE) so varčevalni načrti, ki pokrivajo okoli 2,6 % poljskega aktivnega prebivalstva in jih delodajalci organizirajo za svoje zaposlene. Osnovno stopnjo prispevka (do 7 % plače zaposlenega) plača delodajalec, davek na prispevek plača posameznik. Posamezniki

lahko vplačujejo dodatne prispevke, odštete od svoje neto plače, katerih višina pa je omejena⁴¹. Donosi od naložb so oproščeni davka na kapitalske dobičke, prav tako pa so davka oproščena tudi izplačila pokojnine. Posameznik se lahko odloči za pavšalno izplačilo ali izplačilo v obliki mesečne rente, potem ko doseže 60 let (Better Finance, 2019).

Kapitalske načrte zaposlenih (PPK) prav tako organizirajo delodajalci in so obvezni v primeru, če delodajalec ni vzpostavil poklicnega pokojninskega programa (Krzyzak, 2019b). Uporabljajo samodejni vpis (*auto-enrollment*) in mehanizme usklajevanja določenih prispevkov. Uvedeni so bili z junijem 2019 in postopno implementirani do leta 2021⁴². Predvideno je, da bodo pokrivali celotno aktivno populacijo Poljske. Prispevek zaposlenih znaša 2 %–4 % njihove bruto plače⁴³, najnižji prispevek, ki ga financira delodajalec, znaša 1,5 % bruto plače, lahko pa je višji (do 4 %) na prostovoljni osnovi. Za spodbudo poljskim državljanom bo javni sklad dela v načrte vplačal dodatna sredstva – začetno pavšalno vplačilo v višini 250 PLN in letno vplačilo v višini 240 PLN (Chłton-Dominczak, 2019). Prispevki zaposlenih in delodajalcev so obdavčeni, donosi od naložb in izplačila sredstev pa so oproščeni davka. Ko posameznik doseže 60 let, se pokojnina lahko izplača kot pavšalno izplačilo (maksimalno 25 % nakopičenih sredstev) ali kot periodično izplačilo. Sredstva z računa si lahko posameznik v obdobju varčevanja tudi izposodi, če gre za individualno obveznost, kot je npr. jemanje hipoteke (Better Finance, 2019).

Individualni pokojninski računi (IKE), ki pokrivajo okoli 5,8 % poljske aktivne populacije, nudijo posameznikom možnost zasebnega varčevanja za starost in jih upravljajo različne finančne institucije, kot so podjetja za upravljanje s premoženjem, življenjske zavarovalnice, posredniške hiše, banke in pokojninska združenja. Posameznik lahko v tej obliki varčuje samo na enem računu, vendar lahko institucijo in obliko varčevanja kadarkoli zamenja. Prispevki se vplačujejo od neto plače posameznika, njihova višina pa je omejena. Letna omejitev za prispevke za individualno pokojninsko varčevanje je 3-kratnik povprečne plače, kar je v letu 2019 znašalo 14.295 PLN (Better Finance, 2019)⁴⁴. Donosi od naložb in izplačila pokojnin so oproščeni davka, pokojnine pa so, ko posameznik doseže 60 let, lahko izplačane kot pavšalno izplačilo ali v obliki rente (Better Finance, 2019). Individualni varčevalni pokojninski računi (IKZE) se upravljajo enako kot IKE, vendar imajo druge zgornje meje prispevkov in ponujajo drugačno obliko davčne olajšave. Vplačila v varčevalni pokojninski račun se lahko odštejejo od dohodnine, donosi od naložb so oproščeni davka, izplačila pa so obdavčena po znižani stopnji 10 %. Posameznik lahko istočasno varčuje preko IKE in IKZE, pri čemer ni treba, da sta oba računa odprta pri isti instituciji. Davčne olajšave in zgornje omejitve vplačil prispevkov ostajajo za oba računa enake kot pri posamezni obliki varčevanja, čeprav gre za

41 Letna omejitev za dodatni prispevek je 4,5-kratnik povprečne plače, kar je v letu 2019 znašalo 21.442,50 PLN (Better Finance, 2019).

42 Od julija 2019: vključenost zaposlenih v podjetjih z več kot 250 zaposlenimi; od januarja 2020: vključenost zaposlenih v podjetjih s 50–249 zaposlenimi; od julija 2020: vključenost zaposlenih v majhnih podjetjih z 20–49 zaposlenimi; od januarja 2021: vključenost vseh ostalih zaposlenih (Chłton-Dominczak, 2019).

43 Obvezni prispevek zaposlenega je 2 % bruto plače, dodatno pa lahko zaposleni prispeva še do 2 % bruto plače. Izjema so posamezniki, ki zaslužijo 120 % ali manj povprečne plače – njihov obvezni minimalni prispevek je 0,5 % bruto plače (Chłton-Dominczak, 2019).

44 Letna omejitev za prispevke za individualno pokojninsko varčevanje je 3-kratnik povprečne plače, kar je v letu 2019 znašalo 14.295 PLN (Better Finance, 2019).

varčevanje prek obeh oblik. Omejitev letne višine prispevkov za leto 2018 je za IKE znašala 13.329 PLN, za IKZE pa 5.115,60 PLN. Starostna meja za izplačilo pokojnine je 65 let (Wszeborowska, 2017; Better Finance, 2019; ELIXIR, 2020).

Tabela 10: Ključni podatki o poljskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018	
BDP (mrd)	2.115 PLN	496,3 EUR
BDP per capita	55.695,7 PLN	13.069,5 EUR
Prebivalstvo (mio)	37,98	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	30,5 %	
Sredstva (skupaj, mrd)	158,79 PLN	37,26 EUR
Delež sredstev kot % BDP	7,5 %	
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	N/A	
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	N/A	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	84,9 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg	70,5 %	
Povprečen obseg sredstev na posameznika	9.073,71 PLN	2.129,23 EUR
Vrsta pokojninske ureditve		
Defined Benefit (DB) – %	N/A	
Defined Contribution (DC) – %	N/A	

Vir: (OECD, 2019j; OECD, 2020b; World Bank, 2020e).

3.9 ČEŠKA

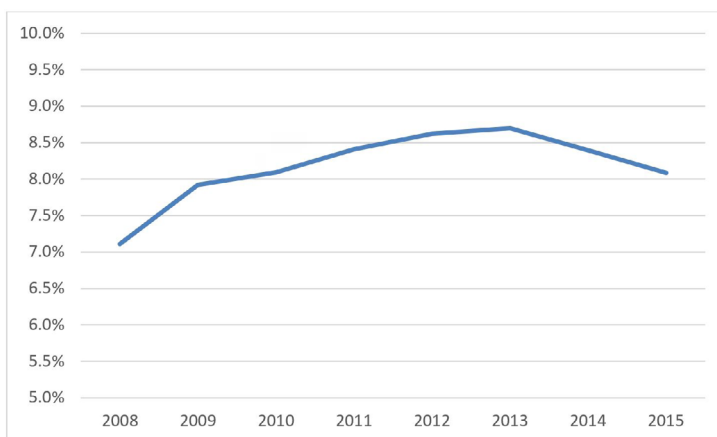
Češki pokojninski sistem je sestavljen iz dveh stebrov, iz prvega stebra, ki predstavlja obvezno javno pokojninsko shemo, in tretjega stebra, ki zajema prostovoljne zasebne pokojninske načrte. Češka je poleg Slovenije edina država v Vzhodni Evropi, ki nima obveznega dodatnega pokojninskega stebra (Pension Funds Online, 2020a). Drugi steber, ki je bil uveden v letu 2013, je bil financiran z vnaprej določenimi prispevki, vendar je bil zaradi prenizke vključenosti in zanimanja leta 2015 ukinjen. Steber je bil financiran s preusmeritvijo 3 odstotnih točk od 28 % pokojninskega prispevka v prvem stebru, ki se deli na zaposlene in delodajalce, zaposleni pa so od bruto plače dodali še 2 %. Samo 83.000 ljudi se je včlanilo v drugi steber, medtem ko je tretji steber v tistem času zajemal 4,9 milijona ljudi (Krzyzak, 2014; European Commission, 2018).

Prvi steber, ki ga upravlja država, deluje po dokladnem sistemu in ima prevladujočo vlogo v češkem pokojninskem sistemu, saj predstavlja kar 90 % dohodka upokojencev. Steber je univerzalen in obvezen za vse zaposlene in samozaposlene, omogoča pa tudi prostovoljno sodelovanje delu neaktivne populacije. Stopnja prispevkov za prvi steber znaša 28 % plače ter se razdeli med zaposlene (6,5 %) in delodajalce (21,5 %). Pokojnina iz prvega stebra je sestavljena iz dveh delov. Prvi del je univerzalni osnovni dohodek (pavšalni znesek), ki je od januarja 2019 enak 10 % nacionalne

povprečne plače, drugi del pa je odvisen od posameznikovih prihodkov v času aktivne dobe. Drugi (dohodkovni) del temelji na dolžini posameznikove delovne dobe, pokojninska odmerna stopnja pa znaša 1,5 % za vsako delovno leto. Za izračun pokojninskega dohodka se upošteva 100 % plače, če je plača nižja od 41 % povprečne plače. Če je višina posameznikove plače med 41 % in 375 % povprečne plače, se za pokojninski dohodek upošteva le 26 % plače. Dohodki nad 375 % povprečne plače se ne upoštevajo. V letu 2018 je mesečni prvi prag znašal 13.191 CZK⁴⁵, drugi pa 119.916 CZK (European Commission, 2018; OECD, 2019a).

Polna upokojitvena doba je v letu 2018 znašala 63 let in 4 mesece za moške in 62 let in 8 mesecev za ženske. Postopno se zvišuje, dokler ne bo dosegla 65 let za oba spola. Najnižja delovna doba za upravičenost do transferjev iz prvega stebra je 35 let, posamezniki z 20 leti delovne dobe ali 15 leti dobe neplačevanja prispevkov pričnejo prejemati pokojnino pet let kasneje od standardne upokojitvene dobe, ki velja za moške iz enake starostne skupine. Pokojninski dohodki so oproščeni davka do 439.200 CZK na leto, nad to mejo je davčna stopnja 15-odstotna (OECD, 2019a). Pokojnine se usklajujejo letno ob upoštevanju rasti indeksa cen življenjskih potrebščin ali indeksa življenjskih stroškov upokojenecv in 50 % rasti realnih plač (European Commission, 2018).

Slika 11: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Češkem



Vir: (OECD, 2020a).

Tretji steber zajema prostovoljne prispevke posameznikov, ki bodo v dobi upokojitve dopolnjevali državno pokojnino iz prvega stebra. Steber deluje po sistemu z vnaprej določenimi prispevki (DC - *defined contribution*) in pokriva okoli 70 % aktivnega prebivalstva (European Commission, 2018). Prostovoljne pokojninske načrte iz tretjega stebra upravljajo pokojninske družbe, ki so delniške družbe, katerih namen je omejen na zagotavljanje dodatnega pokojninskega zavarovanja. Posamezniki lahko izbirajo med državnim upravljavcem sredstev ali zasebnimi upravljavci. Pokojninske družbe lahko ponujajo samo en pokojninski načrt, udeleženci pa lahko sklad zamenjajo kadarkoli brez stroškov menjave. (Pension Funds Online, 2020a).

⁴⁵ 1 EUR = 25,647 CZK v letu 2018.

Tretji steber v določeni meri s prispevki financira država, dodatno pa vlada zagotavlja tudi davčne olajšave za zasebno varčevanje. Prostovoljni prispevek si lahko vplačajo posamezniki sami in/ali njihovi delodajalci, pri čemer se prispevki udeležencev do mesečnega prispevka v višini 1.000 CZK dopolnijo z državnim prispevkom. Okoli 21 % udeležencev tretjega stebra prejme od delodajalca prispevke, ki so do določene zgornje meje⁴⁶ oproščeni davka na dohodek in prispevkov za socialno varnost. Mesečna vplačila posameznikov, ki so višja od 1.000 CZK, so upravičena do davčne olajšave, vendar znesek davčne olajšave ne more presegati 24.000 CZK letno⁴⁷ (European Commission, 2018; IOPS, 2018). Najnižja starost, pri kateri lahko posameznik dvigne vplačila v tretji steber, je 60 let, pokojninska družba pa določi število prispevnih let. Vplačila se lahko izplačajo v pavšalnem znesku ali v obliki pokojninske rente. V primeru predčasnega izplačila vplačil mora posameznik plačati državne prispevke, katerih je bil prej oproščen, izplačilo pa je še dodatno obdavčeno (Pension Funds Online, 2020a). Donosi naložb na ravni sklada niso obdavčeni. Davek na dohodek od donosov naložb in za pavšalna izplačila ter odkupno vrednost se plača v primeru, da je doba vplačil krajša od 10 let. Življenjske rente in pokojnine, ki se vplačujejo za obdobje 10 let in več, so oproščene davka (IOPS, 2018).

Tabela 11: Ključni podatki o češkem pokojninskem sistemu

	Leto 2018	
BDP (mrd)	5.329 CZK	207,78 EUR
BDP per capita	501.495,5 CZK	19.553,77 EUR
Prebivalstvo (mio)	10,63	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	33,8 %	
Sredstva (tretji steber, mrd)	488,71 CZK	19,06 EUR
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	9,2%	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	0,7 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg	0,46 %	
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	135.752,78 CZK	5.293,13 EUR
Vrsta pokojninske ureditve		
Direct Contribution (DC) zaščiteni – %	90,9 %	
Direct Contribution (DC) nezaščiteni – %	9,1 %	

Vir: (Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 2019b; OECD, 2019j; OECD, 2020b; World Bank, 2020b).

⁴⁶ Prispevki delodajalca v višini 5 % posameznikove plače (Pension Funds Online, 2020a).

⁴⁷ Maksimalni znesek davčne olajšave (24.000 CZK) se doseže, če posameznik letno prispeva 36.000 CZK ali več (IOPS, 2018).

3.10 MADŽARSKA

Madžarski pokojninski sistem je v praksi enostebni sistem, ki deluje po dokladnem sistemu. Dopolnjujejo ga ostanki ukinjenega obveznega drugega stebra, ki je deloval po naložbenem sistemu, in načrti individualnega prostovoljnega pokojninskega varčevanja (tretji steber), ki imajo v pokojninskem sistemu manjšo vlogo (European Commission, 2018). Kot posledica finančne krize in odziva nanjo se je leta 2010 madžarska vlada odločila za radikalne spremembe pokojninskega sistema. Pokojninska reforma je ob koncu leta 2010 ukinila obvezen drugi steber, ki je deloval po naložbenem sistemu z vnaprej določenimi prispevki. Posamezniki, ki so bili vključeni v omenjeni sistem varčevanja, so do konca januarja 2011 morali podati izjavo, ali želijo ohraniti svoje članstvo ali pa želijo sredstva prenesti v sistem prvega stebra⁴⁸. Nova zakonodaja je predlagala izjemno neugodne pogoje za tiste, ki svojih sredstev niso želeli prenesti v sistem prvega stebra. Posamezniki, ki se za omenjeni korak niso odločili, niso upravičeni do prihodnje odmerne stopnje in pridobivanja prispevnih let za državno pokojnino, čeprav njihovi delodajalci vplačujejo v sistem prvega stebra⁴⁹, zato se je samo 3 % članov odločilo ohraniti svoja sredstva v drugem stebru (Mašniak & Lados, 2014; Szikra, 2018).

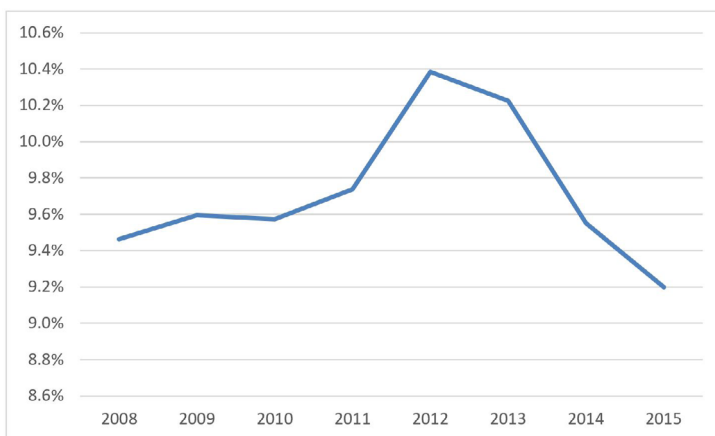
Prvi steber zajema obvezen pokojninski sistem, ki deluje po dokladnem sistemu in zajema vse zaposlene posameznike ne glede na tip zaposlitve ter prejemnike nadomestil za brezposelnost in določenih otroških dodatkov. Deluje po sistemu z vnaprej določenimi pravicami in zagotavlja starostno pokojnino, katere višina je vezana na dohodke iz delovne dobe posameznika. Plačilo prispevkov se deli med posameznika in delodajalca, pri čemer pokojninski prispevek posameznika znaša 10 % njegove bruto plače, delodajalec pa za pokojnino vplačuje del t. i. socialnega davka, ki znaša 15,5 % bruto plače posameznika (Hungarian Ministry for National Economy, 2017; European Commission, 2018). Višina javne državne pokojnine, ki je vezana na dohodek, se izračuna kot 33 % povprečnega neto zaslužka v prvih desetih letih kritja. Vsako dodatno leto od 11. do 25. leta kritja doda 2 %, od 26. do 36. leta kritja se doda 1 %, 1,5 % se doda od 37. do 40. leta kritja in 2 % po 40 letih kritja. Pokojnine se usklajujejo z indeksom cen življenjskih potrebščin. Država prav tako zagotavlja minimalno pokojnino, financirano iz davkov, ki je v letu 2018 znašala 28.500 HUF⁵⁰ mesečno in ni vezana na dohodek. Pogoj za prejetje starostne pokojnine, vezane na dohodek, in minimalne pokojnine je 20 prispevnih let, polna upokojitvena starost pa se je do leta 2022 od 63,5 leta postopno zviševala na 65 let. Pokojnine iz naslova prvega stebra so oproščene davka (OECD, 2019l).

48 Posamezniki, ki niso podali izjave o svoji odločitvi, so avtomatsko izgubili članstvo v drugem stebru.

49 Da bi se izognili pregledu ustavnega sodišča zaradi kršenja pravic iz socialnega zavarovanja, so se prispevki, ki so jih plačali delodajalci, preimenovali v "socialne davke", za katere v prihodnosti niso pripisani nobeni zahtevki (Szikra, 2018).

50 1 EUR = 318,89 HUF v letu 2018.

Slika 12: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP na Madžarskem



Vir: (OECD, 2020a).

Kot je bilo že omenjeno, ima prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje na Madžarskem manjšo vlogo. Ukinjeno obvezno varčevanje v sklopu drugega stebra, ki je po reformi postalo prostovoljno (vendar nadaljnje vplačevanje prispevkov ni več mogoče), zajema manj kot 2 % zaposlenih posameznikov. Pokojninsko varčevanje v sklopu t. i. tretjega stebra na Madžarskem poteka na več načinov. Poklicno pokojninsko zavarovanje prek delodajalca nudi le ena institucija, članstvo pa je zanemarljivo. Okoli 26 % zaposlenih posameznikov za starost varčuje prek prostovoljnih pokojninskih skladov, ki delujejo po sistemu z vnaprej določenimi prispevki. Pokojninski varčevalni računi in produkti pokojninskega zavarovanja pa sta preostali možnosti za varčevanje za starost. Posamezniki za prostovoljno pokojninsko varčevanje plačujejo prispevke iz svoje neto plače, kar pomeni, da so njihovi prispevki obdavčeni po 15-odstotni dohodninski stopnji. Prispevki delodajalcev za zaposlene se za posameznike ne štejejo kot obdavčljiv dohodek, temveč davek v višini 17,7 % plača delodajalec. Prispevki za zasebne pokojninske načrte uživajo davčno olajšavo v obliki vračila davka, ki se prenese na pokojninski račun zaposlenega. Vračilo davka znaša do 20 % vplačanih prispevkov do določene omejitve⁵¹. Donosi naložb so oproščeni davka, če se ne izplačajo pred upokojitvijo posameznika. V primeru prostovoljnih pokojninskih skladov se po desetih letih članstva donosi posamezniku lahko neobdavčeno izplačujejo enkrat na tri leta, v nasprotnem primeru so obdavčeni po 15-odstotni davčni stopnji, dodatno pa se plača 19,5-odstotni prispevek za zdravstveno varstvo. Izplačane pokojnine so ob upokojitvi in zadostnem obdobju članstva⁵² oproščene davka. Če želi posameznik izplačilo pred upokojitvijo, je pokojnina obdavčena po 15-odstotni davčni stopnji, dodatno pa se plača 19,5-odstotni prispevek za zdravstveno varstvo. Prav tako mora posameznik vrniti 20 % vračila davka (OECD, 2018b).

51 Najvišji znesek vračila davka znaša 100.000 HUF na leto za posamezne pokojninske račune, 150.000 HUF na leto za prostovoljne zasebne pokojninske sklade in 130.000 HUF na leto v primeru pokojninskega zavarovanja. Če ima posameznik več kot enega od zgoraj omenjenih načrtov varčevanja za starost, znesek davčne olajšave skupaj ne sme presežati 280.000 HUF na leto (OECD, 2018b).

52 Obvezno obdobje članstva v pokojninskih skladih je 10 let.

Tabela 12: Ključni podatki o madžarskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018	
BDP (mrd)	42.662,00 HUF	133,78 EUR
BDP per capita	4.364.127,2 HUF	13.685,4 EUR
Prebivalstvo (mio)	9,78	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	33,4 %	
Sredstva v pokojninskih in ostalih skladih – individualni pokojninski načrti (skupaj, mrd)	2.238,57 HUF	7,02 EUR
Sredstva v pokojninskih skladih – individualni pokojninski načrti (mrd)	1.650,77 HUF	5,18 EUR
Delež sredstev kot % BDP (skupaj)	5,25 %	
Delež sredstev kot % BDP (pokojninski skladi)	3,87 %	
Delež sredstev kot % BDP (ostali skladi)	1,38 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	7,5 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalski trg	N/A	
Povprečen obseg sredstev na posameznika	1.850.057,85 HUF	5.801,55 EUR
Vrsta pokojninske ureditve individualnih pokojninskih načrtov		
Defined Contribution (DC) zaščiteni – %	11,1 %	
Defined Contribution (DC) nezaščiteni – %	88,9 %	

Vir: (OECD, 2019j; OECD, 2020b; World Bank, 2020k).

3.11 HRVAŠKA

Hrvaški pokojninski sistem po reformi leta 2002 sestavljajo trije stebri. Prvi steber zajema obvezni javni pokojninski sistem, ki deluje po dokladnem sistemu. Drugi steber je zakonsko določen pokojninski sistem z določenimi prispevki, v katerem je udeležba obvezna, tretji steber pa predstavlja prostovoljni dodatni pokojninski sistem in vključuje tako odprte sklade za posameznike in zaprte sklade, v katere vplačujejo delodajalci, sindikati ali poklicna združenja (OECD, 2018a).

Prvi steber, ki je bil na Hrvaškem uveden leta 1999, zajema obvezno pokojninsko zavarovanje, ki temelji na medgeneracijski solidarnosti. Deluje po dokladnem sistemu z vnaprej določenimi izplačili (*defined benefits*) in zajema celotno aktivno prebivalstvo (zaposleni, samozaposleni in kmetje). Za posameznike, vključene v pokojninski sistem leta 2002, ki so bili mlajši od 40 let, je bila vključitev v drugi steber obvezna, medtem ko so se posamezniki, stari od 40 do 50 let, lahko odločili, ali bodo vključeni v drugi steber. Starejši od 50 let v letu 2002 so bili vključeni samo v prvi pokojninski steber (European Commission, 2018). Poleg prispevkov aktivnega prebivalstva se prvi steber financira iz državnega proračuna. V prvi steber posamezniki, ki so prav tako del drugega stebra, vplačujejo 15 % svoje bruto plače⁵³, posamezniki, ki pa so samo del prvega stebra, vplačujejo 20 % (Bejakovic, 2019; Ministry of Labour and Pension System, 2020). Od leta 2017

53 Preostalih 5 % se vplača v drugi steber (Ministry of Labour and Pension System, 2020).

osebe, ki prejemajo neredni dohodek, t. i. drugi dohodek iz naslova zaposlitve ali samozaposlitve, vplačujejo prispevke po znižani stopnji – 10 % (European Commission, 2018). Polna upokojitvena doba za moške je 65 let, za ženske pa se od leta 2011 postopno zvišuje, dokler ne bo v letu 2030 dosegla 65 let. Zvišanje polne upokojitvene dobe na 67 let je predvideno v letih med 2031 in 2038 (OECD, 2018a).

Prvi steber se v glavnem deli na tri glavne tipe pokojnine – starostno, družinsko in invalidsko pokojnino. Posameznik, ki se upokoji v zakonsko določeni starosti in ima vsaj 15 let zavarovalne dobe, je upravičen do polne starostne pokojnine. Višina pokojnine je odvisna od prejetih plač in vplačanih prispevkov v aktivnem obdobju posameznika. Posameznik, ki se upokoji do največ 5 let pred zakonsko določeno upokojitveno starostjo in ima vsaj 35 let delovne dobe (za moške, 31 let za ženske), je upravičen do prejemanja predčasne pokojnine, katere višina pa je poleg vplačanih prispevkov v času aktivnega obdobja podvržena tudi kaznovalnemu faktorju⁵⁴ (European Commission, 2018; Bejakovic, 2019). Družinsko pokojnino ali nadomestilo za preživele družinske člane prejme vdovec/vdova pokojne zavarovane osebe, če je oseba starejša od 50 let. Če je oseba mlajša od 50 let, pokojnino prejme, če ne more delati ali če skrbi za otroke. Otrok preminule zavarovane osebe je upravičenec do pokojnine, če je vključen v srednješolsko ali terciarno izobraževanje in mlajši od 26 let⁵⁵. Invalidsko pokojnino prejemajo osebe z delno ali popolno izgubo delovne sposobnosti. Za upravičenost so potrebna določena minimalna leta delovne dobe, odvisno od starosti posameznika (Bejakovic, 2019; Ministry of Labour and Pension System, 2020).

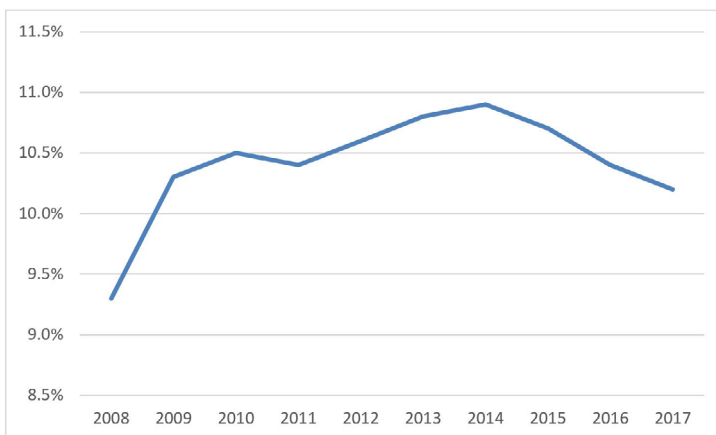
Vplačila prispevkov v prvi steber so oproščena davka, medtem ko so izplačane pokojnine obdavčene⁵⁶ (European Commission, 2018).

54 Kaznovalni faktor, ki zniža višino pokojnine, je odvisen od starosti posameznika in delovne dobe. Najvišji odbitek je 20,4 % za moške, stare 60 let, s 35 leti delovne dobe (Bejkovic, 2019).

55 Če otrok preminule zavarovane osebe ne more delati, lahko pokojnino prejema tudi po 26. letu (Bejkovic, 2019).

56 Pokojnine so obdavčene po davčni stopnji za dohodnino – 24 % za letni dohodek do 360.000 HRK, 36 % za letni dohodek nad 360.000 HRK (KPMG, 2019).

Slika 13: Javni izdatki za pokojnine kot % BDP na Hrvaškem



Vir: (Eurostat, 2020).

Drugi steber je obvezen pokojninski sistem, ki deluje po sistemu z določenimi prispevki in se financira s prispevki in donosi naložb. Zgoraj navedenih 5 % bruto plače posamezniki vplačujejo v enega od obveznih pokojninskih skladov (Croatian Pension Insurance Institute, 2017). Faza zbiranja sredstev se tako izvaja prek obveznih pokojninskih skladov, medtem ko se faza izplačevanja izvaja izključno prek pokojninskih zavarovalnic. Obvezni pokojninski skladi, ki zbirajo in upravljajo vplačane prispevke, morajo imeti licenco delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo, vsaka družba pa lahko ustanovi in upravlja samo en sklad. Prav tako morajo omenjeni skladi zagotoviti minimalno stopnjo donosa (HANFA, 2020; Ministry of Labour and Pension System, 2020; Pension Funds Online, 2020c).

Višina pokojnine je odvisna od kapitaliziranih prispevkov posameznika in trajanja izplačila pokojnin. Pokojnine se izplačujejo v obliki dosmrtna pokojnine, individualne ali skupne koristi za oba zakonca, z zajamčenim plačilnim obdobjem ali brez njega (Croatian Pension Insurance Institute, 2017; Ministry of Labour and Pension System, 2020). Vsi prispevki in donosi naložb v drugem stebru so oproščeni davka, medtem ko so pokojnine obdavčene po enaki stopnji kot pokojnine iz prvega stebra (European Commission, 2018).

Tretji steber zajema prostovoljni pokojninski sistem, ki temelji na sistemu z določenimi prispevki. Enako kot v drugem stebru tretji steber zajema individualne kapitalizirane prihranke, vendar posamezniku omogoča večjo fleksibilnost, saj lahko sam izbere pogostost in višino vplačil. Varčevanje v tretjem pokojninskem stebru je omogočeno vsem posameznikom ne glede na zdravstveno stanje in starost. Pokojninsko varčevanje v tretjem stebru vodijo pokojninski skladi, ki morajo imeti sedež na Hrvaškem. Za razliko od drugega stebra skladom, delujočim v tretjem stebru, ni treba zagotavljati minimalnega donosa (IOPS, 2011; Ministry of Labour and Pension System, 2020).

Tabela 13: Ključni podatki o hrvaškem pokojninskem sistemu

	Leto 2018	
	HRK	EUR
BDP (mrd)	382,8 HRK ⁵⁷	51,6 EUR
BDP per capita	93.618 HRK	12.620,0 EUR
Prebivalstvo (mio)	4,09	
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	31,4 %	
Sredstva (skupaj, mrd)	103,24 HRK	13,92 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd)	98,1 HRK	13,22 EUR
Sredstva (tretji steber, mrd)	5,14 HRK	0,69 EUR
Delež sredstev kot % BDP	27,0 %	
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	25,6 %	
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	1,3 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	21,0 %	
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domači kapitalni trg	13,7 %	
Drugi steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	50.671,49 HRK	6.830,70 EUR
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	14.871,52 HRK	2.004,73 EUR
Vrsta pokojninske ureditve		
Direct Contribution (DC) zaščiteni – %	95 %	
Direct Contribution (DC) nezaščiteni – %	5 %	
Število obveznih pokojninskih skladov	12	
Število prostovoljnih pokojninskih skladov	29	

Vir: (HANFA, 2019; HANFA, 2020; OECD, 2019j; OECD, 2020b).

Izplačila iz tretjega stebra so mogoča od 50. leta dalje, izvajajo pa se v enaki obliki kot v drugem stebru in prav tako prek pokojninskih zavarovalnic. Prostovoljno pokojninsko varčevanje vključuje dve vrsti državnih spodbud: državno spodbudo v višini 15 % letnega vplačila⁵⁸ in davčne olajšave⁵⁹ za delodajalce, ki prispevajo v tretji steber za svoje zaposlene. Kljub spodbudam je vključenost v prostovoljno pokojninsko varčevanje zelo nizka (Croatian Pension Insurance Institute, 2017; Ministry of Labour and Pension System, 2020). Vplačila delodajalcev v tretji steber in donosi naložb niso obdavčeni, medtem ko posameznik vplačuje prispevke iz že obdavčenega dohodka. Izplačila iz tretjega stebra so oproščena davka (OECD, 2018b; KPMG, 2019).

57 1 EUR = 7,4182 HRK v letu 2018.

58 Najvišja državna spodbuda znaša 750 HRK (Ministry of Labour and Pension System, 2020)

59 Če delodajalec za zaposlenega v tretji steber vplačuje do 500 HRK na mesec oziroma do 6.000 HRK na leto, so ti prispevki oproščeni davka.

3.12 SLOVENIJA

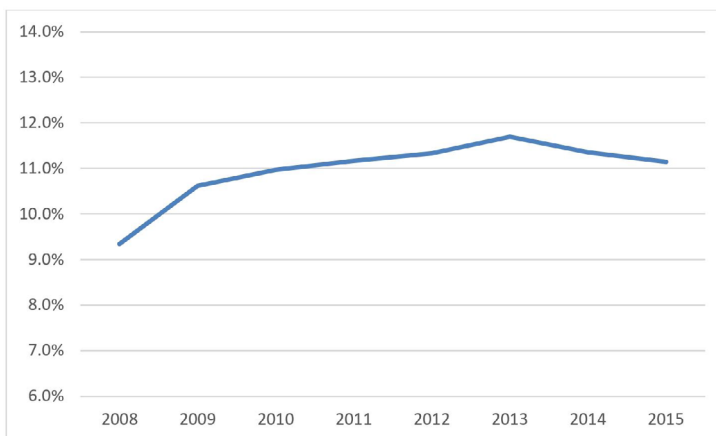
Pokojninski sistem v Sloveniji sestavljajo trije stebri. Prvi zajema obvezno javno pokojninsko shemo, drugi steber obvezno in prostovoljno dodatno pokojninsko shemo, tretji steber pa zajema prostovoljno individualno varčevanje za starost.

Prvi steber, ki zajema obvezno pokojninsko zavarovanje, temelji na medgeneracijski solidarnosti in deluje po dokladnem sistemu. V prvi pokojninski steber je na podlagi delovnega razmerja vključeno celotno aktivno prebivalstvo Slovenije, starostne pokojnine iz prvega stebra pa zagotavljajo le minimalni socialni standard za upokoјence. Do starostne pokojnine, ki se izplačuje mesečno, so upravičeni vsi, ki dopolnijo potrebna leta za upokoјitev. Splošni pogoji za moške in ženske za pridobitev starostne pokojnine so starost 60 let in 40 let pokojninske dobe brez dokupa ali starost 65 let in 15 let zavarovalne dobe. Ženske lahko uveljavijo pravico do starostne pokojnine tudi pri starosti 64 let in 6 mesecev, če imajo dopoljenih minimalno 20 let pokojninske dobe. Pokojninsko zavarovanje prvega stebra upravlja Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije (ZPIZ) (Republika Slovenija, 2020; ZPIZ, 2020a).

Stopnja prispevkov v prvi steber znaša 24,35 % od osnove bruto plače, od tega plača 15,5 % posameznik in 8,85 % delodajalec (ZPIZ, 2020b). Pokojninska izplačila za posameznika so izračunana brez davkov, kjer shema, vezana na dohodek, znaša 29,5 % pokojninske osnove, ko je izpolnjen minimalni pogoj 15 let zavarovalne dobe. Za vsako nadaljnje leto pokojninske dobe se prišteje 1,36 % brez zgornje omejitve, kjer skupna odmerna stopnja za 40 let pokojninske dobe znaša 63,5 %⁶⁰ (ZPIZ, 2020c). Osnova za izračun pokojnine se izračuna na podlagi 24 najboljših let neto plače posameznika, ki so usklajena z rastjo nominalnih neto plač. Najvišje možno izplačilo starostne pokojnine je 4-kratnik minimalne pokojninske osnove, kar je v 2018 znašalo 3.321,40 EUR na mesec. Minimalna starostna pokojnina je določena kot 26 % minimalne pokojninske osnove za moške in 29 % za ženske. V letu 2018 je bila zajamčena starostna pokojnina 516 EUR, če starostna ali invalidska pokojnina za zakonsko predpisano polno pokojninsko dobo ne doseže ustreznega zneska (OECD, 2019f). Upokoјenci plačajo akontacijo dohodnine v primeru, da je pokojnina mesečno višja od 1.173 EUR, z upoštevanjem splošne in pokojninske olajšave, pri čemer zadnja znaša 13,5 % pokojnine (ZPIZ, 2020d).

60 Lestvice za odmero starostne pokojnine se za uveljavljanje starostne pokojnine v letih od 2020 do 2024 razlikujejo od navedene lestvice (ZPIZ, 2020c).

Slika 14: Javni izdatki za starostne pokojnine kot % BDP v Sloveniji



Vir: (OECD, 2020a).

Drugi pokojninski steber, ki ni enoten, se deli na obvezno in prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, pogoj za vključenost pa je sodelovanje v prvem pokojninskem stebru. V *obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje* ali poklicno zavarovanje morajo biti vključeni zavarovanci, ki opravljajo posebno težka in zdravju škodljiva dela, in zavarovanci, ki opravljajo dela, ki jih po določeni starosti ni moč uspešno poklicno opravljati. Prispevke za poklicno zavarovanje posameznikom plačujejo delodajalci, enotna prispevna stopnja pa bo od junija 2020 po prehodnem obdobju znašala 9,25 % plače. Ti prispevki se stekajo v Sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja (SODPZ), ki ga upravlja Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja (KAD, d. d.). V dodatno pokojninsko zavarovanje spada tudi kolektivno dodatno pokojninsko zavarovanje za javne uslužbence in je zanje obvezno (Republika Slovenija, 2020b). *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*, ki deluje po sistemu določenih prispevkov, predstavlja namensko varčevanje za starost in ga država spodbuja z davčnimi olajšavami. Lahko je kolektivno, v katerega se vključijo posamezniki prek svojega delodajalca, ki delno ali v celoti financira pokojninski načrt v breme lastnih sredstev, ali individualno, v katerega se lahko vključi samostojno vsak posameznik in svoja vplačila financira sam. Dodatna pokojnina se izplačuje v obliki doživljenjske pokojninske rente, ki jo lahko izplačuje zavarovalnica ali pokojninska družba. Prispevki delodajalca do 5,84 % bruto plače zaposlenega in letno ne več kot 2.819 EUR so upravičeni do davčne olajšave. Prispevki posameznikov za poklicno ali individualno varčevanje, ki so predmet davčne olajšave, so omejeni z neporabljeno zgornjo mejo prispevkov (5,84 % bruto plače) delodajalcev⁶¹. Prispevki, ki presegajo omenjeno zgornjo mejo, so obdavčeni po davčni stopnji za dohodnino (OECD, 2018b). Če je izplačilo v enkratnem znesku, se za davčno osnovo upošteva celotno izplačilo, če pa se izplačilo prejema v obliki mesečne rente, se za osnovo za obdavčitev upošteva le polovica rente. Ko delodajalec plača prispevke, je izplačilo v enkratnem znesku mogoče, če je vrednost zbranih sredstev, vplačanih od januarja 2013, nižja od 5.000 EUR⁶². V primeru individualnega dodatnega

61 Prednost pri uveljavljanju davčnih olajšav ima delodajalec.

62 Ne glede na znesek lahko zavarovanec zahteva izplačilo vseh sredstev, vplačanih do 31. 12. 2012, v enkratnem znesku (Zavarovalnica Triglav, 2020).

pokojninskega zavarovanja omejitev za izplačilo sredstev v enkratnem znesku ni (FinancePro, 2012; Zavarovalnica Triglav, 2020). V letu 2018 je bilo v dodatno pokojninsko zavarovanje vključenih 548.189 zavarovancev oziroma 57,79 % zavarovancev obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja (Republika Slovenija, 2020c). Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje izvajajo pokojninski skladi, pokojninske družbe ali zavarovalnice (Republika Slovenija, 2020d).

Tabela 14: Ključni podatki o slovenskem pokojninskem sistemu

	Leto 2018
BDP (mrd)	45,76 EUR
BDP per capita	22.131,9 EUR
Prebivalstvo (mio)	2,07
Prebivalstvo, starejše od 65 let (kot % celotne delovne populacije)	34,7 %
Sredstva (skupaj, mrd)	2,58 EUR
Sredstva (drugi steber, mrd)	2,34 EUR
Sredstva (tretji steber, mrd)	0,24 EUR
Delež sredstev kot % BDP	5,6 %
Delež sredstev kot % BDP (drugi steber)	5,1 %
Delež sredstev kot % BDP (tretji steber)	0,5 %
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice	2,2 %
Odstotek sredstev pokojninskih skladov, alociran v delnice na domač kapitalski trg	N/A
Drugi steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	4.270,07 EUR
Tretji steber – povprečen obseg sredstev na posameznika	437,96 EUR
Vrsta pokojninske ureditve	
Defined Benefit (DB) – %	N/A
Defined Contribution (DC) – %	N/A
Število pokojninski skladov	10

Vir: (OECD, 2020b; Republika Slovenija, 2020d; World Bank, 2020f).

V Sloveniji individualno pokojninsko varčevanje v tretjem stebru torej učinkovito ni ločeno od varčevanja v drugem stebru. Davčna spodbuda za individualno varčevanje obstaja znotraj drugega stebra, saj v primeru, da delodajalec ne vplačuje prispevkov za dodatno pokojninsko zavarovanje in izkoristi davčne olajšave do 5,84 % bruto plače, lahko to stori posameznik. Posebnih davčnih olajšav in posebnih varčevalnih oblik, ki bi veljale zgolj za individualno dodatno pokojninsko zavarovanje znotraj t. i. tretjega stebra, ni. V Sloveniji tretji pokojninski steber obstaja zgolj kot neizkoriščen del drugega stebra.

3.13 SKLEP

Opazovane države se z različnimi ureditvami varčevanja za starost spopadajo z izzivom staranja prebivalstva, ki ima ključno vlogo pri ureditvi pokojninskega sistema in zato velik vpliv na dolgoročno fiskalno vzdržnost. V petih opazovanih državah⁶³ (Nizozemska, Danska, Velika Britanija, ZDA in Avstralija) sredstva v drugem in tretjem stebru presegajo njihov BDP. V državah, kjer je velik poudarek na varčevanju v drugem in tretjem pokojninskem stebru, opažamo, da so pokojninska sredstva na posameznika neprimerljivo višja kot v državah, kjer dodatno pokojninsko varčevanje ni razvito. Večina naložbenih varčevanj poteka po sistemu z vnaprej določenimi prispevki (DC), vendar je treba izpostaviti dve izjemi – Nizozemsko in Veliko Britanijo. Naložbena varčevanja v omenjenih državah v veliki meri potekajo po sistemu z vnaprej določenimi pravicami (DB). Iz opazovanega lahko sklepamo, da je za zagotavljanje zadostnih pokojnin in hkratne razbremenitve javnih financ ključen razvoj dodatnega varčevanja za starost v drugem in tretjem pokojninskem stebru. Kot bomo pokazali v tretjem delu študije (glej predvsem 8. poglavje), je ob priporočenih naložbenih politikah varčevanje tudi zelo učinkovito. To velja tako pri primerjavi (višjega deleža) delnic in obveznic kot tudi pri primerjavi (višjega deleža) delnic in pravic, ki pripadajo uživalcem pokojnin iz prvega stebra.

Ob koncu je morda koristno povzeti dobre prakse, ki so se v predstavljenih državah oblikovale pri vzpostavitvi učinkovitega pokojninskega varčevalnega sistema. Države ločujejo tretji pokojninski steber od drugega. V okviru tega uvajajo drugačne, bolj prilagodljive varčevalne oblike, vanj pritegnejo **širok nabor ponudnikov** (predvsem upravljavce premoženja) in omogočajo **širok nabor produktov**. Predvsem dodajajo varčevalne produkte, saj je pokojninsko varčevanje zaradi previdnosti pri vzpostavljanju pokojninskih sistemov in zgodovinskih razlogov marsikje zasidrano v zavarovalniških produktih. V okviru tretjega stebra države posameznikom omogočajo **vključitev ne glede na zaposlitveni status**, dovolj je davčna zavezanost oziroma davčno rezidentstvo. Vključitev implicira tudi **(drugačne) davčne olajšave**. Varčevanje poteka po **ločenih pokojninskih računih oziroma evidencah**. Pravice iz teh oblik so bistveno bolj fleksibilne, torej v primerjavi z drugim stebrom (kjer so pravice tesno vezane na drugi steber) je v okviru tretjih stebrov navadno **manj omejitev glede izplačil**. Pravice torej niso vezane na zaposlitev oziroma upokojitev. Nekaterе države so spoznale, da je ne glede na vzpostavljen sistem spodbud vključenost prebivalstva zelo heterogena. V pokojninskih oblikah varčujejo sloji z višjimi dohodki, finančno šibkejši sloji populacije pa v varčevalni pokojninski sistem niso vključeni. Zaradi teh spoznanj uvajajo element obveznosti vključitve in upravičencem – samo pod določenimi pogoji – dopuščajo izključitev.

63 V primeru Švedske vsa pokojninska sredstva presegajo BDP, vendar sredstva v drugem in tretjem stebru znašajo 69,8 % BDP.

3 UMEMSTITEV SLOVENIJE NA PODROČJU SISTEMA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN

Tabela 15: Zbirni pregled ključnih podatkov po državah.

Država	BDP (mrd EUR)	Polna upokojitvena starost	Nadomestitvena stopnja v % (I. steber)	II. steber	III. steber	Sredstva (mrd EUR)	Sredstva na posameznika kot % BDP per capita	Davčne olajšave
Švedska	471,15	61 let 65 let*	53,4	Obvezno	Prostovoljno	578,56	168,32	Davčna olajšava za delodajalce v višini 35 % plače zaposlenega za prispevke za poklicno pokojninsko zavarovanje.
Nizozemska	774,04	66 let	80,2	Prostovoljno	Prostovoljno	1.341,72	173,38	Nižje dohodkovne davčne stopnje za starejše od 66 let.
Danska	301,29	65 let	70,9	Prostovoljno	Prostovoljno	592,15	259,55	Prispevki za dodatno pokojnino, ki se izplačuje kot renta za določeno obdobje (<i>ratepension</i>), se do 7.340 EUR letno odštejejo od osnove za dohodnino.
Avstrija	385,71	Moški: 65 let Ženske: 60 let	89,9	Obvezno/ Prostovoljno	Prostovoljno	21,43	51,80	Država prispeva subvencijo k individualnemu pokojninskemu varčevanju posameznika, ki znaša letno 4,25 % prispevkov posameznika oziroma ne več kot 120,09 EUR (v letu 2017).
Velika Britanija	2.418,87	65,25 leta	28,4	Obvezno/ Prostovoljno	Prostovoljno	2.961,42	397,59	Letni prispevki v osebne pokojninske načrte se do 44.716 EUR odštejejo od osnove za dohodnino.
ZDA	17.393,95	66,33 leta	49,4	Prostovoljno	Prostovoljno	23.324,87	325,12	Davčne olajšave za prispevke: 401(k) – do 55.000 USD letno, če prispevke vplačujeta zaposleni in delodajalec; IRA – do 5.500 USD letno.
Avstralija	1.171,03	66 let	Moški: 41 Ženske: 37,3	Obvezno	Prostovoljno	1.645,96	220,65	/
Poljska	496,30	Moški: 65 let Ženske: 60 let	Moški: 35,1 Ženske: 27,3	Obvezno	Prostovoljno	37,26	7,51	PPE, PPK, IKE: donosi naložb in izplačila pokojnin oproščena davka.

3 UMESTITEV SLOVENIJE NA PODROČJU SISTEMA ZAGOTAVLJANJA POKOJNIN

Država	BDP (mrd EUR)	Polna upokojitvena starost	Nadomestitvena stopnja v % (I. steber)	II. steber	III. steber	Sredstva (mrd EUR)	Sredstva na posameznika kot % BDP per capita	Davčne olajšave
Češka	207,78	Moški: 63,33 leta Ženske: 62,66 leta	60,3	/	Prostovoljno	19,06	27,07	Davčna olajšava za letne prispevke posameznikov nad 12.000 CZK za dodatno pokojninsko zavarovanje (znesek davčne olajšave ne sme presežati 24.000 CZK).
Madžarska	133,78	63,5 let	Moški: 84,3 Ženske: 78,4	/	Prostovoljno	7,02	42,39	Davčna olajšava za prispevke za zasebne pokojninske načrte v obliki vračila davka (do 20 %), ki se prenese na pokojninski račun zaposlenega.
Hrvaška	51,61	Moški: 65 leta Ženske: 62,5 leta	53,8	Obvezno	Prostovoljno	13,92	70,01	Prispevki in donosi naložb v drugem stebru so oproščeni davka. Davčna olajšava za prispevke delodajalcev do 6.000 HRK letno v prostovoljno pokojninsko zavarovanje.
Slovenija	45,76	65 let	Moški: 57,5 Ženske: 60	Obvezno/ Prostovoljno	Prostovoljno	2,58	21,27	Davčna olajšava do 5,84 % bruto plače, ki se deli med delodajalca in posameznika.

3.14 OZADJE REFORM POKOJNINSKEGA SISTEMA V IZBRANIH DRŽAVAH: AVSTRIJA IN ŠVEDSKA

V Avstriji, ki ima med opazovanimi državami najvišjo nadomestitveno stopnjo iz naslova prvega pokojninskega stebra, imajo pokojninska varčevanja v drugem in tretjem stebru majhno vlogo. Zaradi pritiskov glede višanja pokojninskih stroškov, s katerimi se sooča avstrijska vlada, je Avstrija v zadnjih dveh desetletjih sprejela številne reforme, ki večinoma zadevajo prvi pokojninski steber. Reforme iz let 2000, 2003 in 2004 so osnovo za pokojnino iz 15 najboljših let zaslužka spremenile na zaslužke iz celotnega obdobja delovne dobe. Dodatno se je odmerna stopnja znižala z 2 % na 1,78 % letno, zavarovalno obdobje za polno pokojnino pa se je zvišalo s 40 na 45 let. Prav tako se postopno izenačuje polna pokojninska starost za ženske z polno pokojninsko starostjo za moške, ki bo do leta 2024 65 let (Knell, Köhler-Töglhofer, & Prammer, 2006; European Trade Union Institute, 2019). Z zakonom o splošnih pokojninah iz leta 2014 ima vsak posameznik, rojen po letu 1955, individualni pokojninski račun, v katerem so navedeni vsi plačani prispevki in vse pridobljene pravice (Knell, Köhler-Töglhofer, & Prammer, 2006). Poskusi države, da bi spodbudila pokojninsko varčevanje v drugem stebru, segajo v leto 2002, ko je država sprejela zakonodajo, ki ureja 'novi odpravninski sistem'. Cilj sprejetja, ki zadeva odpravninski sistem, je bil, da se prispevki delodajalcev za posameznike na njihovih računih zbirajo do upokojitvene starosti. Ker pa ima posameznik možnost⁶⁴ izplačila omenjenih prispevkov ob določenih predpogojih, ko zamenja delodajalca, je shema odpravnin zelo omejena oblika pokojninskega varčevanja. Zasebno pokojninsko varčevanje v okviru tretjega stebra podpirajo državne subvencije, vendar je nižanje javnih subvencij za polovico v letu 2012 še dodatno zmanjšalo zanimanje posameznikov za individualno varčevanje (European Trade Union Institute, 2019).

Švedska, ki se je v začetku 90. let prejšnjega stoletja spopadala z negativno gospodarsko rastjo, kar je imelo katastrofalen vpliv na javne finance, se je odločila pokojninski sistem reformirati s kratkoročnimi in dolgoročnimi strukturnimi reformami. Leta 1993 je švedska vlada zaradi neugodnih gospodarskih razmer in hudih pritiskov na svojo valuto, ki so vplivali na švedske javne finance, poleg nižanja osnovne pokojnine spremenila pogoje za njen prejem. Namesto petih let rezidentstva na Švedskem je pogoj za prejemanje polne osnovne pokojnine 40 let rezidentstva na Švedskem ali 30 prispevnih let v sistem ATP. Motivacija za omenjeno spremembo je bilo tudi prihajajoče članstvo Švedske v Evropski uniji. Prav tako je Švedska v tem obdobju spreminjala način uravnavanja pokojnin. Leta 1995 je bil sprejet zakon, da se pri uravnavanju višine pokojnin upošteva le 60 % sprememb indeksa cen življenjskih potrebščin v primeru, da proračunski deficit Švedske presega določeno mejo. Ker se je država zavedala, da kratkoročne spremembe v njenem pokojninskem sistemu ne bodo rešitev za prihajajoče izzive, se je odločila za implementacijo strukturne reforme⁶⁵, ki bo njen pokojninski sistem spremenila iz sistema določenih pravic (defined benefit) v sistem določenih prispevkov (defined contribution). Prav tako je uvedla obvezen steber, ki deluje na naložbenem sistemu. Karakteristike švedskega pokojninskega sistema, ki je posledica sprejetja strukturnih reform, so opisane v prvem poglavju (Schludi, 2005).

64 Za to možnost se odloči okoli 90 % posameznikov.

65 Reforma je bila implementirana leta 2003.

Obe opazovani državi sta se za reforme odločila zaradi obremenitve javnih financ in fiskalne vzdržnosti v luči prihajajočih izzivov demografskih sprememb. Kljub temu da se državi soočata z enakimi problemi, se njuna načina reševanja korenito razlikujeta. Avstrijske spremembe pokojninskega sistema so bolj kratkoročno usmerjene brez korenitih sprememb, kar je precej presenetljivo glede na to, da avstrijski pokojninski sistem močno sloni na prvem pokojninskem stebru, medtem ko se je Švedska odločila za simultano sprejemanje kratkoročnih in dolgoročnih reform.

4 MAKROEKONOMSKI VIDIKI POKOJNINSKEGA VARČEVANJA

4.1 STARANJE PREBIVALSTVA IN GOSPODARSKA RAST

Pozitiven vpliv staranja prebivalstva na gospodarsko rast lahko analiziramo tako, da kombiniramo koncept demografske dividende in račune nacionalnih transferjev (angl. *National Transfer Accounts*, NTA) (Mason & Lee, 2007; Prskawetz & Sambt, 2014). V razvoju gredo države skozi demografski prehod, za katerega je značilen upad rodnosti in umrljivosti z visoke na nizko raven. Najprej upade rodnost in s tem število otrok, zato se poveča delež oseb v delovni starosti glede na celotno število prebivalstva. Povedano drugače, izboljša se razmerje med številom prebivalcev v delovni starosti in tistimi, ki so odvisni (otroci in stari prebivalci), kar so raziskovalci poimenovali prva demografska dividenda. S pozitivno prvo demografsko dividendo je v gospodarstvu na voljo več virov oziroma večji delež prebivalcev, ki delajo, kar ima za posledico gospodarsko rast. Čez nekaj desetletij pa te maloštevilčne generacije otrok začnejo stopati v delovno starost, na drugi strani pa generacije, ki so bile prej zaposlene, prehajajo v upokojitvev. Tako se razmerje med zaposlenimi in odvisnim delom prebivalstva poslabšuje in prva demografska dividenda se sčasoma iz pozitivnih obrne v negativne vrednosti (Mason & Lee, 2007). Temu smo priča tudi zdaj v Sloveniji, kjer je proces še posebno izrazit. Rodnost je namreč po letu 1980 upadla z 2,1 otroka na žensko, kolikor je treba za obnavljanje prebivalstva, na samo 1,2 otroka na žensko do leta 2003. Na drugi strani pa se nam življenjsko pričakovanje zelo hitro podaljšuje, tako da smo že prehiteli povprečje Evropske unije.

Vendar lahko tudi v tej fazi staranje prebivalstva pozitivno vpliva na gospodarsko rast, in sicer v obliki druge demografske dividende. Pozitiven učinek staranja prebivalstva na gospodarsko rast je možen, če starejši posamezniki delno financirajo svojo porabo iz privarčevanih sredstev. Ker ljudje živijo vedno dlje, so namreč prisiljeni za svoje obdobje ekonomske odvisnosti po upokojitvi varčevati vedno več. Povečanje prihrankov vodi do boljše opremljenosti dela s kapitalom (angl. *capital deepening*), kar pozitivno vpliva na produktivnost in s tem na gospodarsko rast. Pozitivni učinek druge demografske dividende je mogoče oceniti z modelom, ki je naravnian v prihodnost in izračuna, koliko privarčevanih sredstev potrebujejo posamezniki za financiranje svoje potrošnje skozi življenje. Diskontirana prihodnja akumulacija sredstev se ocenjuje kot razlika med skupno potrošnjo v posamezni starosti in skupnim dohodkom, ki ga bodo posamezniki prejeli v posamezni starosti v življenju, pri čemer se predvidevajo konstantne stopnje rasti potrošnje in tehnologije (Mason & Lee, 2007). Primerjalni vpliv druge demografske dividende na devet držav EU sta analizirala Prskawetz in Sambt (2014). Avtorja sta sklenila, da je pozitiven učinek druge demografske dividende pomemben za Veliko Britanijo, Nemčijo in Španijo. V naši študiji bomo uporabili podatke projekta AGENTA, ki je bil financiran iz Sedmega okvirnega programa Evropske unije, v katerem so bili izračuni primerljivi rezultati NTA za vse države EU, za katere so bili na voljo vsi potrebni podatki. Konkretno gre za 25 držav EU, in sicer za vse države EU razen Hrvaške, Malte in Nizozemske. Podrobnejše informacije in rezultati so opisani v Istenič, Hammer, Šeme, Lotrič Dolinar & Sambt (2016). To bodo vhodni podatki za našo analizo.

4.1.1 Ekonomski transferji med starostnimi skupinami

Metodologijo računov nacionalnih transferjev (NTA) podrobno opisujejo Lee in Mason (2011) ter priročnik metodologije NTA, ki so ga objavili tudi Združeni narodi (2013). Podrobnosti in specifičnosti NTA za države EU so podrobneje predstavljene v evropskem priročniku NTA (Istenič et al., 2016). Osrednji koncept NTA je primanjkljaj življenjskega cikla (angl. *Life cycle deficit*, LCD). LCD je razlika med potrošnjo in dohodkom iz dela v posamezni starosti. LCD je pozitiven za mlade in starejše, katerih poraba presega njihov dohodek iz dela, v vmesnem obdobju delovne starosti pa se posamezniki soočajo z negativnim LCD, ki ga lahko imenujemo tudi presežek življenjskega cikla (angl. *Life cycle surplus*, LCS). Pozitiven LCS označuje starostno obdobje, v katerem so posamezniki ekonomsko neodvisni, hkrati pa prikazuje tudi, koliko ti posamezniki financirajo primanjkljaj mladih in starejših.

LCD mladih in starejših se lahko financira na enega izmed naslednjih treh načinov: 1) v obliki neto javnih transferjev, 2) kot neto zasebni transferji ali 3) z donosi oziroma krediti, tj. sprerazdeljevanjem iz naslova sredstev (angl. *Asset based reallocation*, ABR). Neto transferji so razlika med prilivi iz transferjev, ki jih prejmejo posamezniki, in odlivi transferjev, ki jih plačujejo posamezniki. Prilivi javnih transferjev so npr. javno financirano izobraževanje, zdravstvo, dolgotrajna oskrba in pokojnine, medtem ko so javni odlivi v glavnem plačani davki in socialni prispevki. Zasebni transferji vključujejo tokove, ki potekajo med gospodinjstvi (med člani iz različnih gospodinjstev) in znotraj gospodinjstev (med člani istega gospodinjstva). Javni in zasebni ABR so posledica interakcij s kapitalskimi in finančnimi trgi, kot so obresti, plačane za javni dolg, donosi od kapitalskih naložb, najemnine ipd. Neto ABR kaže razliko med dohodkom iz sredstev in varčevanjem. Dohodek od sredstev (vključno s prodajo sredstev) je za posameznika priliv, varčevanje pa je odliv. Poleg tega ABR posameznikom omogoča, da v nižji starosti nabirajo sredstva in ta sredstva uporabijo pozneje v življenju. Eden od glavnih prispevkov NTA je možnost ugotavljanja prerasporeditev znotraj gospodinjstva – npr. starši, ki financirajo potrošnjo svojih otrok.

NTA zahteva, da se oceni veliko število starostnih profilov (tj. povprečij po starosti) raznih ekonomskih spremenljivk. Povprečja posameznih kategorij po starosti se izračunajo iz anketnih podatkov ter se dodatno prilagodijo skupnim vrednostim, izračunanam iz evropskega sistema računov (ESA). Dohodek iz dela vključuje bruto plače, socialne prispevke delodajalcev in del dohodka iz samozaposlitve. Potrošnja je tako za javno kot za zasebno potrošnjo sestavljena iz izdatkov za izobraževanje, zdravstvo in ostalo potrošnjo. Zasebna potrošnja se poroča v anketi o porabi v gospodinjstvih (APG) na ravni gospodinjstev, zato uporabljamo za razporejanje na raven posameznika regresijsko metodo (za zdravstvo in izobraževanje) ter ekvivalenčno lestvico (za ostalo potrošnjo).

Prilivi javnih transferjev vključujejo javne transferje v naravi (in kind), ki so enaki javni potrošnji, in javne transferje v denarni obliki (npr. javno financirane pokojnine, nadomestilo za brezposelnost, otroški dodatki itd.). Na drugi strani odlivi iz javnih transferjev vključujejo starostne profile davkov na dohodek iz dela, davkov na dohodek od premoženja in davkov na potrošnjo, pa tudi socialnih prispevkov, ki jih plačujejo delodajalci, zaposleni in nezaposleni. Prilivi iz naslova ABR so sestavljeni iz starostnih profilov kapitala in dohodkov od premoženja.

Starostni profili odslikavajo trenutno stanje in temeljijo na analizi stanja v koledarskem letu – v našem primeru iz leta 2010. Glavni vir mikropodatkov za izgradnjo dohodkovnih starostnih profilov je anketa o življenjskih pogojih (EU-SILC). To je torej mikropodatkovni vir za dohodke iz dela, dohodke iz kapitala in dohodke od premoženja ter za del javnih transferjev in zasebnih transferjev med gospodinjstvi. Na drugi strani pa se starostni profili zasebne potrošnje izračunavajo z uporabo ankete o porabi v gospodinjstvih. V podatkovnem viru EU-SILC se večina uporabljenih spremenljivk poroča na individualni ravni, medtem ko se izdatki iz porabe v gospodinjstvih poročajo na ravni gospodinjstev. Tako moramo potrošnjo gospodinjstev najprej razdeliti med posamezne člane gospodinjstva, pri čemer se uporabljata, kot je bilo že omenjeno, metoda regresije in ekvivalenčna lestvica.

Porazdelitev javne potrošnje po starosti se v glavnem oceni na podlagi administrativnih virov podatkov. Izdatke za izobraževanje porazdelimo po starosti s kombiniranjem podatkov o stopnjah vpisa v izobraževanje na eni strani in podatkih o javnofinančnih izdatkih po posameznih ravneh izobraževanja. Ob tem predpostavljamo, da so izdatki na posameznika znotraj posamezne ravni izobraževanja enaki ne glede na njegovo starost. Starostni profili javnofinančnih izdatkov za zdravstvo so ocenjeni z uporabo starostnih profilov javnega zdravstvenega varstva, ki jih zagotavlja delovna skupina za staranje prebivalstva (European Commission, 2012), vendar so prilagojeni tako, da ustrezajo makro kategorijam ESA iz leta 2010. Druga javna potrošnja je sestavljena predvsem iz skupne potrošnje (npr. javna obramba, javna razsvetljava itd.), zato je enakomerno razporejena po vseh starostnih skupinah.

Zasebni transferji znotraj gospodinjstev se ocenjujejo posredno z upoštevanjem strukture gospodinjstev iz EU SILC in prej izračunanih starostnih profilov. Za oceno transferjev znotraj gospodinjstva predvidevamo, da mora član gospodinjstva, katerega zasebna potrošnja presega njegov razpoložljivi dohodek, prejeti transferje od drugih članov gospodinjstva, ki imajo presežek dohodka nad potrošnjo. Če skupni primanjkljaj gospodinjstva presega skupni presežek gospodinjstva, mora nosilec gospodinjstva uporabiti svoj dohodek od premoženja ali pa si mora sredstva izposoditi na trgu, torej od drugih gospodinjstev. Obratno velja, če je skupni presežek gospodinjstva večji od skupnega primanjkljaja.

4.1.2 Prva in druga demografska dividenda

Razložili smo, da se bo v prihodnje razmerje med posamezniki v delovni starosti in starejšimi prebivalci gibalo izrazito neugodno. Za razliko od te prve demografske dividende, ki bo negativna, smo lahko deležni tudi druge demografske dividende, ki pa je pozitivna. Zaposleni se vedno bolj koncentrirajo v višjih starostnih razredih. Hitro povečanje dolgoživosti je lahko močna spodbuda za varčevanje sredstev za starost. Druga demografska dividenda je povezana s konceptom premoženja življenjskega cikla in s starostno strukturo prebivalstva. Na eni strani imamo opravka s kompozicijskim učinkom, ki odraža naraščajoči delež posameznikov, ki se približujejo upokojitvi ali so zaključili svoja produktivna leta. Na drugi strani pa obstajajo še vedenjski učinki: podaljševanje življenjskega pričakovanja in s tem povezano daljše obdobje življenja v upokojitvi vodi do višjega privarčevanega premoženja, ki je potrebno za financiranje potrošnje v tem življenjskem obdobju (Mason, 2005).

Za učinke druge demografske dividende je potreben sistem, v katerem posamezniki varčujejo za upokožitev. Na ta način se namreč dogaja akumulacija kapitala pri posameznikih v delovni starosti. Alternativa tej možnosti je uporaba zasebnih ali javnih transferjev posameznikov v delovni starosti. Financiranje potrošnje v starosti iz javnih transferjev je zelo pomemben oziroma prevladujoč kanal financiranja v številnih razvitih državah, še zlasti v evropskih državah. V tem primeru se spodbuda za kopičenje premoženja za financiranje potrošnje v starosti zmanjša ali celo izgine, zato pozitivnega učinka druge demografske dividende države ne bodo deležne.

Imeni – prva in druga demografska dividenda – odražata zaporedje njunih pojavnosti. Najprej nastopi prva demografska dividenda, ki je povezana s konceptom demografskega prehoda, to je prehoda ravni umrljivosti in rodnosti z visoke na nizko raven. Zaradi napredka (zdravstva, medicine, višje življenjske ravni itd.) se najprej začne zniževati umrljivost, medtem ko se rodnost zaradi ustaljenih vzorcev reprodukcije začne zniževati šele z zamikom. V tem vmesnem obdobju smo priča močni rasti števila prebivalstva, hkrati pa je s tem povezano tudi staranje prebivalstva, ki se meri z 1) naraščanjem deleža starih 65 let in več, 2) z višjim indeksom staranja, to je z razmerjem med starimi 65+ in otroki v starosti 0–14 let, ter 3) z višjo povprečno starostjo prebivalstva. Najprej je vpliv na ekonomijo pozitiven, saj je relativno več posameznikov v delovni starosti in relativno manj otrok. To pomeni, da se razmerje med aktivnim in vzdrževanim delom prebivalstva povečuje oziroma je v celotnem prebivalstvu vedno večji delež aktivnih. Sčasoma pa se ta pozitivna prva demografska dividenda obrne v negativno, saj se čez nekaj desetletij številčne generacije prebivalcev iz delovne starosti pomaknejo v starost 65+ oziroma v upokožitev, hkrati pa tudi vedno dlje živijo. Na drugi strani pa v delovno starost vstopijo generacije otrok, ki so maloštevilčne, saj so se rodile v času znižane rodnosti.

Učinek druge demografske dividende se lahko začne, medtem ko je prva demografska dividenda še pozitivna in se tako lahko njuni pozitivni vrednosti nekaj časa prekrivata (R. Lee & Mason, 2006). Ko pa prva demografska dividenda preide v negativne vrednosti, jo lahko druga demografska dividenda s svojimi pozitivnimi vrednostmi deloma nevtralizira. Za razliko od prve demografske dividende je (pozitiven) učinek druge demografske dividende na premoženje in dohodek na prebivalca trajen (Mason & Lee, 2007). Druga demografska dividenda torej pomeni, da lahko staranje prebivalstva tudi pozitivno vpliva na gospodarsko rast.

Pozitiven vpliv demografskih dividend na gospodarsko rast pa ni avtomatizem, temveč je realizacija odvisna od politik in institucionalnih ureditev (Bloom & Canning, 2001). Prvo demografsko dividendo je npr. mogoče zmanjšati ali odpraviti, če njen pozitiven učinek na gospodarsko rast zmanjšamo s hkratnim znižanjem stopenj zaposlenosti – kot npr. z zniževanjem starosti ob upokožitvi. Tako smo bili npr. v 90. letih prejšnjega stoletja v Sloveniji deležni močno pozitivne prve demografske dividende, hkrati pa so se posamezniki v prvi polovici 90. let upokojevali bistveno bolj zgodaj kot desetletje pred tem oziroma pred osamosvojitvijo. Prav tako pa je od institucionalnega okvira odvisno tudi, ali bomo priča pozitivnemu učinku druge demografske dividende. Kot je bilo že omenjeno, če bo potrošnja starejših financirana iz naslova transferjev, pozitivnega vpliva druge demografske dividende ne bo (Mason & Kinugasa, 2008).

Glede na projekcije bomo v prihodnje priča močnemu pritisku na javne izdatke za pokojnine, zdravstvo in dolgoročno oskrbo (European Commission, 2018). Pritiski na vzdržnost bi bili bistveno manjši, če se ne bi zanašali samo na sprotno financiranje iz javnih transferjev, temveč bi uporabljali tudi naložbenega varčevanja. Še zlasti bi bilo to dobro, če posamezniki pričakujejo trenutni obseg pokojninskih ugodnosti, ki jih v prihodnosti verjetno ne bo mogoče v celoti izpolniti. Kot ena izmed možnosti za zajezitev naraščajočih javnofinančnih izdatkov za pokojnine se namreč lahko uporabi zniževanje višine pokojnin. Ta ukrep se je tudi dejansko uporabljal pred nekaj leti v Sloveniji, ko se je kot (proti)krizni ukrep uporabljala nominalna zamrznitev ravni pokojnin upokojencem. V razmerah pozitivne inflacije to pomeni celo realno zniževanje ravni pokojnin. To bi lahko v prihodnje povzročilo zniževanje življenjske ravni starejših prebivalcev. Podobno lahko velja tudi za zasebne transferje. V razvitih državah imajo današnji starejši v povprečju več otrok, kot jih bodo imeli starejši čez nekaj desetletij, saj se je rodnost medtem bistveno znižala. Tako se bo v povprečju zmanjšala verjetnost, da bodo imeli starejši na voljo pomoč svojih potomcev v obliki denarne ali nedenarne pomoči, če jo bodo potrebovali. Druga demografska dividenda je tako lahko način za zmanjševanje naraščajočega pritiska na družine in javnofinančni sistem pri vzdrževanju starejših.

Koncept prve demografske dividende je povezan z deležem posameznikov, ki proizvajajo, v celotnem prebivalstvu. Tradicionalno je ta skupina posameznikov pavšalno določena s fiksnimi starostnimi mejami (po navadi od 20 do 64 let) in hkrati neodvisno od tega, kako produktivni so posamezniki v posamezni starosti in koliko trošijo. S pristopom NTA lahko izboljšamo ta tradicionalni način izračuna prve demografske dividende, tako da upoštevamo dejanske dohodke iz dela v posamezni starosti in tudi potrošnjo v posamezni starosti. Z množenjem starostnih profilov potrošnje s številom prebivalcev v posamezni starosti dobimo efektivno število potrošnikov in proizvajalcev.

Tehnično gledano definiramo efektivno število potrošnikov zN in efektivno število proizvajalcev zL :

$$N(t) = \sum_{a=0}^{100} \alpha(a)P(a,t) \quad (1)$$

$$L(t) = \sum_{a=0}^{100} \gamma(a)P(a,t) \quad (2)$$

kjer je $P(a,t)$ število prebivalcev starosti a v letu t ; $\alpha(a)$ je starostno specifičen in časovno neodvisen vektor koeficientov, ki kaže raven potrošnje v posamezni starosti, $\gamma(a)$ pa je starostno specifičen in časovno neodvisen vektor koeficientov, ki kaže raven produktivnosti v posamezni starosti.

Če uporabimo navedene zapise, lahko razčlenimo output na efektivnega potrošnika (Y/N) na stopnje vzdrževanosti (L/N) in na output na efektivnega delavca (Y/L):

$$\frac{Y(t)}{N(t)} = \frac{L(t)}{N(t)} \cdot \frac{Y(t)}{L(t)} \quad (3)$$

Če pretvorimo enačbo (3) v stopnje rasti, dobimo:

$$\dot{y}(t) = \dot{L}(t) - \dot{N}(t) + \dot{y}'(t) \quad (4)$$

Enačba (4) pravi, da je rast outputa na efektivnega potrošnika (\dot{y}) enaka rasti efektivnega števila zaposlenih (\dot{L}) minus stopnja rasti efektivnega števila potrošnikov (\dot{N}) plus stopnja rasti outputa na zaposlenega (\dot{y}'). Presežek stopnje rasti efektivnega števila zaposlenih (\dot{L}) nad stopnjo rasti efektivnega števila potrošnikov (\dot{N}) je enak stopnji rasti stopnje vzdrževanosti. Sprememba v stopnji vzdrževanosti predstavlja prvo demografsko dividendo. Pri tem predpostavljamo, da so uteži v vektorju produktivnosti sorazmerne s produktivnostjo dela, uteži v vektorju potrošnje pa so proporcionalne ocenjeni potrošnji.

Temelj tega pristopa je, da upoštevamo razlike med potrošnjo in proizvodnjo v posamezni starosti. Pomembno ni samo, ali nekdo dela, temveč tudi, kako produktiven je. Na drugi strani pa ni pomembno samo, ali je nekdo ekonomsko odvisen, temveč tudi, koliko znaša del potrošnje, ki je posameznik ne financira sam s svojim delom in ga morajo financirati drugi. Ta pristop analize je bolj celovit od standardne razčlenitve BDP na prebivalca na a) BDP na aktivnega in b) stopnje aktivnosti, ljudi opredelijo kot aktivne ali neaktivne ne glede na to, koliko proizvedejo in koliko porabijo.

Ocenjevanje druge demografske dividende pa je bolj zapleteno, saj temelji na številnih predpostavkah. Delno je tako, ker se za kopičenje premoženja usmerjeno upoštevajo predvidevanja za prihodnost (Mason, 2005). Opozorili bomo le na osnovno idejo in vrednosti parametrov, ki sledijo Mason & Kinugasi (2008), ki gradijo na neoklasičnem modelu rasti Cutlerja, Poterbe, Sheinerja in Summersa iz leta 1990 (kot navaja Mason & Kinugasa, 2008) in Solowem modelu iz leta 1956 (citirano v Mason & Kinugasa, 2008). Za podroben tehnični opis modela glej delo Mason in R. Lee (2006), na katerem temelji tudi oris, predstavljen v nadaljevanju.

Parametri, ki vplivajo na rezultate, so naslednji. Leto ravnotežnega stanja (angl. *steady-state*) je 2010. Model zahteva parameter, ki označuje delež družinskih transferjev pri financiranju primanjkljaja življenjskega cikla mladih v starosti, ko so še ekonomsko odvisni. Ta parameter je potreben za izračun potrebnega obsega premoženja za financiranje potrošnje otrok, preden postanejo ekonomsko neodvisni. Na drugi strani pa imamo potrebno nakopičeno premoženje za financiranje presežka potrošnje nad proizvodnjo v višjih starostih, ko začnemo ponovno proizvajati manj, kot trošimo. Za izračun obsega tega premoženja je potreben koeficient, ki prikazuje delež potrošnje v starosti, ki se financira s transferji (zasebnimi in javnimi), v primerjavi z deležem, ki se financira iz naslova (privarčevanih) sredstev. Pri izračunu sedanje vrednosti potrebnega premoženja je uporabljena diskontna stopnja v višini 3 %, medtem ko se predpostavlja obrestna mera v višini 6 %, letna tehnološka rast pa je postavljena na 1,5 %. Navedene vrednosti so bile postavljene v skladu z izračuni za druge države, ki so bili izdelani v preteklosti.

4.1.3 Rezultati

V izračunih gradimo na podatkih iz leta 2010 in preučujemo spremembe v naslednjih štirih desetletjih, ko se pričakuje, da bo staranje prebivalstva v Evropi najmočnejše. V tabeli 16 prikazujemo kumulativni učinek prve in druge demografske dividende v obdobju od leta 2020 do 2060, in parametre, ki smo jih uporabili pri teh simulacijah. Negativni učinek prve demografske dividende je predviden za vse države, razen za Ciper, kjer se predpostavljajo močne pozitivne neto migracije. Na Slovaškem, Poljskem, v Romuniji in Bolgariji je kumulativni negativen vpliv prve demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju med letoma 2020 in 2060 simuliran na 20 % do 25 %, za Slovenijo znaša negativnih 18 %, močno negativen vpliv prve demografske dividende na gospodarsko rast pa se pričakuje tudi za večino drugih držav EU.

Starost, pri kateri postanejo posamezniki ekonomsko neodvisni, je opredeljena kot starost, pri kateri dohodek iz dela preseže potrošnjo posameznikov. Vrednosti med državami zelo variirajo – od 24 let v Belgiji in Franciji do 32 let v Grčiji. Kot je pojasnjeno zgoraj, je to input za izračun premoženja, ki si ga morajo ljudje privarčevati, da pokrijejo lastno potrošnjo in potrošnjo svojih otrok.

V Luksemburgu, na Irskem in v Veliki Britaniji starejši financirajo svojo potrošnjo iz naslova transferjev le v obsegu okrog 40 %, ostalo pa krijejo iz (neto) dohodka od (privarčevanih) sredstev. Ker bodo ljudje živeli vedno dlje, bodo morali nakopičiti oziroma privarčevati več premoženja, zato se bo z višjo kapitalno opremljenostjo povečala tudi produktivnost. Kot vidimo, bo v teh treh državah pozitiven učinek druge demografske dividende na gospodarsko rast najmočnejših ter bo v Luksemburgu in Veliki Britaniji lahko celo odtehtal negativen učinek na gospodarsko rast, ki bo izhajal iz zmanjšanja deleža učinkovitih delavcev v celotnem prebivalstvu. Z drugimi besedami, v teh dveh državah bo lahko pozitivna druga demografska dividenda več kot odtehtala negativno prvo demografsko dividendo, ki jo imamo po navadi v mislih, ko govorimo o negativnih učinkih staranja prebivalstva na gospodarsko rast. Pozitiven skupen učinek obeh dividend smo izračunali tudi za Ciper, kjer znaten pozitiven učinek druge demografske dividende izniči zgolj rahlo negativen učinek prve demografske dividende. Pri Cipru je namreč večino obdobja projekcij kumulativni učinek prve demografske dividende celo pozitiven, kar je izjema glede na druge proučevane države.

Na drugi strani pa starejši v Grčiji, Estoniji, Avstriji in Sloveniji le v omejenem obsegu uporabljajo privarčevana sredstva za pokritje svoje potrošnje v višjih starostnih obdobjih. Ob obstoječi ureditvi financiranja potrošnje v starosti (kar torej v veliki meri odlikava način financiranja pokojnin) naj bi bil pozitiven vpliv tega kanala na gospodarsko rast majhen. Za Slovenijo tako vidimo, da znaša pričakovani pozitiven učinek druge demografske dividende za obdobje od leta 2020 do 2060 zgolj 2 %. V Sloveniji namreč pokojnine praktično v celoti financiramo na način »pay as you go«, ki nima pozitivnih učinkov na gospodarsko rast v obliki druge demografske dividende.

Tabela 16: Predpostavke za izračun prve in druge demografske dividende ter kumulativni učinek prve in druge demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju 2020–2060

Država	Starost, pri kateri postanejo posamezniki ekonomsko neodvisni	Tau_f	Tau	Prva demografska dividenda (rast v %)	Druga demografska dividenda (rast v %)	Skupni učinek obeh demografskih dividend (rast v %)
Avstrija	25	0,595	0,746	-16	2	-15
Belgija	24	0,526	0,518	-11	6	-6
Bolgarija	26	0,805	0,537	-20	6	-15
Ciper	30	0,724	0,562	-4	8	3
Češka	25	0,604	0,566	-19	5	-15
Danska	26	0,562	0,537	-10	6	-5
Estonija	25	0,639	0,846	-16	1	-15
Finska	27	0,631	0,678	-9	2	-7
Francija	24	0,576	0,528	-8	4	-5
Nemčija	27	0,654	0,459	-15	5	-11
Grčija	32	0,999	0,999	-18	0	-18
Madžarska	25	0,601	0,641	-19	4	-16
Irska	28	0,673	0,414	-16	13	-5
Italija	27	0,658	0,581	-17	3	-14
Latvija	26	0,665	0,615	-16	3	-13
Litva	29	0,729	0,484	-17	5	-13
Luksemburg	25	0,430	0,387	-19	30	5
Poljska	26	0,690	0,629	-24	5	-20
Portugalska	27	0,722	0,512	-17	5	-13
Romunija	26	0,797	0,499	-22	9	-15
Slovaška	26	0,725	0,557	-25	7	-20
Slovenija	26	0,634	0,732	-18	2	-17
Španija	27	0,647	0,573	-18	4	-15
Švedska	27	0,542	0,674	-6	3	-4
Velika Britanija	26	0,631	0,407	-10	13	1

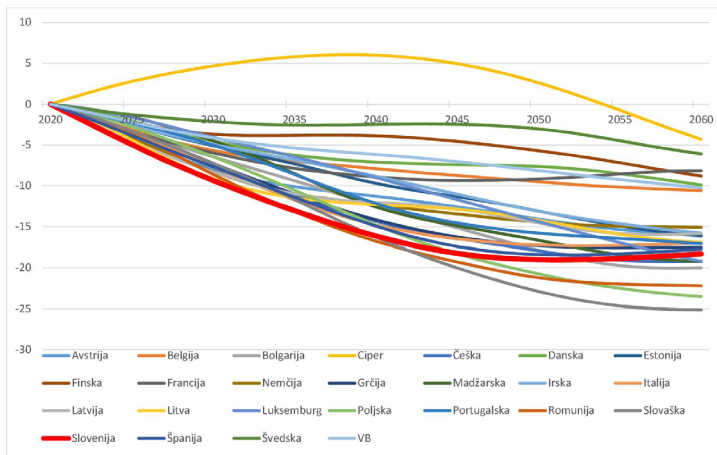
Tau_f : Delež družinskih transferjev otrokom. Če npr. izdatke v zvezi z otroki 40-odstotno krije javni sektor in 60-odstotno družina, bi bila vrednost Tau_f 0,600.

Tau : Kolikšen delež presežka potrošnje starejših krijejo transferji glede na (privarčevana) sredstva? Če transferji krijejo 40 % presežne potrošnje, sredstva pa 60 %, potem je vrednost Tau_f enaka 0,400.

Vir: Projekt AGENTA (<http://www.agenta-project.eu/en/index.htm>), Eurostat, 2020.

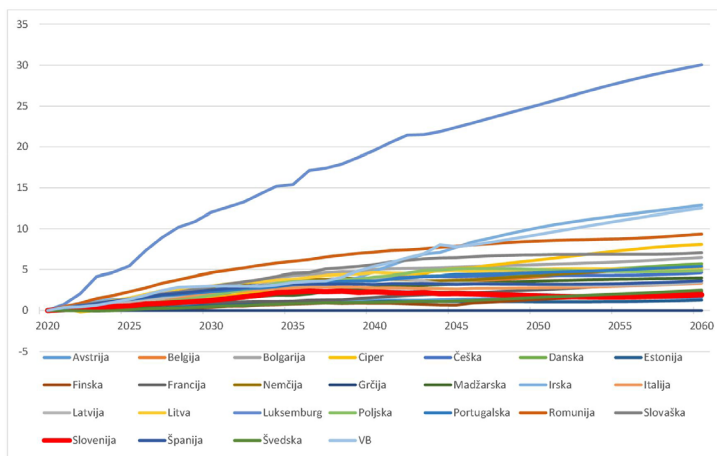
V slikah 15 in 16 tudi grafično prikazujemo kumulativni prispevek prve in druge demografske dividende h gospodarski rasti od leta 2020 pa do posameznega leta, da je mogoče videti tempo ene in druge demografske dividende skozi čas. V primerjavi s tabelo 16 lahko vidimo, da bo negativen učinek prve demografske dividende močan predvsem v obdobju do leta 2050, nakar se bodo začele v večini držav razmere na doseženi ravni počasi stabilizirati. Posebno obliko trajektorije ima Ciper, kot je bilo že omenjeno, s predpostavljanimi zelo močnimi pozitivnimi neto migracijami.

Slika 15: Kumulativni učinek prve demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju od leta 2020 do posameznega leta (v %)



Vir: Projekt AGENTA (<http://www.agenta-project.eu/en/index.htm>), Eurostat, 2020.

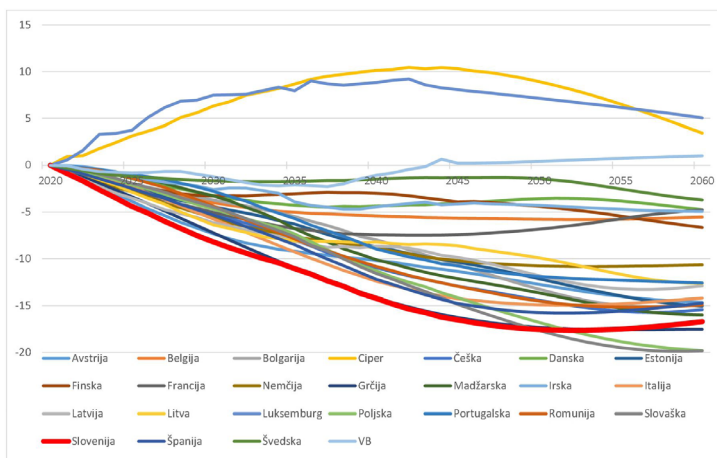
Slika 16: Kumulativni učinek druge demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju od leta 2020 do posameznega leta (v %)



Vir: Projekt AGENTA (<http://www.agenta-project.eu/en/index.htm>), Eurostat, 2020.

V sliki 17 združimo učinka obeh demografskih dividend v skupni kumulativni učinek na gospodarsko rast. Vrednost v posamezne letu pomeni, kakšen bi bil ob obstoječih vzorcih proizvodnje in potrošnje po starosti kumulativni prispevek staranja h gospodarski rasti, če gledamo kumulativno od leta 2020 do posameznega leta. Tako še grafično vidimo, da bo v Luksemburgu in Veliki Britaniji druga demografska dividenda predvidoma več kot kompenzirala negativne učinke staranja prebivalstva, ki bodo izhajali iz prve demografske dividende. Za Veliko Britanijo je sicer skupni učinek obeh demografskih dividend zgolj minimalno pozitiven, tako da bo pozitivna druga demografska dividenda predvidoma ravno izničila negativno prvo demografsko dividendo. V številnih drugih državah bo pozitivna druga demografska dividenda v tem obdobju bistveno izničila negativni učinek prve demografske dividende na gospodarsko rast – v Irski za več kot dve tretjini, na Danskem in v Belgiji za približno polovico, v Franciji in na Švedskem pa za okrog 40 %. Slovenija pa je žal država, ki bo imela nadpovprečno negativno prvo demografsko dividendo (-18 %), hkrati pa bo njena druga demografska dividenda ena najmanj pozitivnih (2 %), tako da ne bo praktično nič prispevala k blaženju negativne prve demografske dividende. Kot je razvidno iz tabele 16, so ti rezultati povezani predvsem z nizkim deležem naložbenega pokojninskega financiranja potrošnje v starosti, ki ga imamo v Sloveniji. Z višjim naložbenim (pokojninskim) varčevanjem za starost bi torej lahko pozitiven učinek druge demografske dividende bistveno zvišali, kar nam kažejo rezultati številnih drugih držav, predstavljenih v tabeli 16.

Slika 17: Kumulativni skupni učinek prve in druge demografske dividende na gospodarsko rast v obdobju od leta 2020 do posameznega leta (v %)



Vir: Projekt AGENTA (<http://www.agenta-project.eu/en/index.htm>), Eurostat, 2020.

4.2 VPLIV RAZVITOSTI IN DELOVANJA KAPITALSKIH TRGOV IN POKOJNINSKIH SKLADOV NA GOSPODARSKO RAST

5.2.1 Kapitalski trgi in gospodarska rast

Na gospodarsko rast, ki je eden izmed temeljnih ciljev vsakega gospodarstva, vpliva veliko dejavnikov. Kar veliko avtorjev obstoječe literature in študij je posvetilo svojo pozornost raziskovanju vplivov in povezav med kapitalskimi trgi in gospodarsko rastjo. Večina avtorjev se strinja, da obstajajo pozitivni vplivi razvoja in delovanja kapitalskega trga na gospodarsko rast, vendar je omenjena pozitivna povezanost močno odvisna od specifičnih lastnosti kapitalskega trga, kot so npr. regulacija, razvitost, velikost itd.

Dobro razvit finančni sistem ima pomembno vlogo pri spodbujanju gospodarske rasti, saj zagotavlja, da najboljše naložbene priložnosti prejmejo potrebno financiranje in s tem vplivajo na razvoj gospodarstva. Kapitalski trgi, ki so del finančnega sistema, omogočajo nakup in prodajo vrednostnih papirjev s srednjeročno in dolgoročno zapadlostjo, njihova funkcija pa je posredovanje prihrankov in naložb med ponudniki kapitala in njegovimi porabniki prek posrednikov, kot so komercialne in investicijske banke, borzni posredniki, upravljavci skladov in borze. Ker kapitalski trgi med seboj povezujejo monetarni sektor in realno gospodarstvo, imajo pomembno vlogo pri gospodarskem razvoju, saj omogočajo in spodbujajo rast v realnem gospodarstvu z zagotavljanjem dostopa do dolgoročnega financiranja (Cyttonn Report, 2019).

Povezanost med razvitostjo finančnega sistema oziroma kapitalskih trgov in gospodarsko rastjo je bila proučevana v veliki meri že v 90. letih, kjer rezultati kažejo, da je raven finančnega posredništva dober napovedovalec gospodarske rasti⁶⁶ ter da obstaja močna povezanost med strukturo finančnega sistema držav in gospodarsko rastjo (King & Levine, 1993; Carlin & Mayer, 2003 v Barna & Mura, 2010). Specifično obstaja vzročna povezanost med razvitostjo kapitalskih trgov in gospodarsko rastjo (Bose, 2005; Beck, Lundberg, & Majnoni, 2006 v Barna & Mura, 2010). Omenjena povezanost je bila prav tako dokazana v študijah za primere posameznih držav – za Belgijo, Grčijo, Tajvan, Korejo in Japonsko (Barna & Mura, 2010). Delniški trgi, ki so del kapitalskih trgov, na gospodarsko rast vplivajo z rastjo likvidnosti in z diverzifikacijo tveganj (Levine, 1991; Obstfeld, 1994; Bencivenga, Smith, & Starr, 1996 v Njemcevic, 2017).

Beck (2006) navaja, da razvit finančni sistem spodbuja gospodarsko rast z učinkovito razporeditvijo sredstev, z učinkovitim spremljanjem investicij udeležencev na finančnih trgih, z olajšanjem izmenjave blaga z zagotavljanjem plačilnih storitev in z diverzifikacijo tveganja. Vsi navedeni dejavniki pa morajo biti podprti z makroekonomsko stabilnostjo, učinkovito pravno ureditvijo in s prostim pretokom informacij. Empirični dokazi študije OECD (2015) prikazujejo, da ima finančni sistem pomembno vlogo pri spodbujanju gospodarske rasti. Večja razvitost finančnega sistema pozitivno vpliva na gospodarsko rast predvsem z zmanjševanjem potreb po financiranju projektov

66 Rast BDP na prebivalca ter prav tako rast fizičnega kapitala in produktivnosti.

iz lastnih sredstev, z učinkovitejšim dodeljevanjem sredstev in s profesionalnim nadzorom naložb, s spodbujanjem mednarodne trgovine in inovacij ter s povečanjem produktivnosti v finančnem sektorju, ki povečuje produktivnost v celotnem gospodarstvu.

Sama sestava financiranja pomembno vpliva na dolgoročno gospodarsko rast, kjer rezultati nakazujejo, da so kapitalski trgi pozitivno povezani z gospodarsko rastjo in imajo bolj pozitiven vpliv v primerjavi s financiranjem iz bančnega sektorja (Cournède & Denk, 2015). Večji kapitalski trg je v primerjavi z bančnim sektorjem povezan z višjo stopnjo gospodarske rasti, kjer predvidevanja ocenjujejo, da bi enotretjinsko povečanje trga delnic in obveznic spodbudilo dolgoročno stopnjo realne rasti BDP na prebivalca za 20 %. Ocene izhajajo predvsem iz učinkovite razporeditve sredstev, ki so posledica likvidnosti delniških in obvezniških trgov (AIMA, 2014). Do enakih zaključkov privedejo tudi podatki na ravni podjetij, kjer je lastniško financiranje ključno za dolgoročno osredotočenost, ki je potrebna za rast produktivnosti. Z vidika podjetja imata dve ključni karakteristiki lastniškega financiranja – ponudnikom lastniškega kapitala ni jamčena nobena obrestna mera oziroma donos na vloženi kapital in umik zagotovljenega lastniškega kapitala ni mogoč – zelo pomemben vpliv na dolgoročne investicije podjetij (OECD, 2016). Pozitiven vpliv kapitalskega trga na gospodarsko rast je povezan predvsem z razpoložljivostjo kapitala za dolgoročne (tvegane) investicije, z učinkovito razporeditvijo sredstev in s spodbudami za izboljšanje korporativnega upravljanja (AIMA, 2014).

4.2.2 Pokojninski skladi in gospodarska rast

Demografske projekcije in potrebe po doseganju dolgoročne fiskalne vzdržnosti ob hitro starajočih se družbah so v državah sprožile obsežne pokojninske reforme. Države so pokojninski sistem reformirale po večstebnem modelu, ki ga je Svetovna banka priporočila že leta 1994 v svojem poročilu⁶⁷. Ker se bo koeficient starostne odvisnosti⁶⁸ v državah OECD predvidoma z zdajšnjih 26,5 % povečal na 34,5 % do leta 2030 (OECD, 2020), so dokladni pokojninski sistemi pod hudim pritiskom, saj vpliv omenjenih projekcij nakazuje nevzdržnost javnih izdatkov v prihodnosti. Od preučevanih držav sta Slovenija in Češka v celoti ohranili dokladni obvezni pokojninski sistem, zato se soočata z največjim zviševanjem izdatkov za starostne pokojnine, medtem ko Poljska, ki je že sprejela ključne reforme pokojninskega sistema, pričakuje 4-odstotno znižanje izdatkov za starostne pokojnine do leta 2050 (Almenberg & Nickel, 2007).

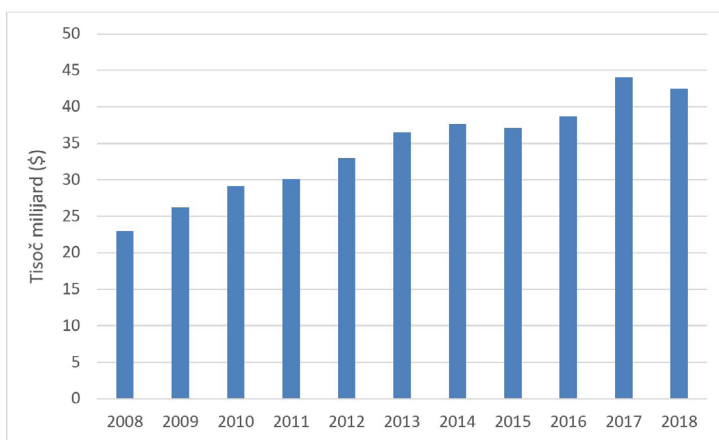
V luči teh sprememb se vloga institucionalnih investitorjev, specifično pokojninskih skladov, močno krepi. Vse več držav je v upanju na pozitivne učinke sprejelo pokojninske reforme, ki njihov pokojninski sistem preusmerjajo iz dokladnega v naložbeni pokojninski sistem. Pomembnost

67 World Bank. 1994. Averting the old age crisis: policies to protect the old and promote growth. Washington DC; World Bank.

68 Koeficient starostne odvisnosti starih je razmerje med številom starejših (65 let ali več) in številom delovno sposobnih prebivalcev, torej prebivalcev, starih od 15 do 64 let, pomnoženo s 100. Je kazalnik, ki kaže število starostno odvisnih prebivalcev na 100 delovno sposobnih prebivalcev (GIS, 2019).

varčevanja za starost, ki deluje po naložbenem sistemu, je razvidna iz slike 18, kjer se je višina upravljanih sredstev v državah OECD v obdobju od leta 2008 do 2018 zvišala kar za 48,83 % (OECD, 2019j).

Slika 18: Skupaj sredstva v upravljanju v naložbenih in zasebnih pokojninskih načrtih v državah OECD



Vir: (OECD, 2019j).

V obstoječi literaturi se avtorji v večini strinjajo, da imata akumulacija sredstev v naložbenem pokojninskem sistemu in delovanje pokojninskih skladov pozitiven (posreden ali neposreden) vpliv na gospodarsko rast. Najprej je treba izpostaviti, da uvedba (obveznega) naložbenega pokojninskega stebra neposredno vpliva na prerazporejanje prihrankov, saj v primerjavi s posamezniki institucionalni investitorji večinoma investirajo na kapitalskih trgih. Pokojninski skladi imajo z investiranjem sredstev naložbenih pokojninskih načrtov velik vpliv na velikost in razvitost kapitalskih trgov in finančnega sistema nasploh, kar ima pozitivne učinke na gospodarsko rast (Levine & Zervos, 1998; Beck & Levine, 2004; Almenberg & Nickel, 2007; DAVIS & HU, 2008; Bayar & Ozturk, 2017). Pogodbene varčevalne institucije, kot so pokojninski skladi, povečujejo tržno kapitalizacijo lastniškega kapitala in vrednostno trgovanje in imajo po ugotovitvah Catalan et al. (2000) pomembnejšo vlogo pri razvoju kapitalskih trgov v primerjavi z drugimi vlagatelji, kot so banke in odprti vzajemni skladi. Kaserer in Rapp (2014) v svoji študiji ugotovita, da je povečanje obsega pokojninskih skladov za 10 odstotnih točk povezano s povečanjem globine delniških trgov za 7 odstotnih točk, ter navajata pozitivne učinke davčne in pravne ureditve pokojninskih skladov na razvoj in velikost kapitalskega trga. Z navedenimi trditvami se strinjajo tudi Coskun et al. (2017), ki v svoji študiji dokažejo pozitiven vpliv pokojninskih in vzajemnih skladov, podjetniških obveznic in delniških trgov na gospodarsko rast, kljub temu da financiranje v opazovani državi poteka pretežno prek bančnih institucij. Večji kapitalski trg in njegov razvoj pa krepi konkurenco in ustvarjata spodbude za finančne inovacije, ki prispevajo k izboljšanju učinkovitosti kapitalskega trga (Iglesias, 2008; Enache et al., 2015). Bijlsma et al. (2014), ki v svoji raziskavi s pomočjo regresije med panogami in državami analizirajo vpliv pokojninskih sredstev na gospodarsko rast v državah OECD v obdobju od leta 2001 do leta 2011, ugotavljajo, da je povečanje pokojninskega varčevanja še zlasti koristno za podjetja, ki se močno zanašajo na zunanja sredstva, kar nakazuje, da je

povečana količina sredstev pokojninskih skladov in drugih institucionalnih vlagateljev povezana z učinkovitejšimi finančnimi trgi in s tem z višjo gospodarsko rastjo. Ker zakonodaja v nekaterih državah⁶⁹ dodatno zahteva, da se večji delež sredstev iz naložbenih stebrov investira v domači kapitalski trg, naložbe pokojninskih skladov pozitivno vplivajo na razvoj kapitalskega trga v državi z omenjeno pokojninsko ureditvijo (Almenberg & Nickel, 2007; Raddatz & Schmukler, 2008).

Enache et al. (2015) poudarjajo, da funkcije⁷⁰ institucionalnih investorjev, ki vodijo do večje likvidnosti kapitalskih trgov, blagodejno vplivajo na vsesplošno stabilnost finančnega sistema. Dodatno institucionalni investitorji, specifično pokojninski skladi, zavarovalnice ter vzajemni in premoženjski skladi, delujejo kot blažilci šokov v času gospodarske krize (OECD, 2011). Pokojninski skladi, ki imajo določene naložbene omejitve, so lahko vodilo za spreminjanje in izboljšanje zakonodaje finančnih trgov. Omenjene spremembe oziroma izboljšave vključujejo spremembe relevantne davčne zakonodaje, izboljšave finančnega posredovanja ter spremembe, ki zagotavljajo zaščito vlagateljev. Večja transparentnost kapitalskega trga in razvoj sistemov ocenjevanja tveganja izhajata iz zahtev pokojninskih skladov po popolnejših in bolj kakovostnih finančnih informacijah, ki so predpogoj za njihovo vlaganje v vrednostne papirje.

Vlaganje sredstev pokojninskih skladov pozitivno vpliva na dolgoročno financiranje in nižanje stroškov kapitala. Ker imajo pogodbene varčevalne institucije dolgoročne obveznosti na svojih bilancah, imajo potemtakem 'naravno prednost' pri financiranju dolgoročnih naložbenih projektov v primerjavi z bankami in odprtimi skladi, ki imajo v glavnem kratkoročne obveznosti (Catalan et al., 2000). Financiranje dolgoročnih projektov, katerih pozitivni vplivi so omenjeni že v prvem delu poglavja, s sredstvi pokojninskih skladov⁷¹ dopolnjuje kratkoročne oziroma srednjeročne naložbe bank (Bijlsma et al., 2014). Povečano pokojninsko varčevanje omogoča več sredstev za financiranje dolgoročnih projektov, kar pozitivno vpliva na ceno in količino dolgoročnega financiranja, ki vpliva na povečanje produktivnih investicij. Produktivne investicije so spodbujene z znižanimi stroški kapitala, ki jih pokojninski skladi znižujejo (1) prek razvitejšega kapitalskega trga, ki je lahko posledica pokojninskih reform in povečanega pokojninskega varčevanja, (2) prek nižje premije tržnega tveganja⁷² in (3) prek nižje premije tveganja za lastniški kapital, ki je posledica združevanja pokojninskih skladov in njihovega profesionalnega upravljanja (DAVIS & HU, 2008). Dodatno pokojninski skladi nižajo stroške kapitala z nižanjem povprečnih stroškov izdaje finančnih instrumentov, kar je posledica večanja obsega kapitalskega trga (Iglesias, 2008).

69 Treba je omeniti, da imajo prevelike omejitve investiranja naložb že na tako slabše razvitih kapitalskih trgih negativne posledice, saj privedejo do neučinkovite diverzifikacije portfelja. Primer takšne države je Hrvaška, ki ima dovoljeno 15-odstotno stopnjo naložb v tuje vrednostne papirje (Almenberg & Nickel, 2007).

70 Kopičenje institucionalnega kapitala, prenos finančnih virov, obvladovanje tveganj, zmanjševanje nestanovitnosti cen, vključevanje kapitalskega trga na mednarodni ravni ter diverzifikacija finančnih instrumentov, ki posledično krepi konkurenco (Enache et al., 2015).

71 Pokojninski skladi imajo stabilen pritok sredstev, ki so namenjena za dolgoročne naložbe, saj so upravitelji pokojninskih skladov pripravljeni prenašati večjo kratkotrajno nestanovitnost (*volatility*) pri donosu svojih naložb v primerjavi z drugimi vlagatelji, ker je njihov cilj maksimirati donosnost prihrankov, nakopičenih v obdobju delovne dobe člana – torej dolgoročno (Iglesias, 2008; Raddatz & Schmukler, 2008).

72 Ker je pričakovano obdobje naložb pokojninskih skladov daljše kot pri posameznikih in podjetjih, je premija tržnega tveganja nižja (DAVIS & HU, 2008).

Delovanje pokojninskih skladov kot lastnikov delnic ali obveznic vpliva tudi na boljše upravljanje podjetij. Boljše upravljanje podjetij je posledica zahtev pokojninskih skladov do podjetij in vpliva na odločitve izdajateljev vrednostnih papirjev, da ustvarijo pogoje, ki pokojninskemu skladu omogočajo vlaganje v vrednostne papirje, ki jih izdajo (Iglesias, 2008). Clark in Hebb (2003 v Davis & Hu, 2004) navajata štiri dejavnike, prek katerih pokojninski skladi vplivajo na upravljanje podjetij: (1) široka uporaba tehnik indeksacije, ki ovira izstop s prodajo delnic podjetij s slabšim poslovanjem; (2) vse večje povpraševanje po večji preglednosti in odgovornosti; (3) pritiski pokojninskih skladov za vlaganje v družbeno odgovorne naložbe; (4) pritiski za 'humanizacijo' kapitala s socialnimi, moralnimi in političnimi cilji, ki povzročajo, da stopnja donosa ni edina skrb pokojninskih skladov.

Enache et al. (2015) so se v svoji študiji za obdobje od leta 2001 do 2010 osredotočili na 10 držav Srednje in Vzhodne Evrope, med njimi tudi na Slovenijo. Z analizo so želeli ugotoviti, kako je akumulacija sredstev pokojninskih skladov, ki je posledica nedavnih pokojninskih reform, povezana s kratkoročno in dolgoročno povečano kapitalizacijo trga. Rezultati njihove raziskave so potrdili pozitivne dolgoročne in kratkoročne vplive sredstev pokojninskih skladov na kapitalizacijo trga. S pridobljenimi rezultati dokažejo pozitivne učinke pokojninskih reform na razvoj domačega kapitalskega trga, ki se bodo po njihovih predvidevanjih še povečali, ko se bodo nadalje povečala sredstva pokojninskih skladov in ko bodo njihove naložbene strategije ob spremembi regulacije vključevale bolj tvegane portfelje.

Iglesias (2008) pa izpostavlja, da zgolj zvišanje pokojninskih sredstev ni dovolj za zgoraj opisane povezanosti, in poudarja:

»Pozitiven vpliv akumulacije pokojninskih sredstev na razvoj kapitalskega trga in posledično na gospodarsko rast bo mogoč le ob politični pripravljenosti in jasnosti idej za odpravo regulativnih in pravnih ovir, ki omejujejo rast kapitalskega trga, in za zagotovitev, da imajo postopki naložb učinkovit pravni okvir.«

Pokojninsko varčevanje ter s tem zagotavljanje sredstev mora spodbujati država z ugodnimi davčnimi stopnjami. Dodatno, ob zagotovitvi dejanskega povečanja pokojninskih sredstev, z zadostno stopnjo prispevkov in s pokritostjo naložbenega sistema mora regulacija pokojninskih skladov omogočati ustrezno diverzifikacijo portfeljev (Iglesias, 2008).

4.2.3 Pokojninska sredstva izbranih držav

Med opazovanimi državami lahko vidimo relativno velike razlike pri akumulaciji pokojninskih sredstev v drugem in tretjem pokojninskem stebru. Glede na akumulirana sredstva v naložbenih pokojninskih shemah lahko države razdelimo v dve skupini: višina pokojninskih sredstev prve skupine presega 100 % BDP, višina sredstev druge skupine pa je močno oddaljena od omenjene meje.

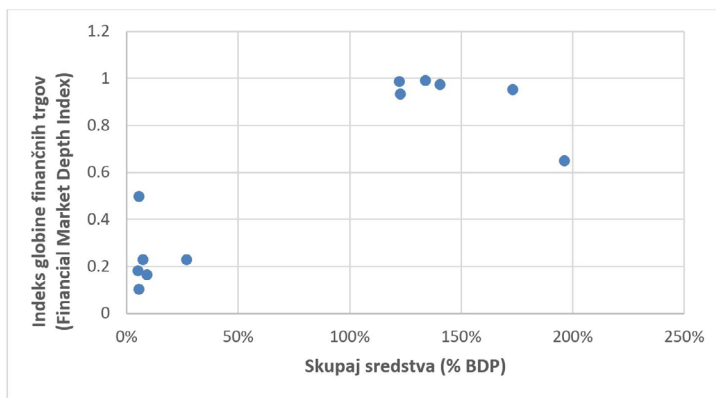
Tabela 17: Delitev držav glede na višino sredstev v naložbenih pokojninskih shemah v letu 2018

Skupina 1	Skupaj sredstva (% BDP)	Skupina 2	Skupaj sredstva (% BDP)
Švedska	122,80 %	Avstrija	5,60 %
Nizozemska	173,30%	Poljska	7,50 %
Danska	196,50 %	Češka	9,20 %
Velika Britanija	122,40 %	Madžarska	5,25 %
ZDA	134,10 %	Hrvaška	27,00 %
Avstralija	140,60 %	Slovenija	5,60 %

Vir: (IMF, 2020b).

Po pričakovanju se iz pregleda literature v drugem poglavju na vzorcu dvanajstih opazovanih držav s koeficientom korelacije 0,8512 kaže močna pozitivna povezanost med akumuliranimi sredstvi v naložbenih pokojninskih shemah držav in globino finančnih trgov⁷³. Povezanost je grafično prikazana v sliki 19, iz katere je razvidno, da je indeks globine finančnih trgov držav iz skupine 1 neprimerljivo višji kot indeks držav iz skupine 2.

Slika 19: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in indeksom globine finančnih trgov



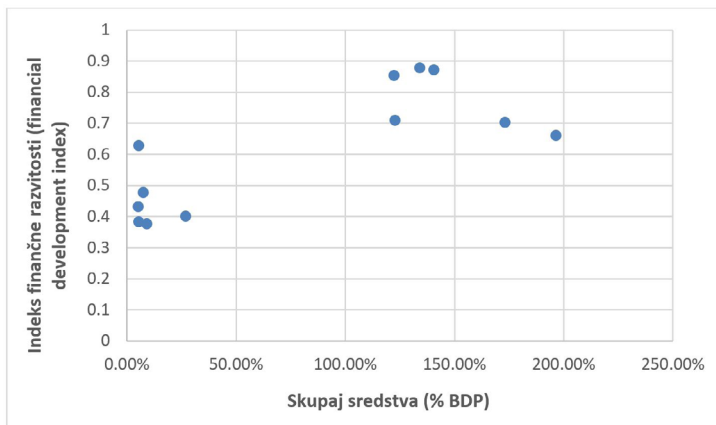
Vir: (IMF, 2020b).

Slika 20 grafično prikazuje povezanost med akumuliranimi sredstvi v naložbenih pokojninskih shemah v opazovanih državah in indeksom finančne razvitosti. Indeks finančne razvitosti, ki ga letno objavlja Mednarodni denarni sklad, je sestavljen iz skupka dveh indeksov, in sicer

73 Indeks globine finančnih trgov je sestavljen iz naslednjih podatkov: tržna kapitalizacija delniških trgov/BDP, volumen trgovanih delnic/BDP, mednarodne državne obveznice/BDP, vse obveznice finančnih in nefinančnih korporacij/BDP (IMF, 2020a).

indeksa finančnih institucij⁷⁴ in indeksa finančnih trgov⁷⁵. Prav tako kot pri sliki 19, ki predstavlja povezanost med enim izmed sestavnih indeksov in pokojninskimi sredstvi, lahko na sliki 20 opazimo pozitivno povezanost s koeficientom korelacije 0,7775 med pokojninskimi sredstvi in indeksom finančne razvitosti.

Slika 20: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in indeksom finančne razvitosti



Vir: (IMF, 2020b).

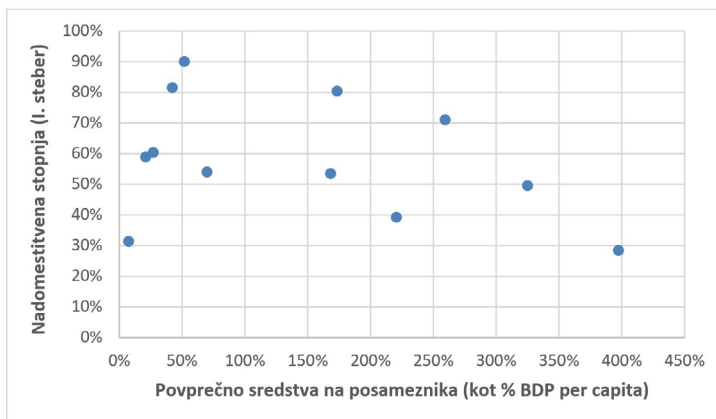
Razlike med državami je prav tako moč opaziti pri povprečni višini sredstev na posameznika iz naslova naložbenih pokojninskih shem. Najvišja povprečna sredstva na posameznika (kot % BDP per capita) so v Veliki Britaniji in znašajo kar 397,95 %, medtem ko so najnižja povprečna sredstva na posameznika (kot % BDP per capita) zabeležena na Poljskem s 7,51 %. Povprečje povprečnih sredstev na posameznika (kot % BDP per capita) dvanajstih opazovanih držav je 147,06 %.

Slika 21 prikazuje povezanost med povprečnimi sredstvi na posameznika (kot % BDP per capita) in nadomestitveno stopnjo prvega stebra, kjer opazamo negativno šibko povezanost med spremenljivkama s koeficientom korelacije $-0,3574$.

74 Indeks finančnih institucij sestavljajo trije indeksi: indeks globine finančnih institucij, indeks dostopa do finančnih institucij in indeks učinkovitosti finančnih institucij (IMF, 2020a).

75 Indeks finančnih trgov sestavljajo trije indeksi: indeks globine finančnih trgov, indeks dostopa do finančnih trgov in indeks učinkovitosti finančnih trgov (IMF, 2020a).

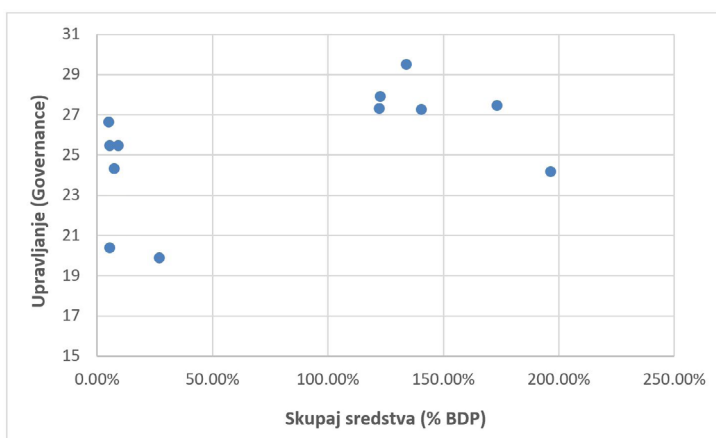
Slika 21: Povezanost med povprečnimi sredstvi na posameznika (kot % BDP per capita) in nadomestitveno stopnjo prvega stebra



Vir: (OECD, 2020c).

Sliki 22 in 23 prikazujeta povezanost med akumulacijo pokojninskih sredstev v naložbenih pokojninskih sistemih ter spremenljivkama 'upravljanje' in 'kakovost institucij'. Omenjeni spremenljivki sta pridobljeni iz članka Subjectivity in sovereign credit ratings (De Moor, Luitel, Serçu, & Vanpée, 2018). Spremenljivka 'upravljanje' (*governance*) je skupek treh spremenljivk: stabilnost vlade (*government stability*), socialno-ekonomski pogoji (*socioeconomic conditions*) in investicijski profil (*investment profile*). Kot je razvidno iz slike 22, imajo države z višjimi pokojninskimi sredstvi v naložbenih pokojninskih sistemih (skupina 1) boljše upravljanje od držav, ki so uvrščene v skupino 2. Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in upravljanjem (*governance*) je zmerna s koeficientom korelacije 0,5023.

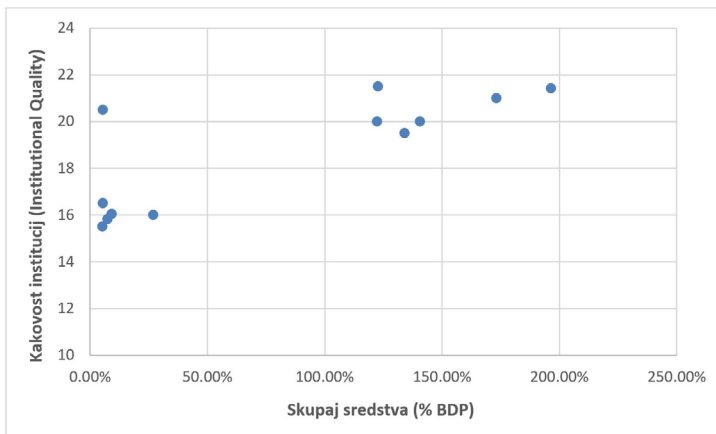
Slika 22: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in upravljanjem (*governance*)



Vir: (De Moor, Luitel, Serçu, & Vanpée, 2018; OECD, 2020b).

Spremenljivka 'kakovost institucij' (*institutional quality*) je skupek štirih spremenljivk: korupcija (*corruption*), zakon in red (*law and order*), birokratska kakovost (*bureaucratic quality*) in demokratična odgovornost (*democratic accountability*). Iz slike 23 je razvidno, da imajo države iz skupine 1 višjo kakovost institucij kot države iz skupine 2. Pri tem je pomembno izpostaviti eno izjemo, in sicer Avstrijo. Pozitivna povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in kakovostjo institucij (*institutional quality*) je močna s koeficientom korelacije 0,8109.

Slika 23: Povezanost med pokojninskimi sredstvi (kot % BDP) in kakovostjo institucij (*institutional quality*)



Vir: (De Moor, Luitel, Sercu, & Vanpée, 2018; OECD, 2020b).

Drugi del: VEDENJSKI VIDIKI POSAMEZNIKA PRI ODLOČITVAH O VARČEVANJU ZA STAROST

V drugem delu monografije smo se posvetili vplivu vedenjskih pristranskosti posameznikov na varčevalne in investicijske odločitve oziroma koliko in kako se varčuje. Če je dober institucionalni okvir varčevanja za starost potreben pogoj za učinkovit sistem, za samo delovanje sistema pa vsekakor ni zadosten pogoj, saj so ne nazadnje (prostovoljne) odločitve prepuščene posameznikom. Najprej je treba razumeti vpliv vedenjskih pristranskosti na varčevalne in investicijske odločitve, nato pa oblikovati takšno strukturo in način ponudbe finančnih produktov, ki vpliv tovrstnih pristranskosti minimizirata.

Pri oblikovanju predlogov smo v uvodu omenjeni področji učinkovitosti podprli s spoznanji vedenjske ekonomije, ki lahko v veliki meri pomagajo doseči končni cilj, tj. višjo raven privarčevanih sredstev. Pri tem smo posebno pozornost namenili problematiki, ki se je tudi v razvitih državah pokazala za zelo trdovratno in neželjeno – zelo neenakomerni razporeditvi privarčevanih sredstev po dohodkovnih/premoženjskih razredih populacije. Poznavanje vedenjskih dejavnikov nam lahko pomaga pri oblikovanju učinkovitega sistema tako z vidika spodbud posameznikom, da se v varčevalni sistem vključijo v zadostnem obsegu (*inertia, loss-aversion, self-control*), kot tudi z vidika izbora ustreznih oblik varčevanja (*myopia, representativeness, loss-aversion, mental accounting* idr.). Struktura varčevalnih oblik v Sloveniji je nelogična in nekonsistentna s cilji pokojninskega varčevanja, kar je (po pričakovanjih) pokazala tudi študija varčevalnih oblik, ki je bila izvedena v okviru ZDU-GIZ leta 2015.

5 VIDIKI POSAMEZNIKA

5.1 VEDENJSKE FINANCE

Vedenjske finance so postale sestavni del t. i. finančne teorije glavnega toka in so vezni člen med finančno teorijo, ugotovitvami empiričnih raziskav in dejansko prakso. Vedenjske finance pomenijo premik od koncepta racionalnega posameznika (odločevalca) k t. i. »normalnemu« oziroma vedenjskemu posamezniku (*behavioral agent*). Hkrati vedenjski portfelj nadomesti standardni portfelj, ki temelji na neoklasičnih finančnih modelih vrednotenja naložb, kjer sta pomembna zgolj pričakovana donosnost in tveganje. Vedenjske finance razlikujejo tudi med racionalnim trgom in t. i. težko premagljivim trgom (angl. *hard-to-beat market*) v diskusiji o učinkovitosti trgov in ocenjujejo, zakaj so vlagatelji tako pogosto prepričani, da lahko premagajo trg (Statman, 2014).

Vedenjske finance so spremenile temeljni pogled na to, kako dojemamo vlagatelja. Ljudje nismo algoritmi, na podlagi katerih se iščejo optimalne rešitve na vsakem koraku, ampak se odločamo tudi (oziroma pogosto) na podlagi čustev. Lenoba, naglica, pritisk mnogokrat vodijo do ponavljajočih se napak. Vedenjske finance obravnavajo te napake in jih z opazovanjem vedenja lahko predvidijo tudi v prihodnje. Mnogi vlagatelji škodijo svojemu portfelju s tem, da so naložbe preslabo razpršene, da prepogosto trgujejo, sledijo množici, preferirajo poznana domača podjetja in njihove delnice; prodajajo dobre naložbe, vendar prepogosto ohranjajo slabe; večkrat razmišljajo kratkoročno in

so preveč samozavestni. Vlagatelji se obnašajo neracionalno zaradi hevrstike, na podlagi katere skušajo iz svojih izkušenj najpreprosteje reševati situacije. Pogosto se zgodi, da vlagatelj preprosto ignorira druge dejavnike, ki bi lahko vplivali na končno odločitev. Da bi se uspešno spopadli s temi predsodki, sta potrebna izobrazba in ozaveščanje (Merker & Peck, 2019).

Vedenjske finance so pogosto označene kot le skupek zgodbic o vlagateljih pod vplivom napačnih kognitivnih presoj in zavajajočih čustev. Očita se jim pomanjkanje konkretne strukture, kot je značilna za finance. Kljub vsemu danes obstaja mnogo vrzeli v financah, ki so nastale zaradi razhajanj med teorijo in empiričnimi ugotovitvami (tudi prakso). Medtem ko v klasičnih financah opredelimo posameznika kot racionalnega človeka, v vedenjskih govorimo o običajnem posamezniku. Slednji ni neracionalen, le včasih je preveč samozavesten in ima občutek, da lahko vidi v prihodnost. Dogaja se tudi, da je preveč paranoičen in pretirano plašen ali pa ima nerealna pričakovanja (Statman, 2014).

Racionalnost je v financah in tudi na drugih področjih opredeljena kot dejanje v svojo korist, merjeno s pričakovano vrednostjo. Na odločitev seveda vplivajo tudi drugi dejavniki. Človek je npr. pod vplivom dejavnikov, ki presegajo njegovo znanje in vodijo v odločitve, ki ne prikazujejo resnične vrednosti. V času Aristotela je bila racionalnost pojmovana kot koncept, v okviru katerega imajo ljudje v tipičnih situacijah mnogo razlogov, da naredijo različne stvari. Slednji so lahko med seboj v konfliktu in končna izbira je relativna prioriteta, ki jo imajo ti razlogi za posameznika. Po tej definiciji je posameznik neprestano popolnoma racionalen, saj se vedno odloča na podlagi razlogov, ki jih ima, kar se odraža v značilnostih, odnosu, znanju in duševnem stanju v določenem trenutku. Neracionalna vedenjska odločitev se pojavi samo zato, ker situacija, ki vključuje posameznikove razloge, ni bila dovolj razložna v odnosu zaznavnih okoliščin in razlogov, ki so bili dani posamezniku v določenih okoliščinah. Posameznikov razlog je osnova za dejanje. Nekatera dejanska stanja imajo pri posamezniku večjo utež kot druga. Razlikujemo med hedoničnim (kaj nam je prijetno), razumnim (kaj je v posameznikovem interesu), etičnim (kaj je moralno sporno in kaj ne) in okusnim (kaj je primerno) dejanskim stanjem. Končna odločitev je sprejeta na podlagi tega, kar je posamezniku pomembno ob upoštevanju vseh dejanskih stanj. Posameznik izbere po pomembnosti, ki jo loči na dva dela. Prvi je, da ima potrebna znanja, spretnosti, zmožnosti in druge osebne karakteristike, ki mu omogočajo prepoznavanje končnega rezultata posameznih vedenj in oceno njihovih učinkov, drugi pa je, da ima vrednote in vedenjske prioritete. Odločitev ni nikoli sprejeta na podlagi numerične meritve rezultata, razen če je takšna, da predstavlja to, kar je za posameznika pomembno (Jeffrey & Putman, 2013).

Racionalni ljudje so imuni na zaznavne in čustvene napake in so sposobni procesirati ogromne količine informacij hipno in pravilno. V nasprotju s tem obstajajo običajni ljudje, katerih možgani so pogosto polni. V standardnih financah so racionalni ljudje tisti, ki vedno preferirajo več bogastva v primerjavi z manj bogastva in so indiferentni glede tega, ali se njihovo bogastvo izraža v denarnem izplačilu ali povečanju cen njihovih finančnih naložb. Racionalni posamezniki so zmožni razlikovati med vlogama potrošnika in vlagatelja. Kot vlagateljem so jim pomembni samo uporabna korist, visoka donosnost in majhno tveganje, kot potrošnikom pa socialno-ekonomske in čustvene koristi. Uporabne koristi so tiste, ki nam povejo, kaj nekaj naredi za nas in kako koristno je to za naše premoženje, socialno-ekonomske koristi pa tiste, ki so za nas in druge vrednote, okus

in socialni status. Racionalni ljudje se nikoli ne ujamejo v past t. i. uokvirjanja, kjer bi vsoto v denarju dojemali drugače kot dvig cen delnic za enako vsoto, nikoli ne predvidevajo napačno, zato nikoli ne sprejmejo napačnih zaključkov. Nikoli ne iščejo samo dokazov, ki bi podkrepili njihovo prepričanje. Racionalni ljudje niso nikoli pretirano prestrašeni niti nimajo nerealnih želja (Statman, 2017a).

Običajni ljudje niso vedno indiferentni glede tega, v kakšni obliki želijo videti povečanje premoženja, zato je zanje pomembno, ali je to izraženo v denarju, v obliki dividende ali v dvigu cene delnice. Ločijo med denarjem v fizični obliki oziroma med gotovino in dividendnimi prihodki ter kapitalskimi dobički, kar jim omogoča lažji nadzor nad potrošnjo v primerih, ko je samokontrola prešibka za ustrezen nadzor potrebe po potrošnji. Običajni ljudje so pogosto prepričani, da denar od dividend lahko porabljajo, medtem ko v kapital ne posegajo (Statman, 2017a). Ackert in Deaves (2010) opisujeta običajnega človeka kot nepopolnega, ki ni zmožen analizirati vseh finančnih naložb z vsemi mogočimi modeli, da bi prišel do optimalne naložbe.

Vedenjske finance poleg racionalnih in običajnih ljudi obravnavajo tudi vedenjske pristranskosti, ki imajo pomembno vlogo pri varčevanju za starost. Shai (2015) definira vedenjske pristranskosti kot težnjo k določenim zaključkom. V psihologiji se razlaga kot sistematična napaka v presoji. Literatura vedenjskih financ razlaga pristranskost kot napako, odstopanje, ki mora biti popravljeno. To je res, če odločitve primerjamo z odločitvami, ki jih zagovarjajo standardne finance, če pa pristranskosti obravnavamo samostojno, odražajo zasnovo človeškega uma.

Prihodnji upokojenci, ki se odločajo o varčevanju za starost, se obnašajo kot drugi nepoučeni investitorji, zato jim pogosto primanjkuje ustrezno finančno znanje. Kot dokaz za to Ackert in Deaves (2010) navajata splošno prepričanje med takšnimi vlagatelji, da so posamezne naložbe manj tvegane kot razpršen portfelj finančnih naložb. Pogosto imajo takšni nepoučeni investitorji naložbe preslabo razpršene, čeprav se tega zavedajo. Mali vlagatelji na pristranskosti niso pozorni, največkrat pa se niti ne zavedajo, da obstajajo.

5.2 VEDENJSKE PRISTRANSKOSTI, KI NAJBOLJ VPLIVAJO NA ODLOČITVE O VARČEVANJU ZA STAROST

5.2.1 Dispozicijski učinek in teorija izgledov

Dispozicijski učinek ali učinek nagnjenosti k realizaciji dobičkov in nerealizaciji izgub (angl. *disposition effect*) je pogosta pristranskost, ki vpliva na posameznega vlagatelja, ko se odloča o prodaji finančnih naložb v svojem portfelju. Dispozicijski učinek lahko ponazorimo na primeru dveh delnic. Prvi delnici se je v primerjavi s prvotno ceno vrednost povečala (zmagovalec), drugi pa se je zmanjšala (poraženec). Če vlagatelj sprejme odločitev o prodaji vrednostnega papirja, ima dve možnosti. Lahko proda zmagovalno delnico in jo obravnava kot uspešno naložbo ali pa proda slabšo delnico in jo obravnava kot napako. Če prodajo delnice postavimo v okvir, kjer se vlagatelj odloča, ali želi čutiti zadovoljstvo ali bolečino, bi se odločili, da je bolje prodati zmagovalno delnico kot tisto, ki ji je vrednost padala. Dispozicijski učinek je primer omejenega uokvirjanja. Racionalen vlagatelj bi se odločil prodati tisto delnico, za katero je bolj verjetno, da bo v prihodnje imela slabše

rezultate ne glede na to, ali je trenutno zmagovalec ali poraženec. Dispozicijski učinek je pogost primer neracionalnega obnašanja vlagateljev, ki ga je mogoče opaziti na trgu finančnih naložb. Razlago za omenjeno pristranskost je možno najti tudi v teoriji izgledov (angl. *prospect theory*).

Teorija pričakovane koristnosti obravnava tvegane odločitve kot navadne odločitve, ne da bi upoštevala dodatne dejavnike, kot so različne pristranskosti, ko se odločevalec zaradi pritiskov in tveganj ne odloči vedno optimalno. Ljudje podcenjujejo razplet, ki je v primerjavi z gotovim razpletom zgolj verjeten. Ta tendenca, imenovana učinek gotovosti, prispeva k nenaklonjenosti tveganju pri odločitvah v domeni dobičkov in naklonjenosti tveganju pri odločitvah v domeni izgub. Omenjena teorija se imenuje teorija izgledov (angl. *prospect theory*) (Kahneman & Tversky, 1979).

Značilnosti posameznika so pomemben del pri razumevanju njegovih odločitev (Jeffrey & Putman, 2013). Poleg značilnosti posameznika Benartzi in Thaler (2005b) pri teoriji izgledov izpostavljata tudi pogostost ovrednotenja donosnosti naložb. To je dolžina časa, v katerem investitor sešteva donosnosti. Pogosteje ko investitor ocenjuje svoj portfelj (ko je njegovo obdobje), manj privlačne so visoko tvegane naložbe, kot so delnice. To se vidi tudi pri varčevanju za starost. Bolj ko se oseba bliža pokoju, bolj je nenaklonjena tveganju in zmanjšuje delež delnic v svojem portfelju.

Benartzi in Thaler (1999) v svojem delu o nenaklonjenosti tveganju omenjata tudi kratkovidnost (*myopia*). Kratkovidnost je psihološka omejitev posameznikov, pri kateri svoje misli osredotočajo le na sedanost in ne vidijo posledic, ki jih današnje odločitve lahko prinesejo. Primer, ko posameznik ni naklonjen tveganju, je pri metu kovanca, ko lahko dobi 200 USD ali pa izgubi 100 USD. Problem je, da na stavo ne gleda z zadostne distance. Če bi bila stava postavljena v drugačen okvir, kjer bi posameznik lahko 200 USD dodal k svojemu trenutnemu premoženju ali pa bi v stavi 100 USD izgubil od svojega trenutnega premoženja, bi se za tveganje odločilo več posameznikov. Drugi primer kratkovidnosti pa je, če posameznik pri metu kovanca stavi stokrat v enem dnevu ali pa stavi vsak dan sto dni zapored. Čeprav je rezultat identičen, je pripravljen sprejeti drugo možnost, saj mu njegova kratkovidnost onemogoča uvid enakega rezultata. To lahko prenesemo tudi v realno življenje. Kasneje omenjena možnost o nesodelovanju (angl. *opt-out*) pri varčevanju za starost je dober primer kratkovidnosti (FinancePro, 2015).

Fenomen izbire tveganja v primeru, ko izbiramo med možnostma, kjer je rezultat v obeh primerih negativen, se imenuje nenaklonjenost izgubi. Ljudje verjamejo, da se bo trenutni padec cen nekoč popravil in se bodo cene vrnile vsaj na prvotno raven, zato kljub spoznanju, da naložba ni donosna, ne želijo prodati vrednostnih papirjev z izgubo. Situacije, v katerih so ljudje zaman čakali na ponoven dvig cen vrednostnega papirja na prvotno vrednost, so prinesle več negativnih posledic za portfelje kot karkoli drugega. Kot primer takšnega vedenja se navaja Nicholas Leeson, ki je leta 1995 postal znan, ker je povzročil propad 232 let starega podjetja Barings PLC. Leeson je s trgovanjem izgubil nekaj manj kot milijardo in pol. S tveganimi naložbami je želel prikriti napake svojih podrejenih, vendar je tudi sam doživel izgube. Stavil je, da se bodo njegove napake na trgu obrnile in rešile banko. To se ni zgodilo in ker ni sprejel začetnih izgub in je vztrajal pri tem, da se bo vrednost na trgu vrnila vsaj na prvotno, je s svojimi še bolj tveganimi odločitvami povzročil propad podjetja in šel zato tudi v zapor.

5.2.2 Pravilo palca

Pravilo palca (angl. *rule of thumb*) je pogosto drugi izraz za hevristiko. Hevristika je definirana kot proces, pri katerem ljudje spoznajo stvari sami, navadno spotoma ali z napakami. To jih pripelje do razvoja pravila palca, s katerim sprejemajo odločitve, vendar mnogokrat vodi do novih napak. Hevristika je kot izračun na zadnji strani kuverte – izjemno groba ocena nečesa, kar včasih pripelje do pravega rezultata, to pa je večkrat izjema kot pravilo. Mnogo ljudi se zanaša na medije, ki nekatere novice bolj poudarijo kot druge, in to samo zato, ker ocenijo, da so pomembnejše. Posledično se zanašajo na to, kar jim je predstavljeno, in temu tudi verjamejo (Shefrin, 2002).

Cartwright (2018) hevristiko razlaga kot katerokoli pravilo palca ali enostavno pravilo vedenja, s katerim oseba rešuje problem. Veliko odločitev je sprejetih s pravilom palca, ker nam to olajša odločitve, ki so sicer lahko preveč zapletene, zato je pomembno, da se zavedamo, kako hevristika deluje in kakšne posledice lahko prinese.

Če bi bilo maksimiranje koristnosti preprosto, ljudje ne bi imeli težav. Realnost je seveda drugačna in situacije niso tako preproste. Omejitve naših možganov, ki niso zmožni procesirati ogromne količine informacij v kratkem času, silijo ljudi v sprejemanje odločitev na podlagi določenih hevristik. Kot je bilo že omenjeno, nam to omogoča hitro procesiranje informacij in sprejemanje odločitev. To pripelje do napak, na katere poleg hevristike vplivajo tudi čustva in pogledi. V tradicionalnih finančnih takšno vedenje označijo kot neoptimalno in neracionalno. Hevristika se zanaša na uporabo bližnjic, ko je predstavljena naloga nekaj, česar naše misli še niso izkusile (Sahi, 2015).

5.2.3 Hevristika 1/n

Pokojninsko varčevanje z opredeljenimi vplačili (*defined benefit system*) je danes prevladujoč način varčevanja za starost. Naložbene odločitve sprejemajo vlagatelji sami in kljub številnim prednostim, ki jih imajo takšni načrti, mnogi izražajo zaskrbljenost nad kakovostjo posameznikovih odločitev. Primer zmotne predstave o kakovosti razpršitve premoženja je t. i. "hevristika 1/n", to je razdelitev premoženja med naložbe enakomerno med n naložb, ponujenih pri pokojninskem varčevalnem načrtu (Benartzi & Thaler, 2005a).

Razdeljevanje naložb po načinu hevristike 1/n ni napačno, vendar je lahko precej drago. Takšen primer je, ko je posameznik vključen v načrt, kjer pretežno prevlada ponudba delnic in posameznik svoja sredstva vlaga večinoma v delnice. Situacija pa je lahko tudi obratna in je vključen v načrt, ki ponuja pretežno samo obveznice, zato tudi sam vlaga samo v obveznice (Cartwright, 2018). Zavedanje problematike omenjenega pristopa je pomembno za vse, ki si prizadevajo varčevati za pokojnine in so vključeni v podobne načrte.

Odlaganje z odločitvijo pogosto ni možno. Odločitve morajo biti sprejete, čeprav okoliščine ne dopuščajo vseh informacij in kapacitet za procesiranje. To vodi do nujnih bližnjic ali hevristike. Hevristika je pravilo odločanja, ki izkorišča le del celotne informacije. Ljudje uporabljamo

hevrstiko praktično povsod, ne da bi se tega zavedali. Deluje na podlagi dveh miselnih sistemov: tipa ena in dve. Tip hevrstike ena je avtomatičen in ne zahteva pretiranega miselnega napora ter se uporabi, kadar je potrebna hitra odločitev, tip hevrstike dve pa zahteva več miselnega napora in časa (Ackert & Deaves, 2010).

5.2.4 Pretirana samozavest

Koncept pretirane samozavesti (angl. *overconfidence*) temelji na številnih kognitivnih psiholoških eksperimentih in anketah, ki obravnavajo precenjevanje tako posameznikovih zmožnosti kot tudi natančnost danih informacij. Ljudje slabo ocenijo verjetnost dogodkov in so prepričani, da se bo nekaj gotovo zgodilo, hkrati pa so prepričani, da imajo boljše informacije, kot jih dejansko imajo. Pretirana samozavest ne pomeni nujno, da so posamezniki nevedni ali nekompetentni, ampak pomeni, da sta presoja in ocena situacije obravnavani kot boljši, kot se izkaže v resnici (Trejos, Deemen, Rodríguez & Gómez, 2019).

Na finančnih trgih je pretirana samozavest povezana s povečanim trgovanjem, večjo variabilnostjo cen finančnih naložb, prevelikim tveganjem in nižjo pričakovano koristnostjo (Duxbury, 2015). Veliko raziskav ugotavlja, da so odločevalci večinoma preveč samozavestni. To se lahko razlaga s tremi temeljnimi mehanizmi: z učinkom nadpovprečnosti, učinkom kalibracije in z iluzijo kontrole. Prevelika samozavest se navadno povezuje s prevelikim optimizmom in nerealno iluzijo. Povezuje se tudi z narcizmom, ki pa je bolj stvar posameznika kot pa kognitiven predsodek (Szyszka, 2013).

Od leta 1960 se psihologi zavedajo, da so neinformirani posamezniki nagnjeni k temu, da precenjujejo natančnost svojega znanja. Obstaja mnogo športnih navdušencev, ki samozavestno komentirajo trenerjeve odločitve in dejansko verjamejo, da bi sami vodili bolje. V financah se predsodek prevelike samozavesti pokaže v prekomernem trgovanju na trgu, kjer so posamezniki prepričani, da lahko na podlagi svojih znanj prepoznajo zmagovalne in slabe delnice. Resnica je, da tisti, ki čezmerno trgujejo, po navadi ne dosežajo višjih donosnosti, saj s pogostejšim trgovanjem nastanejo tudi večji stroški trgovanja. Moški so na področjih, kot so finance, bolj samozavestni kot ženske (Berk & DeMarzo, 2017). Barber in Odean (2001) sta odkrila, da moški trgujejo 45 % več kot ženske, njihova povprečna donosnost pa je odstotek nižja kot pri ženskah.

Posamezniki si pogosto pripisujejo zasluge za pravilne odločitve na podlagi svojih zmožnosti, medtem ko napake pripisujejo naključju in napakam drugih. Nezmožnost objektivnega pogleda na uspeh ali neuspeh omejuje naše možnosti, da se iz odločitev in dejanj kaj naučimo. Nevarnost nastane, ko precenjujemo svoje znanje, podcenjujemo tveganje in se izpostavljam neprijetnim presenečenjem, ki poslabšajo možnosti, da bi se naučili, kako v prihodnje bolje ravnati.

5.2.5 Ekstrapolacijska pristranskost

Ekstrapolacijska pristranskost (angl. *extrapolation bias*) se pojavi, ko pretekle trende projiciramo v prihodnost, vsi podatki pa so podani v kratkih časovnih okvirih. To pomeni, da npr. na podlagi trendov zadnjih treh let naredimo pet- ali desetletne projekcije oziroma napovedi prodaje ali gibanja cen delnic. Ekstrapolacijska pristranskost pogosto zanemarja učinek nenavadnih dogodkov, ki pomembno vplivajo na trenutne ravni prodaje.

Shefrin (2002) prav tako opozarja na omenjeno pristranskost. Ljudje izračunavajo svoje napovedi na podlagi naivnega projiciranja preteklih trendov v prihodnost, pretirana samozavest pa daje posameznikom občutek natančne napovedi.

5.2.6 Učinek izstopajočega dogodka

Ljudje napačno ocenjujemo tveganja pri dogodkih, za katere menimo, da so manj verjetni (angl. *salience effect*). Takšni dogodki so navadno prezrti ali pa imajo preveliko težo. Dogodki z majhno verjetnostjo uresničitve so prvotno prezrti in postanejo precenjeni, ko pritegnejo pozornost zaradi opozoril (Dessain in Matray (2017)).

Tversky in Kahneman (1973) razlagata, da ljudje poenostavljajo oceno verjetnosti z uporabo heuristike, v tem primeru t. i. razpoložljivosti (*availability bias*). Heuristika razpoložljivosti izvira iz izkušenj, da je pogostejše dogodke lažje priklicati v spomin oziroma si jih predstavljati kot manj pogoste. Ko pride do ocene verjetnosti dogodka, večina ljudi ocenjuje, kako preprosto si je predstavljati primer ali situacijo, v kateri se je dogodek dejansko zgodil. Pomanjkljivost tega pravila je, da na razpoložljivost lahko vplivajo dejavniki, ki niso povezani z dejansko pogostostjo dogodka. Dejavniki, kot so nedavni izstopajoči dogodki ali njihova bližina, lahko vplivajo na razpoložljivost in ustvarijo razhajanja med zaznavnim in dejanskim tveganjem. Če se je nedavno zgodila naravna katastrofa (izstopajoč dogodek), je priklic katastrofe velik, zato je objektivna verjetnost precenjena. Navadno so takšni dogodki manj razpoložljivi in je njihova verjetnost prezrta. Bordalo, Gennaioli in Shleifer (2013) v svoji študiji raziskujejo učinek nedavnega izstopajočega dogodka na posameznikove odločitve. Njihove ugotovitve so, da odločevalci precenjujejo stanja, ki so pritegnila njihovo pozornost, medtem ko spregledajo druga. Dodatno odkrijejo, da so manjše verjetnosti predmet večje izkrivljenosti, ker niso odvisne od objektivne verjetnosti. Ugotovijo, da so manj verjetni dogodki precenjeni, če so posledice bolj izstopajoče, in podcenjeni v nasprotnem primeru.

5.2.7 Sidranje

Sidranje (angl. *anchoring*) se pojavi, ko je posamezniku predstavljena izhodiščna točka, na katero se potem opira, lahko pa tudi takrat, ko posameznik ocenjuje rezultat na podlagi nedokončanih izračunov (Tversky & Kahneman, 1974). V literaturi iz psihologije je opisano, da arbitražno izbrana referenčna točka (sidro) pomembno vpliva na končno oceno vrednosti in da je ocena vrednosti neustrezno prilagojena stran od referenčne točke proti vrednosti posameznikove ocene (Northcraft & Neale, 1987).

Stephan in Kiell (2017) sta raziskovala sidranje na podlagi napovedi cene nemškega delniškega indeksa DAX, ki vključuje delnice tridesetih najpomembnejših nemških družb. Posameznikom so pokazali grafikon gibanja cen v preteklih 21 mesecih. Udeležence so ponovno razdelili v dve skupini. Prvo so prosili, naj napove, ali bo 12 mesecev kasneje cena pod nizko postavljenim sidrom, drugo pa, ali bo nad visoko postavljenim sidrom. Oceniti so morali, v katerem intervalu cen bo indeks DAX. Rezultati so pokazali pričakovano: udeleženci so bili pod vplivom sidra, ki sta ga postavila avtorja, njihove napovedi so bile pod vplivom iztočnice.

5.2.8 Čredništvo

Čredništvo (angl. *herding*) je fenomen, ko poskušajo posamezniki posnemati vedenje drugih (Berk in DeMarzo, 2017). Razlogov za to je več. Prvič, nekateri verjamejo, da imajo drugi natančnejše oziroma bolj kakovostne informacije, in verjamejo, da bodo lahko izkoristili vedenje drugih, če jih bodo posnemali. Drugič, čredništvo je povezano z relativnim premoženjem posameznika. Posamezniki izberejo sledenje drugim tako, da kupujejo tvegane naložbe, zato vrednost teh naložb raste. Te tvegane naložbe postanejo privlačne za nove investitorje, ki z nakupi dodatno višajo ceno tvegane naložbe. Novi vlagatelji in čedalje višja cena vodijo v ustvarjanje mehurčka, ki kmalu počí. Tretji razlog, ki ga avtorja omenjata, je, da profesionalni upravljavci skladov tvegajo izgubo ugleda, če se njihove napovedi preveč razlikujejo od drugih (DeMarzo, Kaniel, Kremer, 2008). Chen (2013) povezuje čredništvo tudi s psihologijo investitorja, ko posameznik zaradi občutka varnosti raje sledi večini. Tudi Scharfstein in Stein (1990) opisujeta, da posamezen investitor sprejme enake odločitve kot drugi, da bi se izognil obžalovanju.

Brown, Wei in Wermers (2014) ugotovijo, da so upravljavci podjetij, ki so bolj zaskrbljeni za svojo kariero, bolj podvrženi upoštevanju in sledenju priporočilom analitikov.

5.2.9 Status nedejavnosti

Status nedejavnosti (angl. *status quo*) je pogost pojav pri varčevanju za starost. Ljudje dajejo prednost t. i. "statusu quo", kar je bilo dokazano v različnih eksperimentih z različnimi scenariji in okoliščinami. Standardna ekonomska teorija predvideva, da se bo posameznik odločil za optimalno odločitev glede na svoje preference, eksperimenti pa kažejo, da je posameznik pod vplivom predhodno izbrane opcije. V literaturi takšen predsodek imenujejo predsodek statusa nedejavnosti (Burton & Shan, 2013).

Samuelson in Zeckhauser (1988) nastanek statusa nedejavnosti delita na tri kategorije. Učinek je lahko posledica sprejemanja racionalnih odločitev ob prisotnosti transakcijskih stroškov in/ali negotovosti. Lahko je tudi posledica napačnih kognitivnih zaznav ali pa psihološka zaveza, ki izvira iz napačne ocene nepovratnih stroškov, izogibanja odločitvam, ki bi lahko vodile v obžalovanje, ali želje po konsistentnosti.

Sprejemanje racionalnih odločitev pogosto vodi do statusa nedejavnosti zaradi transakcijskih stroškov. Poznamo ogromno boljših rešitev za stvari, ki jih poznamo danes, vendar bi menjava preprosto povzročila prevelike transakcijske stroške. V ZDA je to nemetrični sistem merjenja, pri

katerem vztrajajo, čeprav ima metrični sistem merjenja mnogo prednosti. Univerzalen jezik, ki bi ga uporabljali vsi na svetu, ima ogromno prednosti, vendar bi to ponovno povzročilo ogromne transakcijske stroške glede na to, da poznamo več sto obstoječih jezikov. Status nedejavnosti je pri sprejemanju racionalnih odločitev podprt tudi zaradi prisotnosti negotovosti, ki posameznika prepriča, da raje ostane v službi, kjer je plačan manj, kot da bi iskal novo službo, kar je lahko počasno, drago in negotovo (Samuelson & Zeckhauser, 1988). Napačne kognitivne zaznave so povezane s predsodki nenaklonjenosti izgubi, uokvirjanja ter sidranja, ki so že bili oziroma bodo predstavljeni v nadaljevanju.

Psihološka zaveza vodi posameznika do tega, da sprejema drugačne odločitve, kot bi jih sprejemal racionalen posameznik. Primer za to so nepovratni stroški, ki jih posameznik dojema kot nekaj, zaradi česar je vredno vztrajati pri prvotni odločitvi. Posameznik ni naklonjen temu, da bi presekal nadaljnje izgube tako, da bi se znebil prvotne investicije. Večja kot je pretekla naložba, težje se ji odreče. Drug primer psihološke zaveze je izogibanje odločitvam, katerih rezultat bi lahko bilo obžalovanje. Posamezniki niso naklonjeni situacijam, v katerih morajo izbirati med več možnostmi, pri katerih obstaja možnost, da napačna izbira vodi do obžalovanja prvotne odločitve. S tem ko posameznik prvotne odločitve, ko so na voljo dodatne možnosti, ne spremeni, občuti iluzijo kontrole (Samuelson & Zeckhauser, 1988).

Status nedejavnosti lahko ima negativne učinke, kot je vztrajanje pri naložbah, ki niso donosne ali ustrezne za posameznikov portfelj. Omenjeni status je zelo priljubljen pri konservativnih ljudeh, ki vztrajajo pri prvotni odločitvi, čeprav trg ponuja priložnost za večje donose z enakim tveganjem. Predsodek postane še bolj očiten, ko je na trgu mnogo takšnih priložnosti. Strah in negativna čustva lahko izvirajo iz omejenega znanja vlagatelja, zato je pomembno, da se vpraša, ali je status nedejavnosti res tisto, kar mu pomaga doseči finančne cilje, ki si jih je zastavil (Sahi, 2015).

5.2.10 Odlašanje s pričetkom varčevanja

Literatura in teoretični temelji odlašanja (angl. *procrastination*) s pričetkom varčevanja so med najmanj razvitimi pristranskostmi, čeprav je kronično odlašanje pogosto in izčrpavajoče. Definicije različno vključujejo tudi stališča zamude, slabše rezultate, iracionalnost in čustveno razdraženost, ki so aplicirani na vsakdanje življenje ali akademsko okolje. Na univerzah in v poslovnem svetu je odlašanje povezano z nizko samozavestjo, večjo depresijo, socialno tesnobo, impulzivnostjo in vedenjsko neprilagodljivostjo. Kot rezultat se odlašanju pripisujejo pozno oddane naloge, prenatrpanost, socialna tesnoba in tesnoba pred testi. Rezultat je tudi strah pred napakami, kar pogosto vodi do manjše uspešnosti (Klassen, Krawchuk, Lynch & Rajani, 2008).

Odlasjanje je psihološka tendenca, da preložimo nekaj, kar je racionalno, še posebno v kontekstu varčevalnega vedenja. Vedenje je tesno povezano tudi s samokontrolo. Finančne odločitve zahtevajo natančno analizo in kljub zavedanju, da je lahko odlašanje z naložbo drago, se mnogokrat zgodi ravno to. Velike odločitve so navadno bolj kompleksne in stroški, ki nastanejo, spodbujajo k odlašanju (Ackert & Deaves, 2010). Odlasjanje je mogoče opaziti na vsakem koraku, znan

primer za to je zmanjševanje ogljikovih izpustov. Vsak posameznik odlaša zmanjševanje na jutri. To je tudi glavni razlog za to, da posamezniki redko spremenijo obnašanje, tudi če si tega želijo (Cartwright, 2018).

Ariely in Wertenbroch (2002) v svoji empirični raziskavi prideta do ugotovitve, da je odlašanje resnični vedenjski problem, ki ga ljudje strateško skušajo omejiti s tem, ko si sami postavljajo stroškovno neučinkovite skrajne roke. V študiji predstavita, kako si ljudje včasih postavijo skrajni rok, četudi to vodi do globe. Racionalen odločevalec, ki ima časovno konsistentne preference, si ne postavlja omejitev pri svojih odločitvah. Če ljudje impulzivno odlašajo in se tega tudi zavedajo, je postavljanje stroškovno neučinkovitih skrajnih rokov strateško in razumljivo. Dokazala sta, da postavljanje skrajnih rokov ne izboljša rezultata v primerjavi s skrajnimi roki, ki jih postavi nekdo drug. Kljub temu so skrajni roki, ki si jih posameznik postavi sam, boljši od maksimalno odloženih skrajnih rokov.

5.2.11 Samokontrola

Pogosto vprašanje je, zakaj ljudje ne varčujejo dovolj. Odgovor na to vprašanje je omejena samokontrola (angl. *self-control*) in odlašanje s pričetkom varčevanja. Obstajajo številni dokazi, da imajo ljudje težave s samokontrolo. Mnogi se z njo soočajo že pri odločitvi, ali po obroku jesti sladico ali se ji odreči. Posameznik se odloča med trenutnim zadovoljstvom in odloženim zadovoljstvom (dolgoročna izguba kilogramov). Večina se jih odloči za trenutno zadovoljstvo, čeprav se zavedajo, da to ni pravilna odločitev. Zavedamo se, da včasih potrebujemo disciplino in pravila. V primeru izgube kilogramov dieto zaznavamo kot pravilo, ki ga moramo upoštevati in ki nam zapoveduje, koliko kalorij dnevno lahko zaužijemo ter kje je meja še sprejemljivega. Obstaja mnogo združenj, ki pomagajo posamezniku doseči posamezen cilj. Ljudje, ki si prizadevajo varčevati za starost, se lahko odločijo za avtomatski mehanizem, da se denar nakaže na varčevalni račun ob nakazilu mesečne plače, in se s tem izognejo skušnjavi (Ackert & Deaves, 2010).

Varčevanje za starost zahteva več potrebnih karakteristik, da bi bili pri varčevanju uspešni: daljnovidnost, samokontrolo, navade, življenjska pričakovanja in ljubezen do potomcev. Samokontrola je nujno potrebna, saj je takojšnja potrošnja veliko bolj privlačna alternativa varčevanju za starost. Pomemben vpliv na samokontrolo ima občutek truda, ki je prisoten pri sprejemanju odločitev. Vključevanje truda, prisotnega pri samokontroli, vključuje tri elemente, ki so navadno izključeni iz ekonomskih analiz: notranji konflikt, skušnjavo in voljo. Definicija samokontrole nakazuje, da je posledica kompromisa med trenutnim zadovoljstvom in dolgoročno koristnostjo konflikt, ki ni prisoten pri drugih odločitvah, kot je npr. nakup bele ali modre majice. Pri odločitvah, ki so postavljene v omenjeni kontekst, mora biti koncept skušnjave nujno vključen zaradi očitnega dejstva, da so nekatere situacije bolj vabljive kot druge. Volja je resničen mentalni napor pri upiranju skušnjavi. Vedenjska teorija življenjskega cikla dopolnjuje standardno teorijo življenjskega cikla z vključevanjem omenjenih posebnosti. Samokontrola je tudi draga, saj morajo posamezniki uporabljati različne metode, kot so pokojninski načrti, pri spopadanju s težavnostjo prelaganja precejšnjega dela potrošnje do pokoja (Shefrin & Thaler, 1988).

Samokontrola je obetavni koncept pri potrošniških raziskavah in neuspešna samokontrola je pomemben razlog za impulzivne nakupe. Baumeister (2002) opisuje tri vzroke za neuspešno samokontrolo. Prvi vzrok so standardi, drugi proces kontrole in tretji operativna kapaciteta posameznika, da spremeni svoje vedenje. Če eden od omenjenih odpove, je samokontrola neučinkovita. Samokontrola je povezana z impulzivnim vedenjem, ki je razumljeno kot vedenje, ki ni nadzorovano, zato vodi do nenačrtovanih, spontanih impulzov.

5.2.12 Okvirjanje

Tvegane možnosti so ocenjene na podlagi možnih izidov in verjetnosti za posamezne izide. Kljub temu so lahko enake ocene možnosti izidov in enake verjetnosti za posamezne izide različno predstavljene (okvirjene), zato si jih vsak posameznik lahko razlaga drugače.

Szyszka (2013) okvirjanje razdeli na denarno iluzijo in miselno računovodstvo. Čeprav ljudje navadno poznajo razliko med realno in nominalno vrednostjo denarja, posameznik bolj vrednoti nominalno vrednost. Zaradi tega posameznik bolje sprejme dvig plače v višini dveh odstotkov ob štiriodstotni inflaciji kot pa znižanje plače za dva odstotka, če inflacije ni. Empirični podatki kažejo, da so strateško izbrane referenčne točke pomembne in vplivajo na vlagatelje. Izjave za javnost zahtevajo pozitiven kontekst oziroma okvir, kar pa mora biti podkrepjeno tudi s pozitivno izbranim besediščem. Povečanje, višje, bolje so le nekatere izmed besed, ki jih podjetja uporabljajo, da dosežejo pozitiven učinek pri vlagateljih. Besedna komunikacija vpliva na trg. O pomembnosti in predvsem vplivu, ki ga ima besedna komunikacija, govori npr. Henry (2008), ki pokaže, da uspešna podjetja v nagovoru uporabljajo preprosto in razumljivo besedišče, medtem ko so negativna presenečenja predstavljena z dolgimi objavami in večjo kompleksnostjo teksta.

Pri okvirjanju je pomembno tudi, kdaj je informacija objavljena. Če ima podjetje dobre novice, potem je ustrezen čas takrat, ko bodo vlagatelji na to pozorni. Med drugim se obdobje podajanja informacij nanaša tudi na to, da v času objave vzporedno ne poteka še kakšen drug pomemben dogodek, ki morda s podjetjem tekmuje za pozornost vlagateljev (Szyszka, 2013).

Teorija izgledov loči med dvema fazama v procesu odločanja, in sicer govorimo o fazah okvirjanja in urejanja, ki jima sledi faza vrednotenja. Prvo fazo sestavlja preliminarna analiza problema odločitve, ki uokvirira problem, določi možnost ali naključnost problema in njegov možen razplet. Uokvirjanje je pod vplivom sloga ali načina, v katerem je problem predstavljen, prav tako pa na uokvirjanje vplivajo norme, navade in pričakovanja odločevalca. Pred fazo vrednotenja poteka še faza izključevanja običajnih komponent in izločanje možnosti, ki dajejo vtis, kot da so pod dominacijo drugih. V drugi fazi sledi vrednotenje in nazadnje izbor najvišje vrednotenega izida. Odločitev je sprejeta tako, da zaznamo bolj dominantno rešitev ali pa primerjamo posamezne vrednosti (Tversky in Kahneman, 1986).

Okvirjanje temelji na kognitivnih in čustvenih dejavnikih. Kognitivni dejavniki se nanašajo na miselno preoblikovanje informacije, cilj pa je ustvarjanje izida v obliki dobička ali izgube. Čustveni dejavniki vplivajo na to, da ljudje občutijo izgube bolj čustveno kot dobičke primerljivih velikosti, zato imajo raje okvire, ki prekrivajo izgube. Izgube so še bolj problematične, ko se posameznik

počuti odgovornega za sprejeto odločitev, ki je vodila do izgube. Takšna odgovornost se izraža s čustvom obžalovanja. Posamezniki čustva težko nadzirajo zaradi slabe samokontrole, zato mnogi uporabljajo okvirjanje, da se s tem lažje soočajo (Shefrin, 2002).

5.2.13 Miselno računovodstvo

Miselno računovodstvo (angl. *mental accounting*) je se nanaša na organizacijo, ovrednotenje in nadzor nad finančnimi aktivnostmi posameznika ali gospodinjstev. Miselno računovodstvo krši ekonomsko pravilo o zamenljivosti. Denar v enem miselnem računu ni popoln substitut denarju v drugem. Zaradi kršitve pravila o zamenljivosti je miselno računovodstvo pomembno. Thaler (1999) kot glavni vzrok za raziskovanje miselnega računovodstva navaja željo po izboljšanju razumevanja psihologije izbire. Poznavanje procesa miselnega računovodstva nam pomaga razumeti dejavnike izbire.

Thaler (1999) loči dve vrsti koristnosti pri nakupu: nakupno koristnost in transakcijsko koristnost. Nakupna koristnost je vrednost kupljene dobrine, kot jo zaznava potrošnik relativno glede na njeno ceno, kar sovпада z ekonomskim konceptom potrošniškega presežka. Je vrednost, ki bi jo potrošnik postavil, če bi dobrino dobil kot darilo in pri tem odštel plačano ceno. Transakcijska koristnost pa je definirana kot razlika med plačilom in referenčno točko dobrine, kar je običajna cena, ki jo potrošnik pričakuje, da jo bo plačal za ta produkt. Ležimo npr. na plaži in si zaželimo mrzle pijače, nakup pa je možen v bližnjem hotelu ali v manjši trgovini z živili. Ker se cene lahko razlikujejo, se vprašamo, koliko smo pripravljeni plačati za pijačo na dveh različnih lokacijah. Postavimo si referenčno točko, to je ceno, ki smo jo pripravljeni plačati. V hotelu smo pripravljeni za pijačo odšteti 2,5 EUR, v trgovini pa 1,2 EUR. Ljudje smo v različnih okoljih pripravljeni plačati različno in si glede na to tudi postavimo referenčno ceno. To ne sovпада s standardnim ekonomskim modelom, kjer naj bi bila potrošniška izkušnja enaka v obeh primerih ne glede na lokacijo. Če se odpravimo v trgovino, kjer pijača stane 1,8 EUR, se zaradi prej postavljenih referenčnih točk ne odločimo za nakup, čeprav bi bili v drugih okoliščinah ta znesek pripravljeni plačati. To je primer opuščanja nakupne odločitve zaradi občutne negativne transakcijske koristnosti.

Vedenjski vlagatelji ustvarjajo svoj naložbeni vedenjski portfelj z razdeljevanjem portfelja na različne miselne račune kot sloje v portfeljski piramidi. Prvi sloj, sestavljen iz različnih miselnih računov, je lahko manj tvegan, ustvarjen za primer krize in predstavlja varne naložbe, ki posameznika varujejo pred revščino. Drugi sloj pa je lahko bolj osredotočen na potencial, ki ga lahko doseže posameznik s svojimi naložbami, in je bolj tvegan. Kljub temu da gre za enega investitorja, ima lahko več različnih miselnih računov, kjer se njegovo vedenje razlikuje, zato je lahko posameznik hkrati naklonjen in nenaklonjen tveganju. Manj tvegani miselni računi so navadno sestavljeni iz kombinacije dobro razpršenih delnic in obveznic ali kakšnih bolj konservativnih vzajemnih skladov, medtem ko je bolj tvegan miselni račun sestavljen iz nerazpršenih delnic in agresivnih vzajemnih skladov (Statman, 2014).

5.3 TEORIJA ŽIVLJENJSKEGA CIKLA

Premoženjska teorija opisuje optimalno kombinacijo različnih naložb, kot so delnice in obveznice, brez upoštevanja varčevalnih zmožnosti in potrošnih potreb posameznika. Teorija življenjskega cikla to teorijo dopolnjuje s tem, ko opisuje kopičenje sredstev v portfelju (varčevanje) kot spremembo denarja v naložbe in kasneje v obratni smeri, pretvarjanje naložb v denar (razvarčevanje). Kopičenje navadno poteka v času delovne dobe znotraj življenjskega cikla posameznika, medtem ko prodaja naložb poteka, ko smo že v pokoju (Statman, 2017a). V naslednjih poglavjih opisujemo standardno teorijo življenjskega cikla in vedenjsko teorijo življenjskega cikla.

5.3.1 Standardna teorija življenjskega cikla

Standardna teorija življenjskega cikla je del teorije neoklasičnih financ. Teorijo življenjskega cikla sta Modigliani in Brumberg opisovala že leta 1954, ko sta nadgradila Keynesove trditve, da posameznik varčuje večji delež, če se njegov prihodek poveča. Avtorja trdita drugače, in sicer da je delež prihrankov neodvisen od prihodkov. Njun pristop temelji na dveh trditvah. Prva trditev je, da je glavni razlog varčevanja zagotoviti rezervo, ki naj bi nas varovala tako pred večjimi variacijami v prihodkih, ki se navadno pojavijo med življenjskim ciklom gospodinjstva, kot tudi pred manj sistematičnimi kratkoročnimi fluktuacijami v prihodkih in potrebah. Druga trditev je, da je rezerva, ki si jo želi in lahko privošči gospodinjstvo tako za pokojnino kot za nujne primere, v povprečju sorazmerna z osnovnimi prihodki, medtem ko je število let ustvarjanja rezerve večinoma neodvisno od velikosti prihodkov.

Standardna teorija življenjskega cikla zagovarja tezo, da je edini razlog za varčevanje kasnejša potrošnja. Optimalen izid omenjene teorije varčevanja za starost bi bil, da bi v zadnjem dihu našega življenja porabili zadnji evro, ki smo ga privarčevali. Posameznik si želi enakomerno in gladko potrošnjo skozi življenjski cikel. Natančneje, želimo si enakomerno mejno koristnost potrošnje in prostega časa. Prvotno eksplicitno in implicitno ocenimo premoženje svojega življenjskega cikla: trenutno vrednost trenutnih prihodkov, trenutnega kapitala in prihodnjih prihodkov. Omenjena vrednost je naša osnova za izbiro načina varčevanja in porabe za enakomerno porabo v življenjskem obdobju. Teorija predvideva, da letno trošimo enako premoženje življenjskega cikla, četudi se trenutni prihodek in kapital ter prihodnji prihodki razlikujejo med leti. Težava, ki se pojavi v realnosti, je, da ljudje težko ocenimo, kakšno je premoženje našega življenjskega cikla, kakšno je življenjsko pričakovanje in kakšne bodo prihodnje potrošniške potrebe. Zaradi takšnih negotovih dejavnikov smo izpostavljeni tveganju, da nam zmanjka denarja, preden umremo. Da bi se izognili omenjeni situaciji, je potrebna zadostna samokontrola, da prihranimo ustrezen, ampak ne prevelik znesek za pokojnino skozi delovno dobo, da ne porabimo naših prihrankov prehitro, že med delovno dobo, ali prepočasi med upokojitvijo (Statman, 2017a).

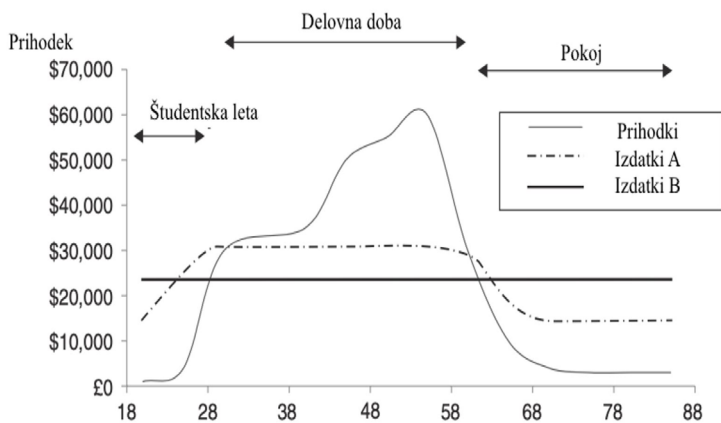
Pri standardni teoriji življenjskega cikla se predpostavlja, da posameznik ne loči med vrednostjo v obliki kapitala (finančne naložbe, nepremičnine in premičnine) in med vrednostjo v denarni obliki. Cartwright (2018) to poimenuje zamenljivost, ki pomeni, da je vsaka vrednost enaka ne glede na obliko, v kateri je izražena, in jo je mogoče preprosto zamenjati. Shefrin in Statman (1984)

v svoji raziskavi opišeta, kako ljudje pravzaprav razlikujemo med spremembo v ceni finančnih naložb in spremembo v višini dividende ter kako smo pripravljene upravljati prihodke (plačo, dividende), ne pa tudi posegati v kapital (prodaja vrednostnih papirjev ali nepremičnin).

Standardna oblika teorije življenjskega cikla se ujema z investitorjem, ki pretvori kapital v denar takrat, ko ga porablja. Ujema se tudi z obravnavo finančne likvidnosti, kjer se finančno likvidne naložbe pretvorijo v denar pred nelikvidnimi. Naložbe so finančno likvidne, ko obstaja možnost hitre spremembe v denar po trenutni tržni ceni. Po drugi strani se omenjena teorija ne ujema z ugotovitvijo, da posamezniki držijo precej denarja za potrebe potrošnje, medtem ko mejna koristnost jasno kaže, da bi bilo bolje varčevati v finančnih naložbah. Predpostavka, ki jo ima opisana teorija standardne oblike življenjskega cikla, je, da ljudje ne potrebujejo navodil ali pomoči pri tem, kako razporediti potrošnjo in varčevanje skozi obdobje življenjskega cikla. Posredovanje (vloga) države ni potrebno, saj ljudje brez kognitivnih in čustvenih napak ocenjujejo premoženje življenjskega cikla, temu ustrezno varčujejo in tudi trošijo svoj stalni prihodek (Statman, 2017b).

Za teorijo življenjskega cikla, kot sta jo zastavila Modigliani in Brumberg, Shefrin in Thaler (1988) menita, da temelji na preveč poenostavljenih predpostavkah, da bi karakterizirale dobro definiran problem. Nekateri avtorji so kasneje poskušali testirati hipotezo življenjskega cikla, pri čemer so imeli mešan uspeh. Kljub eleganci in razumskosti se testiranje modela življenjskega cikla ni posrečilo, uspeha niso dosegli niti pri testiranju modela na podlagi presečnih mikropodatkov. Predlagani so bili mnogi popravki, ki so jih dodali teoriji za prilagoditev podatkom, npr. motiv zapuščine, nepopolnost hipoteze kapitalskih trgov, domneva, da se funkcija koristnosti pri potrošnji spreminja skozi čas, in tudi navajanje pričakovanj o bodočih prihodkih. Omenjene prilagoditve so bile navadno ustvarjene posebej za ta namen, ker so bile potrebne za razlago odstopanj v empiričnih rezultatih. Avtorja sta zato predlagala, da se ustvari bolj vedenjsko realistična teorija, ki je tudi predstavljena v naslednjem poglavju.

Slika 24: Ilustracija enakomerne potrošnje



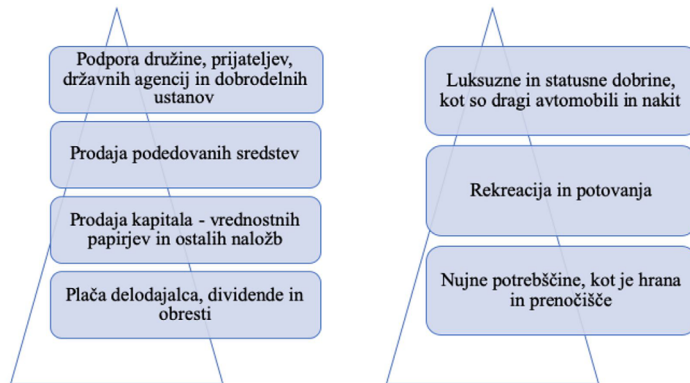
Vir: Prirejeno po Cartwright (2018).

Cartwright (2018) v svojem delu na kratko povzame standardno teorijo življenjskega cikla. Osnovna ideja je, da mora oseba oceniti svoj dolgoročni pogled na bodoče prihodke in enakomerno potrošnjo skozi čas, da bi maksimirala pričakovano koristnost. Primer na sliki 25 prikazuje, kako prihodki močno nihajo skozi različna obdobja posameznikovega življenja. Če si posameznik želi bolj enakomerno potrošnjo, si izposodi sredstva v študentskih letih, varčuje v času delovne dobe in porablja privarčevana sredstva v pokoju. Standardna teorija življenjskega cikla predvideva optimalno porabo, kot jo na grafikonu prikazuje premica B, v realnosti pa je bolj verjetna poraba, kot jo prikazuje premica A.

5.3.2 Vedenjska teorija življenjskega cikla

Vedenjska teorija življenjskega cikla je del teorije vedenjskih financ in govori o tem, da je naša želja po varčevanju sestavljena iz predhodno opisanih uporabnih, socialno-ekonomskih in čustvenih koristi od premoženja. Te koristi so posledica potrošnje za nujne stvari, kot so hrana in zavetje, nenujne, kot sta rekreacija in potovanje, ter razkošne stvari, kot so dragi avtomobili in nakit. Poleg omenjenih koristi, ki jih prinaša potrošnja, teorija opisuje tudi, da že sama last premoženja brez potrošnje prinaša socialno-ekonomsko in čustveno korist. Osebna varčevalna usmerjenost posameznika nam pove, kako dosledno varčuje in kako trajnostne so njegove varčevalne aktivnosti, kar odraža osebne navade, ki so ukoreninjene v življenjski slog. To se meri z odgovori na vprašanja o dnevni aktivnostih in varčevalnih navadah. Vedenjska teorija življenjskega cikla zagovarja, da bi morali ljudje ustvariti ravnovesje med svojimi potrebami po potrošnji in varčevanjem z uokvirjanjem, miselnim računovodstvom in samokontrolo (Statman, 2017a). Omenjene vedenjske predsodke predstavimo v nadaljevanju.

Slika 25: Piramida virov proračuna in piramida porabe proračuna



Vir: Prirejeno po Statman (2017a).

Vedenjska teorija življenjskega cikla vsebuje tudi dve piramidi, ki ju Statman (2017a) poimenuje viri proračuna in poraba proračuna (slika 26). Viri proračuna so razporejeni po slojih od tistih, ki jih izkoriščamo najprej, do tistih, ki se izkoristijo najkasneje. Dno piramide sestavlja prihodek, ki ga zagotavljajo delodajalec, dividende in obresti, prihodki socialnega varstva in prihodki iz programa z določenimi pravicami. Sledi sloj virov prihodkov s prodajo vrednostnih papirjev, tudi tistih v 401(k) ali individualnih pokojninskih računih, ter nazadnje prihodkov iz programa z določenimi prispevki. Sledi sloj podedovanih sredstev in njihove prodaje, v najvišji sloj pa se uvrščajo družina in prijatelji, država ter dobrodelna društva za vse tiste, ki dobijo malo ali skoraj nič iz nižjih slojev piramide. Tudi Schooley in Worden (2008) trdita, da posameznik prej porabi dostopnejše in zato bolj mamljive oblike premoženja. Trenutna sredstva, kot je npr. denar, se porabljajo prej. Sledi trenutno premoženje, kot so varčevalni računi, vzajemni skladi ter vrednostni papirji, nazadnje pa se porablja denar iz nepremičnin ter varčevalnih računov za pokojnino.

Piramida porabe proračuna je strukturirana tako, da so na dnu sloji z visoko potrošno prioriteto, na vrhu pa tisti z manjšo. Na dno se zato uvrščajo nujne potrebščine, kot sta hrana in prebivališče. Sem se uvrščajo tudi podpore potrebna mladina in ostareli starši ter invalidni bratje ali sestre. Sledi sloj, kamor uvrščamo rekreacijo, potovanja, darila in manjše dobrodelne prispevke. Prihranki se lahko znajdejo visoko v piramidi porabe potrošnje, pri drugih pa bolj pri dnu. Na vrhu je sloj, kamor uvrščamo luksuzne in statusne dobrine, kot so nakit, dragi avtomobili, visoki dobrodelni prispevki in zapuščine (Statman, 2017a).

Vprašanje, ki razdvaja teoriji življenjskega cikla, je, ali posameznik pri nakupnih odločitvah razlikuje med kapitalom in prihodki. Medtem ko standardna teorija predpostavlja, da posameznik ne razlikuje med omenjenima oblikama, pa vedenjska teorija predpostavlja razlikovanje. Ljudje so pripravljene potrošiti prihodke, vendar pa so zadržani pri poseganju v kapital (Statman, 2017a).

Kot smo že zapisali, v standardni teoriji življenjskega cikla ni prostora za vlogo države, medtem ko v vedenjski teoriji življenjskega cikla opazimo ravno obratno. Ta nas varuje pred kognitivnimi in čustvenimi napakami in pred željami, kot je trenutna potrošnja vsega razpoložljivega

imetja, kar obremeni potrebe, kot je varčevanje za starost. Obvezna socialna zavarovanja, kot so pokojninsko in invalidsko zavarovanje, zdravstveno zavarovanje, zavarovanje za starševsko varstvo in zavarovanje za primer brezposelnosti, predstavljajo vladno obliko zavarovanj, v katera je posameznik avtomatsko vključen in kamor prispeva del svojega mesečnega prihodka. Tako država zagotavlja posamezniku minimalna sredstva, saj mu omogoča preživetje tudi v primeru, ko sam ni dodatno varčeval (ZZZS, brez datuma). Države v nekaterih primerih spodbujajo varčevanje tudi tako, da omogočajo preložitve davka, posledično pa tiste, ki se odločijo za predhodno porabo sredstev, dodatno denarno kaznujejo (Statman, 2017a).

Shefrin in Thaler (1988) kot eno izmed glavnih predpostavk vedenjske teorije življenjskega cikla omenita, da gospodinjstva komponente premoženja vidijo kot nezamenljive, kar se razlikuje od predpostavke standardne življenjske teorije. To pomeni, da en evro v denarju ni enako kot en evro v finančnih naložbah ali en dolar v nepremičnini. Avtorja se zavedata, da kritiziranje resničnosti predpostavk ekonomskih teorij ni izvirno. Banalno je tudi izpostaviti, da so le redki potrošniki zmožni izračunati neto sedanjo vrednost. To spoznanje ne pomaga ustvariti boljše teorije. Avtorja se odločita, da bosta standardno teorijo življenjskega cikla oplemenitila z vključitvijo treh pomembnih vedenjskih značilnosti, ki navadno manjkajo v ekonomskih analizah. Vse tri smo že omenili in jih predstavimo tudi v nadaljevanju. Samokontrola je lahko draga, zato posamezniki uporabljajo raznovrstne načine, kot so pokojninski načrti in pravilo palca, da bi se soočili s problemom odlašanja varčevanja deleža prihodkov, namenjenega za varčevanje za pokojnino. Miselno računovodstvo je naslednja značilnost, ki jo predlagajo vedenjske finance. Z uporabo miselnega računovodstva se krši pravilo zamenljivosti, da so sredstva, ki so obravnavana kot premoženje, manj mamljiva kot tista, ki so obravnavana kot prihodek. Kot zadnjo značilnost pa avtorja omenita uokvirjanje, ki vpliva na dojetje prihodka.

Shefrin in Statman (1984) razlagata, zakaj nekateri investitorji dajejo prednost dividendam. Bistvo njunega argumenta je, da dividende in kapital niso obravnavani enako ter jih ne moremo označiti kot popolna substituta. Avtorja sta z modelom zmožna določiti demografske lastnosti tistih, ki dajejo prednost višjim ali nižjim dividendam. Njuna teorija kaže na to, da so investitorji pripravljani plačati premijo za denar iz naslova dividend zaradi samokontrole, želje po ločevanju prihodkov in želje, da bi se izognili obžalovanju. Višji davki v primeru dividendnih izplačil se lahko interpretirajo kot cena za samokontrolo, ločevanje prihodkov, zmanjšanje obžalovanja ali pa kot skupek vseh treh. Teoretično se takšen potrošnik obravnava kot neracionalen. Posameznik, ki ima težave s samokontrolo, kot je impulzivno kupovanje, je prisiljen v iskanje alternativ, ki vključujejo tudi takšne stroške. Shefrin in Statman (1984) posamezniku, ki se želi izogniti dvojni obdavčitvi, predlagata, naj ustvari portfelj, sestavljen iz visoko donosnih obveznic in delnic, ki ne izplačujejo dividend. Potrošnja naj se financira izključno s kuponi obveznic.

Tabela 18: Standardna in vedenjska teorija življenjskega cikla

Standardna teorija življenjskega cikla	Vedenjska teorija življenjskega cikla
1. Ljudje želijo enakomerno porabo skozi celotno obdobje življenjskega cikla in lahkotno reševanje konfliktov med potrošniškimi željami in varčevalnimi potrebami.	1. Ljudje si želijo več kot le enakomerno potrošnjo skozi obdobje življenjskega cikla. Želijo si celoten skupek uporabne, socialno-ekonomske in čustvene koristi od premoženja, prav tako pa tudi čustvene koristi od lastništva premoženja, ne da bi ga dejansko porabljali. Tudi tisti, ki si želijo enakomerne porabe skozi celotno obdobje življenjskega cikla, včasih težko rešijo konflikte med potrošniškimi željami in varčevalnimi potrebami.
2. Ljudje ne potrebujejo pripomočkov in pomoči pri reševanju konfliktov med različnimi potrebami in željami.	2. Ljudje zgladijo konflikte med potrebami in željami z uporabo različnih metod, kot so uokvirjanje, miselno računovodstvo in samokontrola. Omenjene metode preprečujejo poseganje v katerekoli druge, razen za to predvidene račune.

Vir: Prirejeno po Statman (2017a).

Vedenjsko teorijo življenjskega cikla je raziskoval tudi Levin (1998), ki je na podlagi empiričnih raziskav predstavil štiri ugotovitve svoje analize. Prvič, potrošnja je veliko bolj občutljiva za spremembe v prihodkih in manj občutljiva za spremembe v premoženju. Drugič, posameznik sredstev ne jemlje kot zamenljiva. Tretja ugotovitev je, da likvidnostne omejitve vplivajo na potrošnjo, vendar ne tako, kot opisuje standardna teorija življenjskega cikla, ampak zaradi finančnih ali psiholoških transakcijskih stroškov. Zadnja ugotovitev pa je, da je znesek, porabljen za določeno dobrino, odvisen ne samo od posameznikovih celotnih prihodkov, ampak tudi od tega, kako so prihodki razdeljeni med različne naložbe. Tabela 18 povzema primerjavo omenjenih dveh teorij življenjskega cikla.

5.3.3 Potrošniška vrzel

V teoriji je bistvo varčevanja in investiranja za pokojnino to, da po končani delovni dobi uživamo in porabljamo denar, ki smo ga privarčevali. Realnost, podkrepjena z empiričnimi raziskavami, odstopa od teoretične trditve. Ljudje v pokoju večinoma povečujejo vrednost premoženja in ga neradi porabljajo. Te ugotovitve kažejo na potrošniško vrzel (angl. *consumption gap*) med tem, kaj naj bi ljudje v pokoju porabljali, in tem, kaj dejansko porabijo. Čeprav je dejstvo, da privarčevanih sredstev ne moremo vzeti s sabo in jih porabljati potem, ko umremo, vse raziskave kažejo na to, da je enakomerna potrošnja v času pokoja v realnosti dokaj redek pojav (Kitces, 2016). Ando in Modigliani (1963) opisujeta, da upokojenec razdeli svoje premoženje, da bi financiral svojo potrošnjo v pokoju. Premoženje ustvari med delovno dobo, da bi ga kasneje porabljal. Omenjeno logiko podpira prej opisana standardna teorija življenjskega cikla, ki predvideva enakomerno razporejanje finančnih sredstev za potrošnjo.

Upokojenec, ki želi določiti optimalno porabo v obdobju upokojitve, mora pravilno oceniti živeljnjsko pričakovanje, donosnost naložb, zdravstvene stroške, ugodnosti socialnega varstva, podedovana sredstva in prihodke pokojnine. Ugodnosti socialnega varstva in prihodke pokojnine

je lahko oceniti in jih posledično razdeliti po obdobjih, več težav nastane pri ocenjevanju ostalih negotovih dejavnikov. Prvi primer sta življenjsko pričakovanje in donosnost naložb. Pri starejših se zaradi kognitivnih izkušenj pojavi problem precenjevanja tveganja, ki nastane življenjskim pričakovanjem in predvsem s stroški zdravljenja. Zaradi nenaklonjenosti tveganju se bojijo prodati sredstva, da bi financirali porabo. Tudi tisti, ki imajo višje prihodke oziroma več sredstev v času upokojitve, zmanjšajo svoje izdatke. Čeprav bi si lahko npr. privoščili obroke v restavracijah, se za to ne odločajo, kar pa lahko pojasnujemo tudi s tem, da imajo v pokoju več časa za pripravo hrane doma (Browning, Guo, Cheng & Finke, 2016).

Vlogo pri potrošniški vrzeli imajo tudi finančni načrtovalci, ki bi morali ponovno preučiti portfeljske cilje, ki so jim sledili v fazi zbiranja sredstev. Zamenjati bi jih morali z varnejšimi in prihodkovno učinkovitejšimi naložbami. Nizka raven porabe sredstev bi morala biti znak za finančne načrtovalce, da bi drugače uokvirili odnos med tveganjem in donosom pri optimalnih varčevalnih naložbah za starost. V pokoju sta bolj kot učinkovitejši tržni donos pomembni stabilnost in zanesljivost naložb, ki bi uspešno zmanjševale tveganje negotovega življenjskega pričakovanja in zdravstvenih stroškov. Če bi imel upokojenec zagotovljene prihodke iz rentnih produktov, čeprav so ti produkti nizko donosni, bi imel večjo željo po potrošnji, saj bi s tem povečal gotovost prihodnjih prihodkov in bi še vedno imel dovolj sredstev za izdatke v zadnjem življenjskem obdobju (zdravstveni stroški). Za pretvarjanje privarčevanih sredstev v rento se upokojenec ne odločajo zaradi več razlogov. Poleg že omenjene nedonosnosti imajo rentni produkti visoke začetne stroške in tudi letne pristojbine. Rentni produkti se omenjajo kot zavarovanje pred napačno ocenitvijo življenjskega pričakovanja in pred nepredvidenimi stroški, ne pa kot investicija. Renta velja za slabo naložbo, saj v primeru zgodnje smrti mesečne rente ostanejo neizplačane. Velja tudi obratna logika, da je v primeru dolge življenjske dobe upokojenec dobil izplačanih več sredstev, kot jih je privarčeval. Zagotovljeni prihodki iz rentnih produktov bi povečali samozavest upokojencev in spremenili vzorec potrošnje, zato bi bil ta bolj v skladu s cilji, ki so posameznika v času delovne dobe motivirali za varčevanje (Browning, Guo, Cheng & Finke, 2016; Schooley & Worden, 2013).

Vedenjska teorija življenjskega cikla opisuje, da se ljudje obnašamo tako, kot da smo v neprestanem konfliktu med dvema osebnostma: med načrtovalcem in izvrševalcem. Načrtovalec razmišlja dolgoročno, medtem ko je izvrševalec bolj zaskrbljen nad trenutno situacijo. Finančno vedenje posameznika skozi življenjsko dobo je določeno z zmožnostjo kontrole impulzov in z njimi povezanih stroškov (Strömbäck, Lind, Skagerlund, Västfjäll & Tinghög 2017). Zelo znan je eksperiment s penicami pri otrocih, ki so ga izvedli Mischel, Ebbesen in Raskoff Zeiss (1972). Namen eksperimenta je bil, da preučijo mehanizme, ki nastanejo pri odloženem zadovoljstvu. Otroci so lahko izbirali med manj privlačno takojšnjo nagrado ali pa med čakanjem na privlačnejšo, vendar časovno bolj oddaljeno nagrado. Prišli so do ugotovitve, da so otroci zmožni čakati mnogo dlje, če se pri tem zamotijo z nečim drugim, predvsem z zabavnimi stvarmi. Kadar razmišljajo o žalostnih stvareh ali pa o nagradi sami, se čas čakanja skrajša. Avtorji so tako ugotovili, da je posameznik lahko med čakanjem mirnejši, če pričakuje, da bo tako resnično dobil večjo nagrado, in če si jo tudi močno želi. Svojo pozornost mora pri tem preusmeriti drugam in se zaposliti z notranjim kognitivnim razvedrilom. Kakršnokoli stanje, ki odvrta pozornost od nagrade, pripomore k daljšemu čakanju. Posameznik mora premisliti o tem, kaj pričakuje, in se na to tudi periodično opominjati. Preostali čas je treba zapolniti z drugimi, manj neprijetnimi notranjimi in zunanji

dražljaji. Kasneje so ugotovili tudi, da so bili tisti, ki so se bili zmožni upirati dlje časa, uspešnejši v skoraj vseh situacijah. Imeli so boljše ocene, študijske dosežke, bolj so cenili sebe in svoje dosežke, bolje so se znali spopadati s stresom. Vztrajnejši so bili tudi manjkrat odvisni od drog in imeli manjši indeks telesne mase. Moffitt in drugi (2011) v svoji raziskavi, kjer so merili več različnih stališč samokontrole, med drugim tudi impulzivno agresijo in hiperaktivnost, najdejo podobne vzorce pri različnih posameznikih, ki so jih spremljali do 32. leta starosti. Tisti, ki so imeli kot otroci večjo samokontrolo, so bili v boljši fizični kondiciji in bolj zdravi, imeli so višji socialno-ekonomski status in bolj verjetno bili lastniki domov. Prav tako so tisti, ki so izkazali večjo raven samokontrole, tudi varčevali za starost in so manjkrat prekršili zakon.

Vedenjska teorija življenjskega cikla sloni na predpostavki, da ima samokontrola pozitiven učinek na vedenje pri varčevanju. Strömbäck, Lind, Skagerlund, Västfjäll in Tinghög (2017) v raziskavi potrdijo omenjeno hipotezo, hkrati pa pokažejo, da ima samokontrola pozitivne učinke na splošno finančno vedenje posameznika. Samokontrola ima večji učinek na finančno vedenje, kot meni vedenjska teorija življenjskega cikla. Ljudje s sposobnostjo samokontrole nimajo toliko težav s tesnobo, povezano s finančnimi zadevami, so bolj brezskrbni in samozavestni, zadovoljni s trenutnim stanjem ter prihodnjo finančno situacijo. Na finančno vedenje in finančno blaginjo poleg samokontrole vpliva tudi pozitivno in preudarno mišljenje. Statman (2017a) poudari, da je problem samokontrole povezan tudi s čedalje večjo kompleksnostjo finančnih produktov. Kompleksnost je očitna zlasti pri strukturiranih produktih, kot so indeksne anuitete, ponujene posameznim vlagateljem. Zapletenost vlagatelje zmede in jih zavaja k nakupu produktov, prodajalci pa zaradi njihove nevednosti s tem pridobijo. Še večja težava nastane pri ponudbi finančnih produktov neinformiranim vlagateljem.

5.3.4 Primeri vedenjske teorije življenjskega cikla v praksi

Posameznik je v življenju izpostavljen mnogim dejavnikom, ima takojšen dostop do novih informacij, količina in kakovost pa vplivata na njegove odločitve. Na sprejemanje odločitev vpliva tudi predhodno znanje, ki ga ima o tematiki. Teoretično znanje je nadgrajeno s praktičnimi izkušnjami, ki jih je posameznik pridobil skozi življenje ali pa jih je opazil pri drugih. S primeri vedenjske teorije življenjskega cikla želim opisati tako banalne primere kot tudi bolj sofisticirane in tiste, s katerimi se v vsakdanjem življenju srečujemo redkeje.

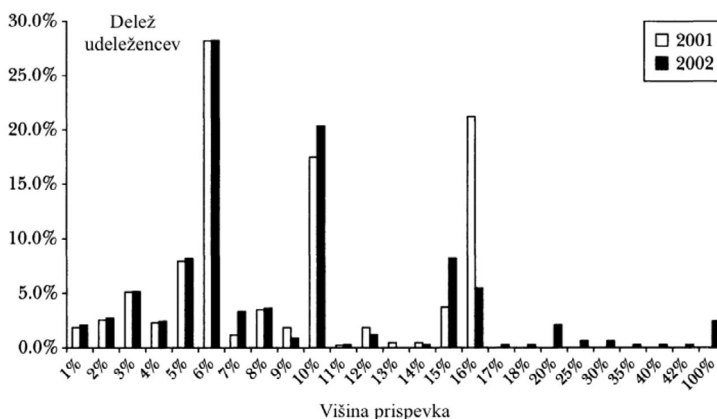
Osnovni primer vedenjske teorije življenjskega cikla je, da posameznik različnih oblik enakih vrednosti nima za zamenljive in jih s pomočjo miselnega računovodstva razporeja drugače. Dostopnejše in zato bolj vabljivo premoženje porablja prej. Primer tega je, da za plačilo pralnega stoja prej izberemo gotovino, kot pa da bi prodali delnice ali enako ovrednoten del našega ozemlja. Mnogo raziskav kaže na to, da posameznik privarčuje veliko več oziroma zapravlja dosti manj, če se odloči, da bo sredstva naložil v oblike, kjer je ponovna zamenjava v denar bolj zapletena. Primer za to so pokojninski računi, kjer posameznik za predčasen dvig plača tudi denarno kazen. Pri večjih naložbah so lahko to tudi nepremičnine ali umetnine. Ob večji samokontroli pa je dovolj že odločitev gospodinjstva, da mesečno na varčevalni račun prenese nekaj odstotkov celotnega prihodka ali pa celotni letni bonus (Schooley & Worden, 2008). Benartzi in Thaler (2007) empirično prikažeta primer hevristike v praksi, ki vpliva na posameznikovo vedenje skozi življenjski cikel.

Ugotovita, da posameznik navadno porabi relativno malo časa pri določanju višine prispevkov ali pri naložbenih odločitvah, povezanih z varčevanjem. Dejstvo, da se porabi tako malo časa pri tako pomembnih odločitvah, je zaskrbljujoče. Ugotavlja se, da ljudje uporabljajo hevristiko, ki jim pomaga sprejemati hitre odločitve.

Na sliki 27 je prikazana razporeditev višine prispevkov za varčevanje za starost v letih 2001 in 2002 pri tistih, ki so se priključili večjim pokojninskim načrtom v ZDA. Višina prispevka je odstotek prihodka, ki ga posameznik nameni za varčevanje. Iz slike so razvidne tri hevristike. Prva je izbira večkratnika števila pet, kjer je mogoče zaznati večji delež udeležencev. Druga hevristika je izbira najvišje možne vrednosti (leta 2001 je bilo to 16 %, leto kasneje se je vrednost dvignila na 100 %) in tudi 16 % je izbralo velik delež udeležencev. Zadnja hevristika pa je, da se posameznik odloči za najvišji delež, pri katerem delodajalec še izenači višino prispevka. V tem pokojninskem načrtu je bilo to 6 %. Največ udeležencev se odloči ravno za to možnost (Benartzi & Thaler, 2007). Ljudje pogosto ne znajo samostojno določiti deleža prispevkov v pokojninske načrte, zato se raje odločijo za hevristiko, ki jim pomaga pri sprejemanju odločitev. Pri iskanju pravilne rešitve pogosto spremljajo vedenje drugih in ga posnemajo, namesto da bi tematiko raziskali in skušali sami priti do najustreznejšega deleža, ki ga lahko namenjajo za varčevanje.

Bogan (2015) opisuje splošni primer ameriškega gospodinjstva in kaj vse vpliva na razdeljevanje sredstev. Poleg dnevne porabe, investicij v pokojninske sklade in ostalih izdatkov ima gospodinjstvo izdatke, povezane z otroki in ostarelimi, za katere skrbi. Tako otroci kot tudi ostareli starši vplivajo na finančno vedenje in finančne odločitve. Skrb za starejše izdatno zmanjša možnost investiranja v bolj tvegane naložbe, prav tako možnosti zmanjša bodoče izobraževanje potomcev, ki jim je treba zagotoviti določena sredstva za študij (v ZDA celo priskrbeti šolnino, če starši ne želijo naložiti celotnega bremena na otroke, ki bi se morali močno zadolžiti). Avtorica pojasni, da skrb za ostarelega starša dvakratno zmanjša investicije v tvegane naložbe, kot če je posameznik sam slabega zdravja. Ker morajo skrbeti tako za starše kot za otroke hkrati, je sredstev za varčevanje manj. Prav tako so naložbe bolj konservativne, ker bi tvegane naložbe lahko povzročile prevelike izgube, kar bi lahko ogrozilo finančno stanje gospodinjstva. Takšne stvari lahko potencialno negativno vplivajo na ekonomsko mobilnost generacije. Omejena sredstva za izobraževanje potomcev lahko dolgoročno vodijo do slabše izobrazbe in zato do nižjega zaslužka. Ti rezultati kažejo na močno povezanost pokojninskih sistemov, šolstva in povečevanja premoženja. Če je pokojninski sistem slab, to vpliva na izobraževanje potomcev in dolgoročno na ekonomski status trenutnega in zanamskega gospodinjstva. Vedenjska teorija življenjskega cikla nam na ta način pomaga razumeti, zakaj ljudje zaradi okoliščin, v katerih se znajdejo s pomočjo miselnega računovodstva, sredstva razporejajo neoptimalno in bolj zadržano.

Slika 26: Razporeditev višine prispevkov v pokojninskih načrtih



Vir: Prirejeno po Benartzi & Thaler (2007).

Tradicionalna teorija življenjskega cikla je na preizkušnji, kadar posameznik zasluži večji del življenjskega prihodka v kratkem času. Primer za to so profesionalni športniki, ki v svoji kratki športni karieri zaslužijo ogromne vsote denarja. Po tradicionalni teoriji bi športniki te zaslužke enakomerno trošili skozi celotno življenje, vendar se to mnogokrat ne zgodi in pogosto bankrotirajo nekaj let po končanju svoje kariere. Vedenje, ki se izkaže kot problematično, je samokontrola. V času visokih prihodkov jim ni bilo treba razmišljati o tem, kako in koliko trošijo. Zaradi spremembe dohodka in slabe samokontrole so vsote denarja po upokojitvi kmalu porabljene. Avtorji Carlson, Kim, Lusardi in Camerer (2015) v svoji raziskavi opazuje igralce ameriškega nogometa v nacionalni nogometni ligi NFL (angl. *National Football League*), izbrane v letih 1996 in 2003. Igralci s povprečno dolgimi karierami zaslužijo približno 3,2 milijona dolarjev na leto in gledano dolgoročno bi večina tega denarja morala biti privarčevana za kasnejše obdobje, ko tako visokih vsot ne bodo več prejeli. To v praksi ne drži, saj mnogo igralcev bankrotira le nekaj let po upokojitvi. To je posledica neznanja, slabe samokontrole in ohranjanja enakega življenjskega sloga kot pred upokojitvijo, kar ni optimalno in v skladu s standardno teorijo življenjskega cikla.

Primer vedenjske teorije življenjskega cikla v praksi opazimo tudi pri premožnejših. Tisti, ki imajo več sredstev v pokojju, se ne odločajo vedno za njihovo porabo, ampak raje uživajo v kopičenju bogastva. Primer za to sta tudi Harry Helmsley in njegova soproga, ki sta bila lastnika hotela Helmsley Palace in še dvesto drugih stavb v New Yorku konec dvajsetega stoletja. Čustvene koristi, ki sta jih lastnika občutila s tako velikim premoženjem, so ju odvrčale od prodaje katere izmed stavb in od porabe pridobljenih denarnih sredstev. Kljub temu da sta bila zakonca Helmsley v pokojju in bi si lahko privoščila ugodno življenje že samo s prodajo ene izmed stavb, se za to nista odločila. Raje sta naprej kopičila bogastvo, kar je dober primer potrošniške vrzeli. Statman (2017a) poleg omenjenega primera opisuje tudi, da ljudje kljub povečanju premoženja ne povečajo svoje potrošnje sorazmerno z višjimi prihodki, čeprav bi si to lahko privoščili. To je lahko deloma tudi razlaga za t. i. uganko pokojninskega varčevanja (*retirement savings puzzle*), ko imajo starejše in

upokojene kohorte večje premoženje kot mlajše, delovno aktivne kohorte prebivalstva. Večji del te uganke se lahko pojasni tudi z vrednostjo rezidenčne nepremičnine, ki ji je (praviloma v vseh razvitih državah) vrednost v zadnjih desetletjih izrazito zrasla.

Vedenjsko teorijo življenjskega cikla s primerom opisuje tudi Statman (2017a), ki za razlago uokvirjanja uporabi reklamo za tekaške čevlje. Dva bosa moška se na sprehodu po afriški savani šalita, ko se jima približa lev. Prvi si začne obuvati tekaške čevlje, pri čemer ga drugi sprašuje, če resnično verjame, da je hitrejši kot lev. Odgovor je seveda ne, hkrati pa pripomni, da je z njimi zagotovo hitrejši od njega. V naslednjem prizoru je prikazano, kako se lev približuje bosonogemu, ki je v teku zaostal za prvim. Moški s tekaškimi čevlji uporablja učinkovito bližnjico uokvirjanja, medtem ko bosonogi naredi napačno presojo uokvirjanja. Prvi uokviri tekmo med njim in bosonogim, medtem ko drugi uokviri tekmo med njima in levom. Podobne napake uokvirjanja zasledimo tudi na trgih finančnih naložb, ko trgovci poskušajo premagati vse druge, ki trgujejo na trgu. Pravilnejši pristop je tisti, ko posamezen udeleženec na trgu tekmuje z drugim udeležencem na trgu. Tekaški čevlji so v primeru udeleženca na trgu lahko boljša računalniška oprema, boljše analize preteklih in prihodnjih denarnih tokov, boljše poznavanje podjetja, za katero se zanima. Tisti, ki pravilno uokvirijo situacije, so z izidom bolj zadovoljni in zato tudi uspešnejši.

Samokontrola je težava mnogih posameznikov, zato lahko pri razlagi vedenjske teorije življenjskega cikla uporabimo primer potrošnikov in njihovega odnosa do dividend. Ljudje imajo radi dividende, ker neradi posegajo v svoj kapital. Dividende zaznavajo kot prihodek. Investitorji se radi odločajo za portfelj iz delnic, ki izplačuje visoke dividende, ki jih nato tudi štejejo kot prihodek. Upokojence, ki življenjske izdatke financirajo s svojim portfeljem, skrbi, da bi svoje bogastvo zapravili prehitro in s tem preživeli sredstva, ki so jim na voljo. Bojijo se izgube samokontrole, ko želja po trenutnem zadovoljstvu vodi do pretirane potrošnje. Odločijo se postaviti pravila, ki jih varujejo pred skušnjavo, zato zapravljajo samo prihodek od dividend, za prodajo vrednostnih papirjev pa se ne odločijo (Shefrin, 2002).

5.4 SKLEP O VEDENJSKIH DEJAVNIKI VARČEVANJA ZA STAROST

Iz obširnega prikaza vedenjskih dejavnikov, ki vplivajo na odločitve posameznika o varčevanju za starost, lahko izluščimo nekaj ugotovitev, ki pomembno vplivajo na 1) opredelitev najučinkovitejšega sistema varčevanja za starost in na 2) pristope k spodbujanju posameznikov k varčevanju za starost ter k optimalni alokaciji finančnih naložb, ko gre za dolgoročno varčevanje za starost.

Prva pomembna ugotovitev na podlagi empiričnega in eksperimentalnega preučevanja obnašanja posameznikov je pomembna za odločevalce na državni ravni. T. i. sistemi opt-in, kjer je posamezniku prepuščena odločitev o 1) začetku varčevanja, 2) obsegu varčevanja, 3) trajanju varčevanja in 4) naložbeni politiki, so z vidika družbenih ciljev varčevanja za starost oziroma kapitalskih sistemov pokojninskega varčevanja neučinkoviti. Ker so posamezniki praviloma pasivni, se prepuščajo privzetim stanjem. Tako se posamezniki ne odločajo (ali pa se odločajo prepozno) za takšno varčevanje in varčujejo prenizke zneske. Večina, vsaj v Sloveniji, praviloma izbere zelo konservativne oblike naložb (kar je praviloma tudi neučinkovito z vidika razmerja med dolgoročno donosnostjo in tveganjem) in je nagnjena k temu, da kumulirane privarčevane

zneske nenamensko in predčasno potroši (če seveda ne obstajajo kazni v obliki davčnih odtegljajev oziroma visokih izstopnih stroškov). S tega vidika je, kot kažejo tudi izkušnje drugje, primernejši t. i. sistem opt-out/izključitveni sistem. Pri sistemu izključitve so vsi posamezniki privzeto vključeni v neki temeljni kapitalski sistem pokojninskega varčevanja, kjer so predpisani pogoji za pristop, znesek vplačil in tudi (večinoma) naložbena politika. Ta praviloma sledi t. i. naložbeni politiki življenjskega cikla, kjer se večina vplačil (in premoženja) v začetnih obdobjih dolgoletnega varčevanja investira v delniške naložbe, manj pa v obveznice, s približevanjem točki upokojitve pa se razmerja obrnejo. Empirični podatki namreč kažejo, da so delnice na dolgi rok relativno manj tvegane glede na donosnost kot obveznice. Seveda posameznikov ne moremo v takšne sisteme vključevati prisilno, zato imajo možnost, da se odločijo za izstop iz takšnega sistema oziroma spremenijo privzete parametre varčevanja. Pred tem morajo biti jasno informirani o koristih (in tudi tveganjih), ki jih takšen sistem prinaša, in tudi o slabostih zanašanja zgolj na dohodke iz prvega stebra pokojninskega varčevanja oziroma o pričakovanem upadu življenjskega standarda v primeru, da ob upokojitvi nimajo privarčevanega ustreznega obsega sredstev, iz katerega bodo lahko dopolnjevali pokojnino iz prvega (dokladnega) stebra.

Drugi sklop ugotovitev se nanaša na vpliv specifičnih vedenjskih pristranskosti na odločanje posameznikov v razmerah negotovosti. Ko gre za dolgoročne odločitve, kar varčevanje za starost vsekakor je, je treba celovito upoštevati vpliv različnih vedenjskih pristranskosti, ki lahko pri vsakodnevnem odločanju posameznika pripeljejo do vrste napak, ki imajo pri dolgoročnem varčevanju pomembne učinke. Če odmislimo sistem varčevanja za starost opt-out in se zanašamo na to, da bo posameznik sprejel vrsto pravih odločitev, je treba zasnovati ponudbo (izbor) naložb, posredovanje informacij in motiviranost posameznika tako, da bodo vedenjske pristranskosti čim manj vplivale na tovrstno odločanje. Praktično to pomeni naslednje. Prvič, posameznika je treba dovolj zgodaj v življenju motivirati za dolgoročno varčevanje. Kot kažejo rezultati simulacij iz poglavja 8 te študije, to pomeni pomembno večjo vrednost končnega privarčevanega premoženja ob upokojitvi in s tem tudi večjo stopnjo nadomestitve izpada potrošniške moči. Drugič, če se posameznik odloči za to dovolj zgodaj v življenjski dobi, so vplačila za enak končni učinek manjša. S tem je oportunitetna izguba potrošnje manjša (posameznik lažje »pogreša« znesek, namenjen varčevanju), investicijska politika, ki si jo lahko privoščijo, pa nekoliko bolj agresivna. Tretjič, posamezniku je treba ponuditi čim manjši nabor možnih naložbenih politik oziroma celo boljše, glede na značilnosti posameznika (predvsem starost in nekatere druge okoliščine, povezane z dohodkovno zmogljivostjo in premoženjem) ponuditi kar privzeto naložbeno politiko. Četrto, posameznika je treba čim redkeje obveščati o stanju portfelja, vsaj v začetnem obdobju varčevanja, saj se vsako obvestilo jemlje kot nova informacija in sproži potrebo po reakciji. Petič, premalo pomena praviloma posvečamo odločitvam o razvarčevanju, potem ko se obdobje akumulacije zaključi. Tukaj je še vedno odprta diskusija o tem, ali se oblikuje sistem razvarčevanja z uporabo anuitetnega pristopa ali pa se posamezniku prepusti odločitev o tem, kako bo s privarčevanim zneskom razpolagal. Poleg tega, da lahko anuitetni pristop prevale breme tveganja na ponudnika varčevanja, pa ima določene izzive, ki jih je treba transparentno nasloviti. Gre predvsem za predpostavke, ki so vgrajene v izračun anuitete – življenjsko pričakovanje, stopnja donosa itd. V poglavju 8, kjer prikazujemo rezultate simulacij, smo se sicer odločili za anuitetno razvarčevanje, ker smo želeli predvsem pokazati zmožnost dolgoročnega varčevanja za starost za kritje izpada potrošniške moči po upokojitvi.

5.5 VZROKI IN POSLEDICE NERACIONALNEGA VARČEVALNEGA VEDENJA V SLOVENIJI

Podatki za Slovenijo kažejo, da med vsemi varčevalnimi oblikami gospodinjestev zelo prevladujejo depoziti. Teh je za 20 milijard EUR⁷⁶, daleč zadaj pa sledijo zavarovanja s 5,1 milijarde EUR, vzajemni skladi, ki imajo sredstev v upravljanju na ravni dobre desetine bančnih depozitov (2,8 milijarde EUR). Na četrtem mestu so pokojninski skladi, ki so ob koncu leta 2019 upravljali z 2,3 milijarde EUR (Bilten, 2020 in Poročilo o finančni stabilnosti, 2019).

Za razliko od naložb pokojninskih skladov, ki so izrazito konservativne⁷⁷, so naložbe vzajemnih skladov orientirane pretežno v delniške naložbe. 61 % vseh sredstev pokojninskih skladov je v delniških naložbenih oblikah (delniški vzajemni skladi), z 29 % sledijo kombinirane naložbene politike (mešani vzajemni skladi). Ob koncu leta 2019 je bilo ugotovljeno, da znašajo neto prilivi v vzajemne sklade v zadnjem skoraj šestletnem obdobju (januar 2014 do september 2019) 248 milijonov EUR (Poročilo o finančni stabilnosti, 2019) oziroma 43 milijonov EUR v povprečju na leto. V enakem obdobju je bilo za približno trikratnik prirasta skupnih sredstev v upravljanju, tretjino so torej predstavljali neto prilivi, dve tretjini pa prirast vrednosti naložb. Primerjava s prirastom depozitov kaže velik razkorak. Depoziti namreč mesečno priraščajo na ravni več kot 130 milijonov EUR. Stanje depozitov gospodinjestev se je denimo v letu 2019 (obdobje december–december) povečalo za 1,6 milijarde EUR (Mesečna informacija o poslovanju bank, 2020).

Enako neuravnoteženi so tudi sprotni tokovi v pokojninske varčevalne oblike. Povprečna mesečna vplačila vključenih oseb znašajo 57 EUR pri zavarovalnicah, 74 EUR pri pokojninskih družbah in 38 EUR pri vzajemnih pokojninskih skladih (Poročilo o finančni stabilnosti).

Vzrokov za takšno varčevalno vedenje v Sloveniji je več. Poleg že omenjenih na ravni posameznika (vedenjske pristranskosti) velja omeniti zgodovinski, kulturni in institucionalni okvir. Prvič, zgodovinsko in kulturno smo vpeti v srednjo Evropo, saj imamo skupno zgodovino in smo bili včasih del Avstro-Ogrske in kasneje Jugoslavije. Ta zgodovinsko-kulturna vpetost narekuje tudi nastanek in razvoj institucij (zmožnosti za različne oblike varčevanja in oblikovanje varčevalnih navad). Drugič, z vidika finančnega sistema transmisije prihrankov v naložbe prevladuje bančni sistem. Tretjič, prebivalci Slovenije so med bolj varčnimi. Četrtoč, kljub masovni privatizaciji in popularizaciji delniških naložb s privatizacijskimi certifikati je poznejši razvoj dogodkov, predvsem na področju PID-ov in tudi več pokov finančnih balonov na Ljubljanski borzi in balkanskih trgih, negativno prispeval k zaupanju prebivalcev v delniške trge, s tem pa tudi v varčevanje v delnicah na splošno.

⁷⁶ Po podatkih Banke Slovenije znašajo ob koncu leta 2019 depoziti in gotovina v lasti gospodinjestev in neprofitnih institucij, ki služijo gospodinjstvom, 27,7 mrd EUR (Bilten, 2020).

⁷⁷ Kljub uvedbi naložbenih politik življenjskega cikla v letu 2015 je bilo po štirih letih še vedno 88 % vseh sredstev pokojninskih skladov naloženih v sklade z zajamčeno naložbeno politiko (v dinamični obliki, ki dovoljuje največji odstotek delnic, pa zgolj 3 %).

Našteti dejavniki, tako vedenjski kot tudi drugi, pojasnjujejo velik obseg prihrankov, ki jih imamo v Sloveniji naložene v bankah (depoziti), in tudi konservativno naložbeno politiko v skladih, ki omogočajo delniške naložbe (skladi življenjskega cikla).

Tretji del: PREDLOG SISTEMA P-RAČUNOV IN PRIKAZ SIMULACIJ ZA IZBRANE PROFILE POSAMEZNIKOV

Tretji del monografije je namenjen predstavitvi predloga za uvedbo sistema primerne pokojninske varčevalne oblike pri nas in kvantitativni presoji vpliva predlaganega sistema varčevanja za starost z vidika javnofinančnih vplivov ter vzdržnosti. Predlog tega predloga varčevanja za starost smo ovrednotili s fiskalnega vidika in primerjali učinke prostovoljne (spodbujajoče) uvedbe dodatnih oblik v III. pokojninskem stebru z učinki prestrukturiranja trenutnega pokojninskega sistema v smeri uvedbe obveznega varčevanja, ki bi del trenutnih pokojninskih prispevkov prekanaliziral v naložbene pokojninske oblike. V tem delu tudi pokažemo, koliko varčevanja je dodatno potrebne za doseganje vzdržnih pokojninskih prihodkov posameznikov, pri čemer upoštevamo različne profile posameznikov.

6 PREDLOG UVEDBE SISTEMA P-RAČUNOV V SLOVENIJI

P-računi, ki jih predlagamo, predstavljajo varčevalno shemo tretjega pokojninskega stebra. V okviru tega stebra gre torej za razvezanost pokojninskih oblik od delodajalcev. V sistemu, kakršnega poznamo v Sloveniji (kjer gre torej za prostovoljno odločitev delodajalca glede tega, ali bo za svoje zaposlene oblikoval pokojninsko varčevanje ali ne), je to ključnega pomena.

V prostovoljni dodatni pokojninski sistem je pri nas vključenih 560 tisoč posameznikov, kar je le okrog 62 % delovno aktivnega prebivalstva oziroma 58 % zavarovancev obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja (MDDSZ, 2020), pri čemer so 159 tisoč vključenim članom pravice mirovale. To pomeni, da veliko ljudi ni vključenih in so torej izpostavljeni tveganju. Velika verjetnost je, da so zaposleni v delovno intenzivnih panogah, kjer so tudi plače nizke in posamezniki brez ustrezne davčne spodbude ne varčujejo. V Sloveniji lahko sicer vsakdo znotraj drugega stebra pokojninskega sistema prostovoljno varčuje, vendar se to zaradi več razlogov ne dogaja. Vseh sklenjenih individualnih pogodb (torej takih, kjer sklenitelj ni podjetje, temveč posameznik) je v dodatnem pokojninskem sistemu le 5 % (Čok et al., 2010).

Ločitev pokojninskega varčevanja v sklopu drugega in tretjega stebra, torej kolektivnega in individualnega pokojninskega varčevanja, je pri nas smiselna vsaj iz naslednjih razlogov. *Prvič*, ločitev v svetu je namenjena oblikovanju različnih lastnosti in priznavanju različnih pravic. V večini držav sta sistem financiranja in oblika kolektivnih pokojninskih načrtov različna od individualnih. Prek drugega stebra se običajno le blaži izpad javnega pokojninskega sistema, ki v razvitih družbah podlega demografskim trendom in zato zagotavlja vse manj pravic. *Drugič*, gre za različno davčno obravnavo ene in druge oblike. Države namreč želijo z ločevanjem doseči, da bi bili za varčevanje v dodatnem pokojninskem sistemu davčno stimulirani tako delodajalci kot posamezniki, vendar pri nas žal ni tako. V slovenskem primeru so namreč davčne olajšave posameznika lahko izpodrinjene z davčnimi olajšavami podjetij. Poleg tega analize kažejo, da tudi izkoriščanje polne trenutno postavljene davčne olajšave ne more zagotoviti zadovoljivega nadomeščanja plač (Čok et al., 2010). Posameznikom bi bilo treba ponuditi dodatne davčne ugodnosti in jih motivirati, da z dodatnim namenskim varčevanjem in bolj osveščenim izborom oblik varčevanja hitreje akumulirajo prihranke. *Tretjič*, država z ločitvijo kolektivnega in individualnega dela zagotovi lažji prehod

bodisi na obvezno oblikovanje oziroma vključenost v kolektivno pokojninsko varčevanje ali pa na obliko kolektivnega pokojninskega varčevanja, ki je npr. dogovorjena v okviru kolektivnih pogajanj. Ločeno tudi pregledno spodbuja varčevanje v tretjem stebru. Četrtič, z vzpostavljenim tretjim stebrom se zaradi drugačnih omejitev in alokacije naložb dosega nadaljnje razprševanje tveganj. Ta argument, ki je v mnogih državah že obrodil sadove, je zelo prisoten v svetu. Države namreč spoznavajo, da so kolektivne in tudi individualne oblike pokojninskega varčevanja precej omejujoče, kar je posledica socialne note pokojninskega sistema in velikega zanašanja na konservativne pristope pri oblikovanju teh sistemov. Ljudem tako ponujajo dodatno obliko, ki jih za varčevanje bolj motivira, saj obstaja večja verjetnost doseganja prihrankov, ki bodo omogočili financiranje njihove pokojnine. *Petič*, tretji steber dodatno razvija finančni sistem, saj se krepijo tako finančne institucije kot finančni trgi, na voljo pa je več finančnih produktov, ki imajo zaradi obsega tudi boljšo ekonomiko. In *šestič*, če prebivalstvo na eni strani razpolaga s premoženjem, ki ni ustrezno za zagotavljanje pokojnin (oziroma pokojninskega varčevanja), in na drugi strani z nizkimi tekočimi dohodki (Slovenija je tipičen tak primer), je smiselno uzakoniti možnost prenosa tega premoženja v finančno obliko tretjega stebra, kar pa lahko doseže izključno tretji steber.

Odgovornemu posamezniku bi bilo torej smiselno zagotoviti mehanizem, ki bi ga stimuliral k dolgoročnemu varčevanju za financiranje enega največjih izdatkov v življenju – svoje lastne pokojnine. Holzmann s sodelavci (2005) predlaga, da naj bi bil tretji steber zasnovan tako, da bi se izognil vsem rigidnostim, ki so prisotne v prvem in drugem stebru, kjer imajo navadno države stroge zahteve. Relativno neomejujoča ureditev pritegne tako že obstoječe vključene v drugi steber, da varčujejo več, kot tudi tiste, ki v obstoječe sisteme niso vključeni (ali vsaj ne v istem obsegu). Tudi Huges in Stewart (2009) predlagata, da upravičenosti do varčevanja v okviru tretjega stebra ni modro vezati na vključenost v obstoječe sisteme (oziroma na zaposlitev), ampak s ciljem, da bi dosegli širši krog ljudi, npr. na obveznost za plačevanje davkov.

Pomembno je poudariti, da so tretji stebri namenjeni krepitvi srednjega sloja prebivalstva in ne toliko vrhnjega.⁷⁸ Če pogledamo npr. slovenski primer, bo srednji sloj ob hiranju prvega stebra pokojninskega sistema najbolj prizadet. Zgodilo se bo namreč, da bo reforma prvega stebra počasnejša od potreb oziroma nuje glede reformiranja, zato se bo moral obseg pravic v neki točki drastično krčiti. Ker bodo najnižje pokojnine pod pragom revščine, jih politično ne bo mogoče nižati, zato se bo prilagoditev najverjetneje izpeljala bolj ali manj na plečih srednjega sloja. Če pa uvedemo možnosti za individualno pokojninsko varčevanje, v okviru katerega lahko posameznik v pomembni meri sam odloča o obsegu varčevanja, lahko pričakovan izpad nadoknadimo. Tako z vzpostavitvijo tretjega stebra v kapitalsko varčevanje z davčnimi spodbudami vključimo tudi prebivalstvo, ki sicer ne bi moglo ustvariti varčevanja in bi bilo tako odvisno samo od hirajoče državne pokojninske blagajne (Berk in Jašovič, 2007).

78 Države navzgor omejujejo maksimalne zneske, ki so za varčevanje v tretjem stebru (in tudi drugem) še davčno podprti, kar pomeni, da tudi ljudje z visokimi dohodki sistema ne morejo uporabljati za pridobivanje davčnih spodbud na osnovi prihrankov, ki bi jih v vsakem primeru ustvarili.

Izkušnje razvitih držav, ki so kolektivne in individualne pokojninske sisteme snovale že daleč v preteklosti, nas opozarjajo na storjene neoptimalnosti, ki bi jih kazalo imeti pred očmi, ko snujemo svoj drugi in tretji steber. Tri temeljne neoptimalnosti, ki so rezultirale v počasnosti uvajanja in (kar je mnogo huje) v neravnotežju med potrebnimi sredstvi in obveznostmi, so (pre)zapletenost, (pre)pogosto spreminjanje pravil in neustrezna davčna podpora.

Temeljni namen vzpostavljanja teh oblik je spodbuditi dolgoročno varčevanje, kar je danes premalo poudarjeno. Ljudje so večinoma finančno slabo izobraženi, ne razumejo potrebe po dolgoročnem varčevanju, hkrati pa se bojijo tveganja zaradi spremenljivih pogojev (Financial Market Trends ..., 2005, str. 53). Ko torej snujemo zasnovo, se moramo najprej zavedati, da je mnogo boljša preprosta rešitev, četudi ne zajame vseh podrobnosti. Pomembno je, da je sistem administrativno, kolikor je le mogoče, preprost in stroškovno učinkovit, in sicer tako za posameznike kot za finančne institucije, ki bodo prevzele največji del potrebnih aktivnosti za uveljavitev dodatnih davčnih oprostitev. Drugič, sistem naj bo kalibriran tako, da ga v bližnji prihodnosti ne bo treba v temelju spreminjati, temveč morebiti samo dograjevati. Tretjič, davčno naj bi dovolj spodbudil slehernega posameznika, da bodo cilji glede široke vključenosti doseženi. In četrtič, zasnova sistema naj bi čim bolj zaobšla vedenjske pristranskosti, ki so se izkazale za močan omejitveni dejavnik generiranja premoženja.

Da bi v tretji steber pritegnili čim več ljudi (dosegli čim večjo vključenost), je smiselno razvezati davčne olajšave od statusa zaposlitve, kar pomeni, da davčnih olajšav ni mogoče dobiti zgolj iz naslova bruto plače, ampak glede na znesek, vplačan v sistem, ki je s tem avtomatično deklariran kot dolgoročno pokojninsko varčevanje.⁷⁹ Smiselno je torej stimulirati vse odgovorne posameznike, ki se zavedajo, da bodo za financiranje eksistenčno brezskrbne starosti kljub dejstvu, da vplačujejo četrtnino svoje bruto plače v prvi steber, potrebna obsežna dodatna sredstva.⁸⁰ Nadalje je tudi smiselno, da se davčne spodbude postavijo v okviru davčnega kredita oziroma znižanja davka in ne davčne olajšave. S takšno ureditvijo bi namreč preprečili, da bi posamezniki z višjimi mejnimi davčnimi stopnjami za vplačani znesek pridobili višjo davčno ugodnost kot tisti z nižjimi mejnimi stopnjami.⁸¹ Tako bi bili posamezniki z nižjimi dohodki, in to tisti, ki potrebujejo največje dodatne spodbude za generiranje prihrankov in za katere študije ugotavljajo, da v individualni pokojninski sistem niso zadostno vključeni (glej npr. Hughes in Stewart, 2009 in Gale in Orszag, 2003), relativno bolj motivirani za varčevanje v sistemu, saj bi jim znesek znižanja davčne obveznosti glede na vrednost košarice dobrin pomenil več kot posameznikom z višjimi dohodki. Da bi omogočili kar najlažji dostop do davčnih olajšav tudi posameznikom, ki nimajo stalne zaposlitve in

79 Yermo (2002) v dokumentu OECD, ki se nanaša na taksonomijo pokojninskih sistemov, celo definira osebne oblike kot oblike, ki na zaposlitev niso vezane.

80 Dodatni argument za razvezavo davčne ureditve od statusa zaposlitve je tudi ameriška izkušnja. Ko so namreč v ZDA leta 1986 z davčnim zakonom (*Tax Reform Act*) po začetnem valu uspeha glede vplačil na račune IRA omejili davčne olajšave na tiste posameznike, ki so že vključeni v kolektivni pokojninski načrt, so zabeležili močan upad vplačil (*The Evolving Role ...*, 2009).

81 Pri sistemu davčne olajšave posameznik z davčno stopnjo 40 % na podlagi letnega vplačila 2.000 EUR pridobi $2.000 \text{ EUR} * 0,40 = 800 \text{ EUR}$, posameznik z davčno stopnjo 20 % pa samo $2.000 \text{ EUR} * 0,20 = 400 \text{ EUR}$. V sistemu davčnega kredita pa oba posameznika za isti vplačani znesek dobita isto davčno ugodnost, pri 10-odstotnem kreditu 200 EUR ($2.000 \text{ EUR} * 0,10$).

občasno ne morejo zagotoviti niti minimalnih vplačil⁸², bi bilo smiselno dopustiti možnost rednih, občasnih ali enkratnih vplačil, pa tudi izkoriščanja letne davčne ugodnosti še v naslednjih nekaj letih in za leta vnaprej, kot predlagajo Berk in sodelavci (2010).⁸³

Druga ključna značilnost tretjega stebra je preprostost in razumljivost produktov. Za vzpostavitev tretjega stebra pokojninskega sistema niso potrebne nove institucije in tudi ne novi produkti. Smiselno je uporabiti obstoječe finančne produkte, ki jih ljudje že poznajo. Treba je le definirati pogoje, ki jih mora izpolniti varčevanje, da se davčno obravnava kot individualno pokojninsko varčevanje, in način vodenja evidenc ter registracije pri davčnem organu s strani finančnih institucij, ki želijo ponuditi svoje finančne storitve in produkte v okviru sistema P-računov. V okviru P-računov naj bodo torej dovoljene vse že obstoječe oblike naložb: bančni depoziti, investicijski skladi, naložbena življenjska zavarovanja, delnice, obveznice in drugi finančni instrumenti, ki kotirajo na organiziranih trgih in jih regulatorni okvir dopušča nepoučenim vlagateljem. Sredstva naj bi bila prosto prenosljiva med ponudniki, pri čemer bi se moralo zagotoviti, da ta v celoti ostanejo znotraj sistema P-računov.

Davčno podprt ustroj P-računov naj bi se torej izvajal prek finančnih institucij s skrbniško funkcijo. To naj bi bile banke, zavarovalnice, borznoposredniške družbe, družbe za upravljanje, pokojninske družbe ... Za ponujanje storitev v okviru tretjega stebra ni treba zahtevati dodatnih dovoljenj regulatorjev, saj za opravljanje storitev že imajo ustrezna dovoljenja, za vodenje P-računov naj bi se te institucije samo registrirale pri davčnem organu. Pričakovati je, da bi večina pomembnih domačih finančnih institucij želela izkoristiti priložnost za ponudbo svojih storitev in produktov domačim varčevalcem tudi v okviru P-računov in tako povečati obseg svojega poslovanja ter s tem zniževati svoje stroške na enoto. Zaradi dejstva, da obstoječe produkte finančne institucije že ponujajo, bi se lahko nadejali nižjih stroškov, po katerih so te v okviru davčno podprte sheme pripravljene ponujati svoje produkte strankam, ki tudi v večji meri zagotavljajo konstanten priliv novih vplačil.

Na P-računih bi se v skladu s predlagano ureditvijo na ravni posameznikov (posameznega P-računa) vodile evidence o vsem, kar je pomembno za pregledno informiranje posameznikov in za obračun davčnih spodbud: o letnih vplačilih, enkratnih prenosih premoženja, prenesenih sredstvih z drugih P-računov, realiziranih donosih v obliki obresti, dividend, kapitalskih dobičkov, o reinvestiranih sredstvih, skupno zbranih sredstvih in strukturi naložb. Enkrat letno bi vsaka skrbniška institucija znotraj sistema pripravila obvestilo o letnih vplačilih na P-račune in ga poslala posamezniku (oziroma mu omogočila online dostop do njega), ravno tako davčni upravi.

Davčni organ bi na osnovi obvestil finančnih institucij priznal znižanje davka. To bi bilo mogoče preprosto izvesti v okviru izdelave indikativnega obračuna dohodnine in izračuna zneska doplačila dohodnine oziroma vračila akontacij z upoštevanjem tega znižanja. Še bolje pa bi bilo zaradi vedenjskih razlogov subvencije plačevati neposredno na P-račune, saj bi s tem zagotovili, da bi ta sredstva šla v nadaljnje varčevanje in da torej posameznik ne bi imel možnosti razpolaganja z

82 Ali pa so npr. trenutno v intenzivnem stanovanjskem naložbenem ciklu.

83 Takšno ureditev, kot je navedeno v petem poglavju, poznajo tudi v Kanadi (glej RRSPs and Other Retirement Plans, 2009).

njimi za potrebe tekoče potrošnje. Smiselno bi bilo razviti poseben centralni register, kamor bi se finančne institucije, ki vodijo P-račune, v skladu s posebnimi pravili zavezale ažurno klasificirati sredstva in beležiti spremembe stanj (torej beležiti vse transakcije).

Posameznik bi na P-račune vplačeval neto zneske (na osnovi plač, honorarjev, drugih prihodkov, iz obstoječega premoženja ...), letna davčna stimulacija pa naj bi bila priznana v določeni višini letnih vplačil. Da bi se vključilo čim več varčevalcev, predlagamo, da se davčne spodbude kalibrirajo tako, da bi spodbudile tudi ljudi z nizkimi dohodki in omejenim varčevalnim potencialom. Če bi namreč za nizke vplačane zneske prejeli dovolj davčnih spodbud, bi tudi posamezniki z nizkimi dohodki varčevali. Kot primer navajamo naslednjo ureditev: za privarčevan znesek 20 EUR mesečno bi država posamezniku podarila dodatnih 20 EUR, za naslednjih 20 EUR samo še 10 EUR itd. Za vse višje zneske bi se spodbude zniževale, dokler pri nekem znesku ne bi ugasnile.

Poleg davčne spodbude v letu vplačila bi bilo tudi smiselno, da bi bili donosi (tako kapitalški dobički kot tudi dohodki, kot so obresti in dividende), doseženi na vplačana in investirana sredstva, neobdavčeni. Pogoj za to bi moral biti, da so sredstva ob realokaciji ali ob zapadlosti v okviru sistema P-računov ponovno reinvestirana, in sicer za neko predpisano obdobje (recimo 20 let) ali pa dolžino obdobja v kombinaciji s starostjo (od doseganju upokojitvene starosti oziroma 65 let bi bilo lahko zahtevano obdobje krajše od siceršnjih 20 let). Za povečevanje atraktivnosti ponujene rešitve bi bilo smiselno posameznikom dopustiti, da bi privarčevana sredstva – ob različnih življenjskih situacijah – predčasno črpali, pri čemer pa bi izgubili del pridobljenih davčnih ugodnosti. Oprostitev pri davku na kapitalške dobičke v neki višini bi lahko razširili tudi na prodajo nepremičnin pod pogojem, da so ta sredstva porabljena za nakup pokojninske rente. S tem bi nastala davčna spodbuda, da bi starejša generacija, ki ima relativno velik del svojega premoženja v nepremičninah (nima pa ustreznih dohodkov), del tega usmerila tudi v reševanje svojega pokojninskega problema.

V vsakem primeru je treba zagotoviti, da ureditev tretjega pokojninskega stebra sledi načelom, ki so se v svetu razvila na področju naložbenih pokojninskih oblik. Vsak vključen ponudnik storitev (finančne institucije) bi torej moral izgraditi sistem letnega poročanja (bodisi v obliki običajnega obveščanja po pošti bodisi v obliki dostopa online), moral bi biti predmet osredotočenega revizijskega pregleda tega področja, regulativni nadzor pa bi moral zahtevati še dodatno zasnovano konsistentnih notranjih kontrol. Smiselno bi bilo, da bi sistem posamezniku prek centralnega registra P-računov omogočal tudi vpogled v celotno vrednost njegovega pokojninskega premoženja na več P-računih (npr. pri različnih ponudnikih) in njegovo strukturo v skladu s klasifikacijo tega. Centralni register bi zagotavljal tudi statistične podatke za spremljanje učinkov ureditve tretjega pokojninskega stebra na makroravni.

Ob izvedbi je ključna tudi vloga države, da vzporedno z informiranjem in trženjskimi napori posameznih izvajalcev državljanke informira in s tem izboljšuje finančno pismenost ter poudarja nujnost namenskega pokojninskega varčevanja (Berk et al., 2010). Za Švedsko avtorji pogosto eksplicitno poudarjajo ključni pomen informiranja ljudi za učinkovito delovanje naložbenih sistemov (glej npr. Palmer, 2007, Turner, 2004, Nygren, 2008 in Stahlberg, 2009).

Za vzpostavitev tretjega stebra v pokojninskem sistemu torej predlagamo preprosto zasnovo, ki vključuje poznane finančne produkte, je lahko razumljiva, stroškovno učinkovita in davčno spodbudna (še zlasti za tiste sloje prebivalstva, ki nimajo veliko finančnih prihrankov in za katere mnogi raziskovalci in strokovnjaki ugotavljajo, da so najbolj izpostavljeni tveganju revščine na stara leta). S tem sistem dosega cilj čim večje vključenosti prebivalstva v tretji steber, ki ponuja dodatno plast razprševanja tveganja v pokojninskem sistemu in dodatno možnost za plemenitenje sredstev, česar sicer mnogi posamezniki (torej brez takega sistema) ne bi bili deležni. Sistem zagotavlja dobro obveščenost vključenih posameznikov, zahteva podrobno razkrivanje stroškov, visoko profesionalnost osebja v finančnih institucijah, ponudnicah P-računov (načelo odgovornega strokovnjaka), ločenost sredstev od premoženja finančnih institucij, sredstva posameznika pa so znotraj tretjega stebra pokojninskega sistema (k drugemu ponudniku P-računov) prosto in brezplačno prenosljiva.

Iz drugega dela te študije vemo, da se posamezniki težko odločajo o začetku varčevanja in da se težko odpovedo tekočim prejemkom, zato taka odločitev od ljudi terja velik kognitivni napor. Primerna bi bila neka avtomatika vzpostavitve sistema P-računov, iz katerega bi se posameznik lahko po želji izključil (t. i. *opt-out*), kar bi rezultiralo v bistveno večjem obsegu generiranih prihrankov kot znotraj sistema prostovoljne vključitve (t. i. *opt-in*).

Kot plod prizadevanj Evropske komisije glede CMU (Capital Markets Union), kjer gre za prizadevanja za vzpostavitev enotnega, dobro delujočega kapitalskega trga, bo v EU od konca leta 2021 v vseh državah članicah finančnim institucijam omogočeno, da ponudijo varčevalni produkt, ki dopolnjuje ponudbo na področju pokojninskih varčevanj posamezne države. Gre za t. i. Pan-European Personal Pension Product (PEPP), ki bo vsem prebivalcem (vključno z brezposelnimi in študenti) omogočal varčevanje za starost.

Julija 2016 je namreč EIOPA izdala usmeritev s predlogom za standardizirani produkt PEPP, na tej podlagi pa je Evropska komisija leto kasneje objavila predlog uredbe o PEPP. Ko je to potrdil Evropski parlament in uradno sprejel Evropski svet, je bila uredba PEPP (Regulation (EU) 2019/1238) objavljena 25. julija 2019. V letu po objavi Komisija sodeluje z EIOPA pri učinkovitem izvajanju programa PEPP. Uredba PEPP se bo začela uporabljati 12 mesecev po objavi, torej še leta 2020. Uredba se uporablja neposredno v vseh državah članicah EU, pri čemer natančnejša domača zakonodajna rešitev ni potrebna. Registrski organ pri tej rešitvi je EIOPA.

Ne glede na (ne)potrebnost sprejemanja zakonodaje na ravni posamezne države pa mora vsaka država tem produktom podeliti davčne ugodnosti. Pričakovati je, da bodo prvi PEPP v posameznih državah članicah na voljo konec leta 2021 ali v začetku leta 2022.

Glavne značilnosti ureditve PEPP so široka dostopnost, široka paleta ponujenih produktov in ponudnikov, prenosljivost oblik, velika preglednost in zagotovljen obstoj osnovnega produkta z zajamčeno glavnico in nizko stroškovno obremenjenostjo (Pan-European Personal Pension Product, 2020). Vse te lastnosti smo predlagali že zgoraj za naš sistem P-računov, razen zadnjih dveh, torej zajamčenosti glavnice in omejitve stroškov. V okviru ureditve PEPP je namreč uredbodajalec dopustil vse produkte reguliranih finančnih institucij in zagotovil proste prehode varčevalcev med ponudniki vsakih pet let, pri čemer bodo stroški prenosa sredstev omejeni. Preglednost se

bo zagotavljala s pomočjo obveznega dokumenta z osnovnimi informacijami o produktu (*Key Information Document*) in s standardiziranim poročilom o višini predvidenih pokojninskih upravičenj med varčevanjem. Vsak ponudnik bo moral poleg drugih oblik ponujati tudi zajamčeni produkt, ki bo zagotavljal vsaj vračilo vsote vplačanih sredstev in bo omejen s stroškom v višini enega odstotka od vrednosti sredstev.

Z uredbo PEPP je Evropska komisija uspešno posegla na področje, na katerem posamezne države (vključno s Slovenijo) niso same naredile dovolj napredka, kar bo samo po sebi generiralo nove varčevalne produkte, oglaševalske aktivnosti ponudnikov in širše zavedanje o problematiki nujnosti varčevanja za starost. Ta korak bo omogočil, da bodo mnogi profesionalni upravljavci premoženja, ki so po nekaterih državah (vključno s Slovenijo) iz pokojninskega varčevanja izključeni⁸⁴, lahko pokazali prednosti profesionalnega upravljanja premoženja in vplivali na posameznike, da presežejo svoje vedenjske pristranskosti in izberejo manj konservativne oblike varčevanja (tj. več vlagajo v delnice oziroma si izberejo naložbeno politiko življenjskega cikla). Še vedno pa je uspeh v veliki meri odvisen od davčnih spodbud in od resnosti omejitve glede obveze zagotavljanja obveznega zajamčenega produkta.

84 Vključeni so le posredno, takrat ko jim institucije, ki jim je dopuščeno upravljanje pokojninskih skladov in drugih pokojninskih oblik, delegirajo upravljanje premoženja v določenem delu profitelja.

7 UČINKI UVEDBE NALOŽBENIH OBLIK POKOJNINSKEGA SISTEMA

V tem razdelku predstavljamo fiskalne učinke uvedbe naložbenega pokojninskega sistema in primerjamo dva osnovna scenarija. Najprej predpostavljamo uvedbo obveznega drugega stebra pokojninskega sistema, in sicer tako, da bi del prispevkov prvega stebra prekanalizirali v drugi steber, drugi scenarij pa prikazuje učinke davčnih spodbud pod različnimi predpostavkami znotraj predlaganega sistema P-računov.

Najprej predstavljamo prvi scenarij. Tu smo predpostavili, da različne odstotke prispevkov prvega stebra kanaliziramo v obvezni drugi steber. Tako namesto 24,35 % za posameznike, ki še niso dopolnili 45 let, v prvi steber vplačujemo 2,5 odstotne točke manj (torej 21,85 %), 5 odstotnih točk manj, 7,5 odstotne točke manj in 10 odstotnih točk manj. Simulacije temeljimo na modelu starostnih profilov in na modelu donosnosti, ki je konsistenten z modelom, ki ga za donosnost uporabljamo v 8. poglavju.

Rezultate povzemamo po Berk Skok et al. (2016), ki pri uvajanju obveznega naložbenega stebra predpostavljajo prilagoditev prvega stebra za enakomernejšo delitev obremenitve prehoda med generacijami in znižanje finančnega bremena prehoda. Prilagoditvi prvega stebra sta 1) podaljševanje upokojitvene starosti postopoma za 5 let do leta 2055 (2,4 meseca letno) in 2) indeksacija pokojnin prvega stebra samo s stopnjo inflacije. Za določitev višine pokojnine je uporabljenih 24 najboljših let. Posamezniki, ki še niso dopolnili 45 let, se obvezno (z delom pokojninskih prispevkov) vključijo v novi, obvezni naložbeni sistem, posamezniki, ki so dopolnili 45 let, pa ostanejo v celoti v obstoječem sistemu.

V zameno za prevzem bremena financiranja prehoda (gre namreč za vsakoletni izpad prihodkov pokojninske blagajne) uvedemo davke na dohodek drugega stebra, in sicer na ravni, ko kombinirani dohodki plačil in zasebnih stebrov presegajo nadomestitveno razmerje, ki bi bilo dosegljivo brez novega obveznega naložbenega stebra v obstoječem sistemu. Predpostavljamo 50-odstotno davčno stopnjo dohodka v drugem stebru, ko bo ta prag dosežen (s tem torej delno nevtraliziramo dodatni javni dolg, ki ga povzroča uvedba drugega stebra). Uporabljamo naslednje dodatne predpostavke: vstopno provizijo za vplačila drugega stebra smo predpostavili na 1 %, provizijo za upravljanje pokojninskih skladov 0,5 % letno in diskontno stopnjo pri (naraščajočem) eksplicitnem javnem dolgu v višini 2,5 %. Predvideva se, da uspešnost pokojninskega sklada brez plačila upravljavskih stroškov znaša 5,26 % za prvih 30 let varčevanja, 4,64 % za naslednjih 10 let in 1,77 % v zadnjih 5 letih pred upokojitvijo. Povprečna geometrijska stopnja donosa v celotnem obdobju znaša 4,5 %.

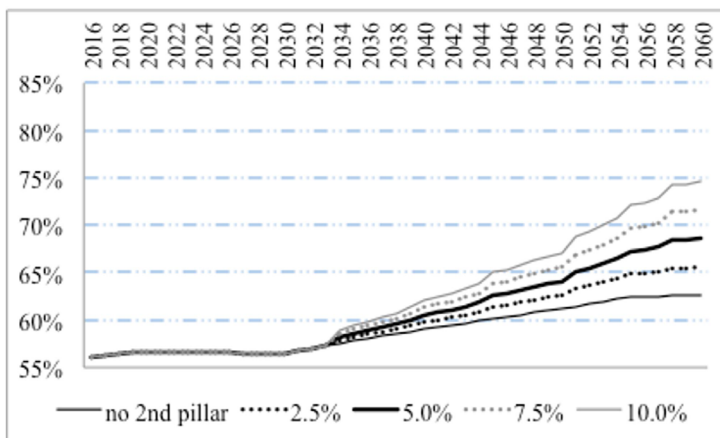
Z uvedbo takšnega sistema dosežemo zvišanje nadomestitvenega razmerja. Po 40 letih uvedbe takšnega sistema tako za moške kot za ženske dosežemo 6 odstotnih točk višje nadomestitveno razmerje (68,6 % proti 62,6 % v obstoječem sistemu brez obveznega drugega stebra – glej sliko 28), vendar je tranzicija v nov sistem fiskalno precej obremenilna. Po našem izhodiščnem scenariju t. i. stroški tranzicije kumulativno dosežejo maksimum pri 39,8 % BDP po 40 letih uvedbe sistema in se začnejo počasi zniževati v trenutku, ko se upokoji naš najmlajši udeleženec reformiranega pokojninskega sistema. Kumulativni stroški tranzicije se nadaljujejo nadaljnjih 40 let (80 let po

uvedbi obveznega drugega stebra), ko se kumulativni javnofinančni primanjkljaj zaradi stroškov tranzicije spremeni v kumulativni fiskalni presežek (glej sliko 29). Končna učinka sta torej povečano nadomestitveno razmerje in stabilnejši pokojninski sistem, vendar je uvedba tovrstnega sistema fiskalno naporna in zelo dolgoročna.

Kot drugi scenarij pa predstavljamo fiskalne učinke uvedbe davčnih spodbud znotraj uvedenega predlaganega sistema P-računov. Kot izhodišče jemljemo uradne podatke Statističnega urada RS. Izračune temeljimo na letnem (neto) razpoložljivem dohodku gospodinjstva. Denarni razpoložljivi dohodek gospodinjstva obsega neto dohodke vseh članov gospodinjstva (dohodke iz zaposlitve, vključno z nadomestilom za prehrano in s prevozom na delo, iz samozaposlitve, pokojnine, nadomestila za brezposelnost, nadomestila za bolniško odsotnost, štipendije, družinske in socialne prejemke, obresti, dividende, denarne transferje, prejete od drugih gospodinjstev), od katerih se odštejejo transferji, plačani drugim gospodinjstvom, ter davek na premoženje, vključno z nadomestilom za uporabo stavbnega zemljišča. Tako izračunanemu denarnemu dohodku se prišteje tudi del dohodka v naravi. Sem se všttevajo bonitete za uporabo službenega avtomobila za zasebne namene in del vrednosti lastne proizvodnje samozaposlenih, tj. vrednost izdelkov, prenesenih v gospodinjstvo iz lastne delavnice, podjetja ali trgovine (SiStat, 2020).

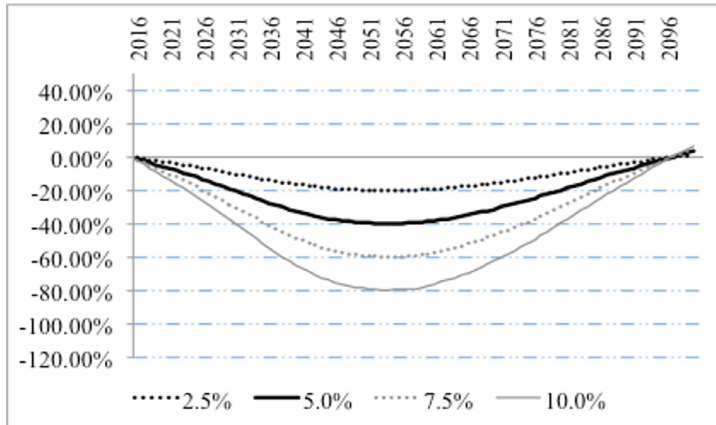
Razpoložljive dohodke uporabimo v obliki ekvivalentnega dohodka, to je dohodka na ekvivalentnega odraslega člana gospodinjstva, za kar se uporablja prilagojena ekvivalenčna lestvica OECD. Lestvica daje prvemu odraslemu članu utež 1, otrokom, mlajšim od 14 let, utež 0,3, drugim članom, starim 14 ali več let, pa utež 0,5. Podatki so zajeti po decilnih razredih. V prvem decilnem razredu je 10 % oseb iz gospodinjstev z najnižjim dohodkom, v desetem decilnem razredu pa 10 % oseb iz gospodinjstev z najvišjim dohodkom. Za posamezni decilni razred so podana povprečja razreda.

Slika 27: Neto nadomestitveno razmerje ob upokojitvi za moške v obdobju 2016–2060 pri različnih predpostavkah o velikosti obveznega drugega stebra



Vir: Berk Skok et al. (2016).

Slika 28: Stroški tranzicije pokojninskega sistema v obdobju 2016–2060 pri različnih predpostavkah o velikosti obveznega drugega stebra (v % BDP)



Vir: Berk Skok et al. (2016).

Pri uvedbi P-računov smo izhajali iz izkušenj drugih držav, kjer so se pri prostovoljnih sistemih pojavili asimetrični učinki, ko so (revnejši) deli populacije *de facto* izpadli iz sistema. Tako izhajamo iz decilnih dohodkovnih razredov in davčne spodbude kalibriramo tako, da relativno največ pridobijo ravno ti sloji. Davčne spodbude smo namreč zasnovali tako, da posamezno davčno spodbudo kalibriramo z odstotkom razpoložljivega dohodka decilnega razreda. Za izhodišče smo vzeli 7,5 % razpoložljivega dohodka in postavili degresivno višino davčnih spodbud (glej tabelo 19).

Za 5. decilni razred, kjer ekvivalentni razpoložljivi dohodek znaša 12.574 EUR letno, smo torej predpostavili 79 EUR mesečnega varčevanja, za katero bi bil posameznik nagraden z dodatnimi 30 EUR davčne spodbude, in sicer 18 EUR za vplačilo zneska prvega decilnega razreda 36 EUR (50 % mejna davčna spodbuda), dodatnih 6 EUR za razliko vplačila zneska drugega decilnega razreda 16 EUR (40-odstotna mejna davčna spodbuda), dodatne 3 EUR za razliko vplačila zneska tretjega decilnega razreda 10 EUR (30-odstotna mejna davčna spodbuda), dodatna 2 EUR za razliko vplačila zneska četrtega decilnega razreda 9 EUR (20-odstotna mejna davčna spodbuda) in 1 EUR za razliko vplačila petega decilnega razreda 8 EUR (15-odstotna mejna davčna stopnja). Seveda bi posameznik lahko vplačal več ali manj od 7,5 % razpoložljivega dohodka.

S takšnim davčnim režimom dosežemo veliko podporo šibkejšim slojem. Pod izbranimi parametri je prvi decilni razred deležen davčne spodbude 50 %, vsak naslednji decilni razred pa ustrezno nižje. Tako so posamezniki 5. decilnega razreda deležni efektivne davčne spodbude v višini 39 %, tisti iz 10. decilnega razreda pa samo 20 % (ali še manj za višje zneske), saj je mejna davčna spodbuda v tem razredu samo 2 %.

Pod predpostavko, da bi z uvedbo sistema P-računov k varčevanju pritegnili 20-odstotni delež populacije, bi se v enem letu znotraj sistema nabralo več kot 400 milijonov EUR prihrankov, vseh davčnih spodbud (in s tem fiskalne obremenitve) pa bi bilo za dobrih 100 milijonov EUR (ekvivalent 0,2 % BDP).

Predlagani sistem P-računov je torej mnogo manjši fiskalni zalogaj. V 20 letih (torej obdobje, po katerem bi posameznik lahko prosto razpolagal s sredstvi in unovčil vse pridobljene davčne olajšave) bi takšen sistem državo stal 2 milijardi EUR oziroma slabe 4 % BDP. Pri predpostavljeni 5-odstotni donosnosti sredstev bi v sistemu P-računov akumulirali približno 14 milijard EUR oziroma slabo tretjino BDP. Povprečni posameznik 1. decilnega razreda bi razpolagal z zneskom 22.500 EUR, posameznik 5. decilnega razreda 45.400 EUR in posameznik 10. decilnega razreda 86.000 EUR.

7 UČINKI UVEDBE NALOŽBENIH OBLIK POKOJNINSKEGA SISTEMA

Tabela 19: Prikaz varčevalnih in fiskalnih učinkov uvedbe P-računov

	SKUPAJ	1. decil	2. decil	3. decil	4. decil	5. decil	6. decil	7. decil	8. decil	9. decil	10. decil
Povprečni dohodek na člana gospodinjstva (EUR)	9,333	3,828	5,511	6,510	7,314	8,103	8,921	9,879	11,104	13,033	19,107
-- mesečna raven	778	319	459	543	610	675	743	823	925	1,086	1,592
Povprečni ekvivalentni dohodek na člana gospodinjstva (EUR)	14,127	5,758	8,263	9,962	11,310	12,574	13,863	15,276	17,022	19,613	27,614
-- mesečna raven	1,177	480	689	830	943	1,048	1,155	1,273	1,419	1,634	2,301
Ciljni odstotek varčevanja (glede na neto razpoložljivi dohodek)	7.5%										
Mejna vrednost davčne spodbude (pri ciljnem odstotku)		36	52	62	71	79	87	95	106	123	173
Razlika med sosednjima mejnima vrednostma davčne spodbude		36	16	11	8	8	8	9	11	16	50
Mejna davčna spodbuda		50%	40%	30%	20%	15%	12%	8%	5%	3%	2%
Mesečno privarčevana sredstva - posameznik		36	52	62	71	79	87	95	106	123	173
Letna privarčevana sredstva - posameznik		432	620	747	848	943	1,040	1,146	1,277	1,471	2,071
Mesečna davčna spodbuda		18	24	27	29	30	31	32	33	33	34
Letna davčna spodbuda		216	291	329	350	364	375	384	390	396	408
<i>Letna davčna spodbuda kot % privarčevanih sredstev posameznika</i>		50%	47%	44%	41%	39%	36%	34%	31%	27%	20%
Letno privarčevana sredstva skupaj (posam + davčna spodbuda)		648	911	1,076	1,198	1,307	1,415	1,530	1,667	1,867	2,479
Predpostavka o deležu motiviranih ekvivalentnih gosp. članov		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Privarčevana sredstva (letno)	405,968,211	18,653,926	26,228,236	30,998,518	34,492,160	37,631,601	40,749,616	44,045,510	48,005,015	53,768,855	71,394,774
Davčne olajšave (letno)	100,890,028	6,217,975	8,382,064	9,482,898	10,065,172	10,474,664	10,808,737	11,052,878	11,241,425	11,409,304	11,754,910
Privarčevana sredstva v 20 letih pri donosnosti 5% letno	14,094,912,550	22,490	31,622	37,374	41,586	45,371	49,130	53,104	57,878	64,827	86,078

8 SIMULACIJA VARČEVALNIH PROFILOV

V tem delu združimo prej povedano v simulacije potrebnega varčevanja za doseganje zelene ravni pokojnin po upokojitvi. Pri tem izhajamo iz tipskih posameznikov, ki se razlikujejo glede na svojo starost (in s tem dobo varčevanja). Izhajamo torej iz štirih kohort starosti (25, 35, 45 in 55 let) in treh dohodkovnih razredov (3., 6. in 9. decilni razred razpoložljivega dohodka na člana gospodinjstva). Glede dobe prejemanja rente predpostavljamo aktuarske tablice umrljivosti v skladu s sedanjo prakso izračunavanja rent. Predpostavimo sicer ohranjanje odmernega odstotka za nove upokojence v višini 63,5 %, kar bo veljalo, če ne bo dodatnega zaostrovanja zaradi hitrega zviševanja izdatkov za pokojnine glede na BDP. Ti izdatki so npr. ocenjeni na 15,2 % v letu 2060. Dodatno naraščanje izdatkov za pokojnine bi namreč zelo verjetno pomenilo dodatno zniževanje pokojnin (predvsem z vidika odmernih odstotkov) iz 1. pokojninskega stebra (sistem pay as you go). Zniževanje višine pokojnin je namreč ena izmed možnosti pri omejevanju rasti izdatkov za pokojnine in hkrati praksa, ki se je izvajala v preteklih letih v času kriznih ukrepov (*austerity measures*). To pomeni, da bo moralo biti pokojninsko varčevanje v 3. stebru ustrezno višje, da bo z višjimi rentami kompenziralo nižje pokojnine iz 1. stebra. Pri izračunih bomo kot input uporabili projekcije Evropske komisije iz leta 2018 (European Commission, 2018), skupaj z ocenjenimi učinki zadnjih sprememb pokojninske zakonodaje, ki so začeli veljati z letom 2020 (MDDSZ, 2019).

8.1 OPREDELITEV TIPSKIH PROFILOV POSAMEZNIKOV

Pri odločanju o višini nadomestitvenega razmerja med prvo pokojnino in zadnjo plačo je treba sprejeti nekatere predpostavke. Po obstoječi pokojninski zakonodaji se pri izračunu pokojnine skupni odmerni odstotek, ki je odvisen od dolžine pokojninske dobe, aplicira na pokojninsko osnovo. Glede pokojninske dobe bomo predpostavljali, da gre za posameznike s polno pokojninsko dobo, kar je po zdajšnji pokojninski zakonodaji 40 let. Čeprav je trenutna povprečna starost novih uživalcev pokojnin (brez uživalcev predčasne pokojnine in uživalcev z zavarovalno dobo s povečanjem), zaokroženo na cela leta, 61 let za ženske in 63 let za moške (ZPIZ, 2020), lahko z veliko gotovostjo pričakujemo, da se bo ta starostna meja v prihodnje zviševala. Tako za oboje, tako za moške kot tudi za ženske, predpostavimo enotno upokojitveno starost 65 let. V nadaljevanju se pri predpostavki o življenjskem pričakovanju sklicujemo na aktuarske tablice umrljivosti, ki ne ločijo med spoloma, tako da bodo vse simulacije za oba spola enotne. Tako ne bomo med spoloma ločevali niti pričakovane upokojitvene starosti, saj je od starosti ob upokojitvi odvisno, koliko let življenja oziroma prejemanja rente se uporabi pri izračunu višine rente.

Glede višine pokojninske osnove pa je veliko odvisno od vsakega posameznika. Pokojninska osnova se namreč izračuna na osnovi gibanja preteklih plač, kjer se po obstoječi pokojninski zakonodaji upošteva najugodnejših zaporednih 24 let. To je lahko med posamezniki zelo različno, vendar bi v splošnem pričakovali, da je to običajno zadnjih 24 let. Višina posameznikove plače se namreč skozi kariero praviloma zvišuje, če gledamo relativno glede na povprečno plačo v gospodarstvu. Seveda pa to ni nujno in v številnih primerih se posameznikom upošteva tudi plače iz npr. začetnih let kariere, če so bili takrat zaposleni v uspešnih podjetjih in na delovnih mestih, a se jim je relativni položaj pozneje poslabšal (npr. šivilje v tekstilni tovarni Mura). Hkrati je pokojninska osnova omejena tudi z minimalno in maksimalno pokojninsko osnovo. To pomeni, da bo posameznikom

iz najnižjih dohodkovnih razredov pokojnina odmerjena od minimalne pokojninske osnove namesto od njihove (nižje) dejanske pokojninske osnove. Nadomestitveno razmerje bo zato v njihovem primeru lahko bistveno višje, kot bi bilo sicer. Analogno bo posameznikom iz najvišjih dohodkovnih razredov pokojnina odmerjena od maksimalne pokojninske osnove, ne pa od njihove (višje) dejanske pokojninske osnove, zato bo nadomestitveno razmerje za take posameznike lahko bistveno nižje, kot bi bilo sicer.

Orientacijsko bi bilo zelo zaželeno, če bi imeli podatke o nadomestitvenem razmerju v praksi, vendar tega elementarnega podatka ni preprosto dobiti. Tudi ZPIZ ga ne objavlja, saj je neposredna primerjava med prvo pokojnino in zadnjo plačo pogosto problematična. Posamezniki v letu pred upokojitvijo namreč pogosto niso prejeli plače. Pri tem je aktualen predvsem status brezposelne osebe, ki pred upokojitvijo doleti številne posameznike (ali pa se zanj odločijo). Pogosto gre za aranžma, ko se zaposleni in delodajalec sporazumno dogovorita za prikaz nastopa brezposelnosti. Posameznik ob tem izkoristi nadomestilo za brezposelnost za največ mesecev, ki mu pripadajo, in ker mu v tem času teče pokojninska doba, po koncu obdobja, za katero je upravičen do nadomestila, ravno izpolni pogoje za upokojitev in se upokoji. Če je torej taka oseba v dveh letih pred upokojitvijo prejela nadomestilo za brezposelnost, se pojavi vprašanje, s katero vrednostjo primerjati prvo prejeto pokojnino, da bi se izračunalo nadomestitveno razmerje. Njegovo nadomestilo za brezposelnost namreč ne bi bila ustrezna primerjava, njegova tri leta oddaljena zadnja plača pa tudi ni neposredno primerljiva. Mi bomo tako za povprečnega posameznika predpostavljali, da je zadnjih 24 let prejel plačo, ki je bila enaka povprečni plači v gospodarstvu. To pomeni, da bo skupni odmerni odstotek, ki ga bo prejel posameznik ob upokojitvi, hkrati tudi njegovo nadomestitveno razmerje. Glede na kompleksnost izračuna nadomestitvenega razmerja na ravni posameznika teh specifik pri predpostavkah simulacij ne moremo upoštevati. Rezultate bomo prikazali relativno glede na zadnji razpoložljiv dohodek tipskega posameznika (opredeljenega glede na starostno kohorto in dohodkovni decil). Okvirno priporočilo OECD glede nadomestitvenega razmerja sicer znaša 70 %.

8.2 OPREDELITEV ZNAČILNOSTI NALOŽBENIH RAZREDOV

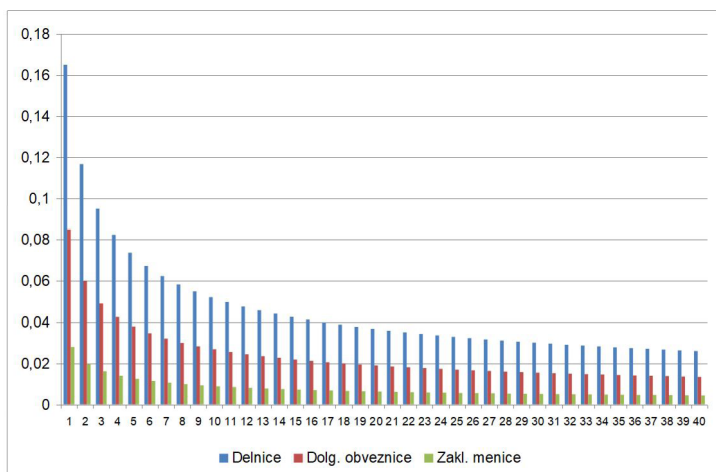
Za optimalne odločitve v okviru sistema pokojninskega varčevanja je treba poznati značilnosti osnovnih naložbenih razredov: delnic, dolgoročnih obveznic in zakladnih menic. Z značilnostmi mislimo na donosnosti, ki jih je mogoče pričakovati od posameznega naložbenega razreda, in na tveganje oziroma nestanovitnost te donosnosti. Delnice so na dolgi rok potencialno bistveno bolj donosne kot dolgoročne obveznice, vendar na krajša obdobja (tudi desetih let) bolj tvegane (nestanovitne), kar pomeni, da jim vrednost in s tem donosnost precej nihajo. To še bolj velja za delnice v primerjavi s kratkoročnimi zakladnimi menicami. Obveznice so po drugi strani manj donosne, a so na kratka obdobja tudi manj nestanovitne. Pri obveznicah se pojavlja tudi dodatno tveganje izgube kupne moči, saj gre v veliki večini izdaj za finančne instrumente, ki se glasijo na nominalno vrednost, ki ni vezana na zviševanje cen življenjskih potrebščin. Pri delnicah je to tveganje bistveno manjše. To sicer ne pomeni, da se v primeru zvišane inflacije delnice kratkoročno gibljejo pozitivno. Inflacija namreč predstavlja novo poslovno tveganje, ki se odrazi tudi na trgovanju s finančnimi instrumenti. Kljub morebitnim kratkoročnim padcem pa delnice

pridobijo na vrednosti, saj so vezane na realne naložbe podjetij, poleg tega pa zvišana raven cen pomeni večji denarni tok za izdajatelje delnic, saj skladno z zvišanjem ravni cen v gospodarstvu povečujejo cene svojim storitvam in izdelkom.

V nadaljevanju podrobneje predstavljamo dolgoročne pričakovane donosnosti treh temeljnih naložbenih razredov. Cilj je pokazati na razlike v donosnosti pokojninskega varčevanja za posameznika, ki je pripravljen in sposoben prevzemati različen obseg tveganja glede naložbene politike.

Preden se lotimo predstavitve značilnosti naložbenih razredov glede donosnosti, tveganja in končnih rezultatov, želimo pojasniti dinamični pogled na tveganje. Če proučujemo donosnosti skozi daljša obdobja naložbe, ugotovimo, da nestanovitnost teh donosov pada. Pod predpostavko naključnega hoda (*random walk*) pada s korenom obdobja investiranja. Odnos predstavljamo v spodnjem prikazu. Tako npr. v petnajstih letih nestanovitnost delnic znaša le še približno četrtno nestanovitnosti letnih donosnosti delnic. Posledica tega je, da lahko, če imamo dovolj dolg naložbeni horizont (in pokojninska varčevanja tipično so dolgoročna), dosegamo pričakovane donosnosti, ki so na dolgi rok bistveno višje od donosnosti dolgoročnih obveznic in zakladnih menic, tveganju velikih presenečenj v smislu zmanjšanja vrednosti premoženja pa smo izpostavljeni čedalje manj.

Slika 29: Prikaz nestanovitnosti temeljnih naložbenih razredov v času



Vir: Malkiel (2007) za svetovne delnice in lastni izračuni.

Zgornji prikaz je, kot je navedeno, narejen pod predpostavko naključnega hoda, ki pravi, da so donosnosti medčasovno neodvisno in identično porazdeljene (*i.i.d.*), Siegel (2002) pa celo navaja rezultate svojih empiričnih raziskav in pravi, da je učinek zmanjšanja nestanovitnosti celo še večji. Nadalje trdi, da se pri naložbenem horizontu približno 20 let nestanovitnost delnic zniža pod nestanovitnost dolgoročnih obveznic. Torej, imamo situacijo, ko so delnice dolgoročno bistveno donosnejše (gre za približno trikratnik, izraženo realno), povrh pa manj nestanovitne in so bistveno boljše zaščita pred inflacijo.

V nadaljevanju navajamo zgodovinske donosnosti temeljnih naložbenih razredov in nestanovitnosti teh donosnosti, ki jih povzemamo po različnih avtorjih. Ti seveda donosnosti navajajo v različnih obdobjih (ki so pogojena predvsem z razpoložljivostjo in letom izdaje posameznega članka oziroma knjige). Na podlagi teh podatkov o donosnosti navajamo pričakovane donosnosti in pripadajoče nestanovitnosti (merjene s standardnim odklonom donosnosti) za različne naložbene horizonte.

Donosnosti so za različna obdobja malenkostno drugačne, kar je morda na prvi pogled presenetljivo. Razlike izhajajo iz dejstva, da je treba donosnosti izračunati na podlagi razmerja med obdobjem napovedovanja (v našem primeru 10, 20, 30 in 40 let) in obdobjem zajema podatkov, ki so izraženi geometrijsko in aritmetično. Bolj ko se obdobji napovedovanja in zajema prekrivata, bolj mora napoved upoštevati geometrijsko izmerjeno donosnost in manj aritmetično izmerjeno donosnost, in obratno. Standardni odklon z daljšanjem naložbenega horizonta pada. Konservativno smo predpostavili, da velja predpostavka *i.i.d.* in torej delnice predstavili v nekoliko slabši luči, kot trdi Siegel (glej razlago zgoraj).

Zajem zgodovinskih podatkov smo temeljili na naslednjih virih⁸⁵:

- › Siegel (2002) – podatki ZDA; obdobje 1802–2001,
- › Siegel (2002) – podatki ZDA; obdobje 1946–2001,
- › Bodie, Kane, Marcus (2018) – podatki WORLD; obdobje 1926–2015,
- › Bodie, Kane, Marcus (2018) – podatki ZDA (Large Cap); obdobje 1926–2015,
- › Dimson, Marsh, Staunton (2002) – podatki ZDA; obdobje 1900–2000,
- › Dimson, Marsh, Staunton (2002) – podatki WORLD; obdobje 1900–2000,
- › Malkiel (2007) – podatki ZDA (Large Cap); obdobje 1926–2005,
- › MSCI (2020) – podatki ZDA in globalni trgi; obdobje 1969–2020.

Za projekcije donosnosti je za 40-letni naložbeni horizont smiselno upoštevati 7,47-odstotno realno donosnost delnic, 2,17-odstotno donosnost dolgoročnih obveznic in 0,97-odstotno donosnost zakladnih menic (glej tabelo 20). Realna donosnost delnic torej za več kot dvakrat presega donosnost dolgoročnih obveznic (oziroma predstavlja 3,4-kratnik) in za več kot šestkrat presega donosnost zakladnih menic (oziroma predstavlja 7,7-kratnik). Za obdobje desetih let je za 40-letni naložbeni horizont smiselno upoštevati 8,01-odstotno realno donosnost delnic, 2,29-odstotno donosnost dolgoročnih obveznic in 0,97-odstotno donosnost zakladnih menic. Za obdobje enega leta (v tabeli spodaj ni prikazano) pa so realne donosnosti po naložbenih razredih naslednje: delnice 8,17 %, dolgoročne obveznice 2,33 % in zakladne menice 0,97 %.

85 Pri donosnosti delnic smo upoštevali delnice z veliko in srednje veliko tržno kapitalizacijo (large & mid cap).

Tabela 20: Prikaz donosnosti in nestanovitnosti temeljnih naložbenih razredov v času (v %)

Obdobje	Nal. razred	Donosnost	Std. odklon
40 let	Delnice (L&M CAP)	7,47	2,93
	Dolg. obveznice	2,17	1,36
	Zakladne menice	0,97	0,48
30 let	Delnice (L&M CAP)	7,65	3,38
	Dolg. obveznice	2,21	1,57
	Zakladne menice	0,97	0,56
20 let	Delnice (L&M CAP)	7,83	4,14
	Dolg. obveznice	2,25	1,92
	Zakladne menice	0,97	0,68
10 let	Delnice (L&M CAP)	8,01	5,86
	Dolg. obveznice	2,29	2,72
	Zakladne menice	0,97	0,97

Opomba: Donosnosti so brez upoštevanja stroškov upravljanja, transakcijskih stroškov in davkov.

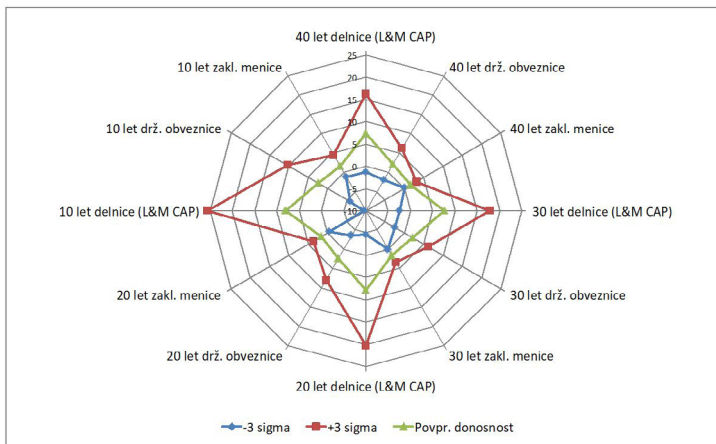
Vir: Siegel (2002), Bodie, Kane, Marcus (2009), Dimson, Marsh, Staunton (2002), Malkiel (2007) in lastni prikaz.

Pričakovane donosnosti temeljnih naložbenih razredov so torej v korist delnic, vprašati pa se moramo, kakšna je celotna porazdelitev pričakovanih donosnosti. Lahko se namreč zgodi, da imamo tudi na daljše obdobje smolo, da torej delniški trgi ne dosežajo pričakovanih donosnosti, zato v nadaljevanju predstavljamo celotne porazdelitve pri različnih naložbenih horizontih. Predstavljamo, kakšne so mejne vrednosti, ki so en, dva in tri standardne odklone oddaljene od pričakovane donosnosti za posamezni naložbeni horizont.⁸⁶

V spodnji sliki prikazujemo najbolj skrajne realizacije (3 sigma dogodke). Verjetnost, da bo nekdo v štiridesetletnem naložbenem obdobju dosegel z delnicami nižjo donosnost od -1% , znaša $0,13\%$. Ravno takšna je verjetnost, da bo dosegel višjo od približno $+16\%$. Pri desetletnem obdobju sta mejni vrednosti pri isti verjetnosti $0,13\%$ približno -10% in $+25\%$. Zanimivo je, da je pri obveznicah pri naložbenem horizontu 40 let mejna vrednost z isto verjetnostjo $0,13\%$ manjša kot pri delnicah (znaša približno -2%).

⁸⁶ Znotraj enega standardnega odklona (1 sigma) od povprečne vrednosti je pri normalni porazdelitvi $68,27\%$ vseh vrednosti, znotraj dveh standardnih odklonov (2 sigma) $95,45\%$ vseh vrednosti in znotraj treh standardnih odklonov (3 sigma) $99,73\%$.

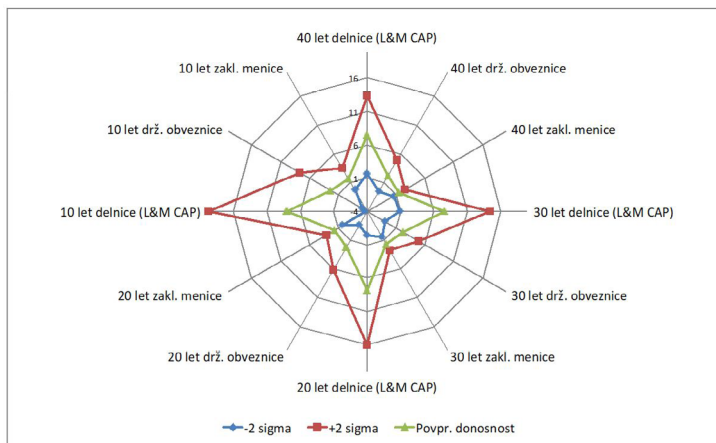
Slika 30: Prikaz mejnih vrednosti donosnosti pri treh standardnih odklonih od povprečja (3 sigma)



Vir: Siegel (2002), Bodie, Kane, Marcus (2009), Dimson, Marsh, Staunton (2002), Malkiel (2007) in lastni prikaz.

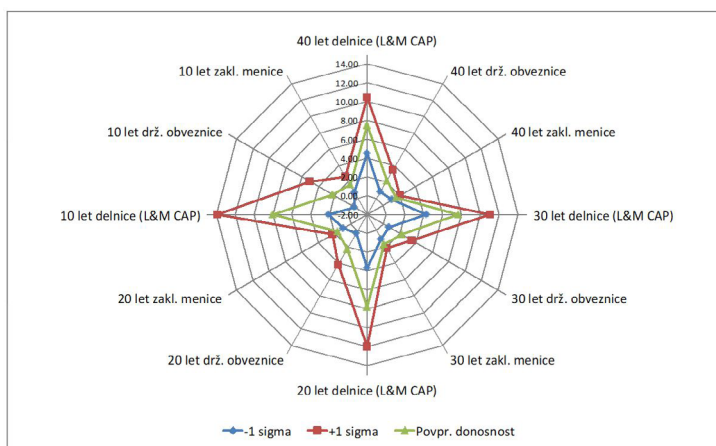
V spodnjih dveh slikah enako prikazujemo mejne vrednosti donosnosti dva in en standardni odklon od povprečnih vrednosti.

Slika 31: Prikaz mejnih vrednosti donosnosti pri dveh standardnih odklonih od povprečja (2 sigma)



Vir: Siegel (2002), Bodie, Kane, Marcus (2009), Dimson, Marsh, Staunton (2002), Malkiel (2007) in lastni prikaz.

Slika 32: Prikaz mejnih vrednosti donosnosti pri enem standardnem odklonu od povprečja (1 sigma)



Vir: Siegel (2002), Bodie, Kane, Marcus (2009), Dimson, Marsh, Staunton (2002), Malkiel (2007) in lastni prikaz.

Če ima posameznik dovolj dolg naložbeni horizont, je njegova kapaciteta prevzemati tržno tveganje povečana. Poleg naložbenega horizonta sta za potrebe pokojninskega varčevanja oziroma odločitve o optimalni alokaciji premoženja med temeljne naložbene razrede pomembna tudi dohodkovni položaj posameznika in njegovo premoženjsko stanje. Nekdo, ki ima npr. v lasti nepremičnino, pravice ali kakšno drugo premoženje, lahko svoje pokojninsko premoženje nalaga bolj agresivno (manj konservativno) oziroma lahko prevzema več naložbenega tveganja.

8.3 REZULTATI SIMULACIJ

Na podlagi predpostavko starostnih kohortah oziroma trajanju varčevanja, donosnostih naložbenih razredov, naložbene politike življenjskega cikla, življenjskega pričakovanja in razvarčevanja smo pripravili simulacije t. i. različnih varčevalnih profilov, kot je bilo razloženo v začetku poglavja.

8.3.1 Pristop

Pri oceni prihodnjih porazdelitev vrednosti lastniškega dela premoženja (portfelja) smo za simulacije uporabili modeliranje prihodnjih vrednosti oziroma premoženja, pri čemer smo izhajali iz t. i. geometrijskega Brownovega gibanja (difuzijskega procesa), ki se v finančni stroki jemlje kot osnova za modeliranje gibanja stohastičnega (nenapovedljivega) procesa vrednosti tveganih finančnih naložb. Geometrijsko Brownovo gibanje formalno zapišemo s spodnjo stohastično diferencialno enačbo:

$$dS_t = \mu S_t dt + \sigma S_t dW_t \quad (8)$$

S_t je vrednost premoženja v času t , μ je pričakovana letna donosnost, σ pa standardni odklon donosnosti. Odmik donosnosti v času t od pričakovane vrednosti je pogojen z rezultatom t. i. Wienerjevega procesa dW_t . Wienerjev proces zagotavlja naključnost odmikov od pričakovane vrednosti na podlagi predpostavke o verjetnosti porazdelitve donosnosti (praviloma uporabljamo Gaussovo porazdelitveno funkcijo).

Praktično to pomeni, da za simulacijo prihodnjih vrednosti premoženja na podlagi generatorja naključnih števil pri posamezni ponovitvi vsakokrat v posamezni časovni enoti t (v našem primeru je to eno leto) naključno določimo odmik od pričakovane (srednje) vrednosti, pogojen s standardnim odklonom porazdelitve donosnosti. Tako dobljeno simulirano donosnost za posamezno časovno enoto t apliciramo na vrednost premoženja in dobimo novo vrednost premoženja v času $t + 1$. Postopek se ponovi za želeno število časovnih enot oziroma ponovitev, na podlagi česar dobimo enega izmed možnih prihodnjih »razvojev vrednosti premoženja«. Če želimo sklepati o porazdelitvi prihodnjih vrednosti premoženja, moramo postopek (simulacijo) večkrat ponoviti. V našem primeru smo za simulacijo procesa izvedli 50.000 ponovitev možnih izidov skozi celotno obdobje. Na podlagi porazdelitve vrednosti smo potem določili vrednosti izbranih centilov porazdelitve v določenem trenutku v prihodnosti, kar nam da informacijo o neke vrste VaR (*Value-at-Risk*) vrednosti premoženja v prihodnosti, s tem pa tudi pričakovanih anuitet ob upokojitvi.

8.3.2 Predpostavke

Postavitve in predpostavke simulacije so bile naslednje:

- › posebej pripravljene simulacije za starostne kohorte 25, 35, 45 in 55 let (starost, pri kateri posameznik prične z varčevanjem za starost);
- › predpostavljeno življenjsko pričakovanje je 85 let;
- › znotraj posamezne starostne kohorte smo simulirali varčevanje za različne dohodkovne razrede, in sicer 3., 6. in 9. decilni razred razpoložljivega dohodka na člana gospodinjstva;
- › posameznik namenja 7,5 % razpoložljivega dohodka za pokojninsko varčevanje, dohodki realno rastejo po stopnji 1,8 % letno.
- › Predpostavili smo dva naložbena razreda:
 - delnice (globalni trg podjetij z visoko in srednjo velikostjo tržne vrednosti) z realno letno donosnostjo po stroških upravljanja (te smo predpostavili v višini 1 odstotne točke) 7,18 % in s standardnim odklonom 18,53 %;
 - mešanico državnih obveznic in zakladnih menic z realno letno donosnostjo po stroških upravljanja (te smo predpostavili v višini 1 odstotne točke) 2 % in s standardnim odklonom 3 %;
 - glede na podatke za zadnjih 20 let predpostavimo, da je stopnja korelacije med delniškim in obvezniškim trgom enaka 0.
- › Poleg omenjenih dveh naložbenih razredov smo predpostavili še »tradicionalno obliko varčevanja« v Sloveniji, to je bančni depozit, za katerega predpostavljamo realno donosnost 0,97 % in standardni odklon 0 % (netvegana naložba).

- › Pri naložbeni politiki smo predpostavili t. i. naložbeno politiko življenjskega cikla z naslednjo alokacijo glede na starost posameznika:
 - med 25. in 45. letom starosti posameznika se 100 % vplačil naloži v delnice;
 - med 45. in 55. letom starosti posameznika se 75 % vplačil naloži v delnice, 25 % pa v obveznice;
 - med 55. in 65. letom starosti posameznika se 50 % vplačil naloži v delnice, 50 % pa v obveznice;
 - po 65. letu starosti se ne vplačuje več, 20 % premoženja je naloženega v delnice, 80 % v obveznice, posameznik pa letno prejema ustrezno izračunano anuiteto (razvarčuje).
- › Ker gre za dolgoročno obliko varčevanja iz razpoložljivega dohodka, smo predpostavili davčno nevtralnost.

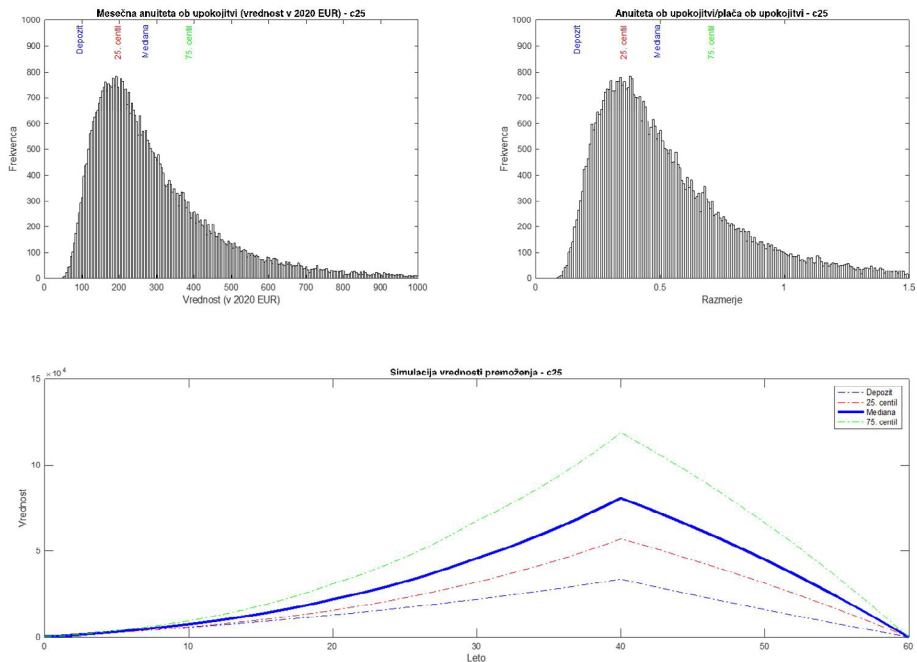
8.3.3 Podrobni rezultati simulacij po kohortah in dohodkovnih razredih

S simulacijami smo dobili 50.000 možnih izidov sprememb premoženja od pričetka varčevanja (25, 35, 45, ali 55 let starosti) do upokojitve (65 let) in potem razvarčevanja do pričakovane starosti (85 let). Iz porazdelitve vseh možnih izidov smo izračunali 5., 25., 50. (mediana), 75. in 95. centil porazdelitve, kar nam da podatek o porazdelitvenih lastnostih vrednosti, ki jih opazujemo. Tako smo ob upokojitvi na podlagi privarčevanega zneska izračunali pričakovano anuiteto za naslednjih 20 let. To anuiteto smo delili z zadnjim razpoložljivim dohodkom pred upokojitvijo in tako ocenili, koliko tega se lahko nadomesti iz privarčevanih sredstev.

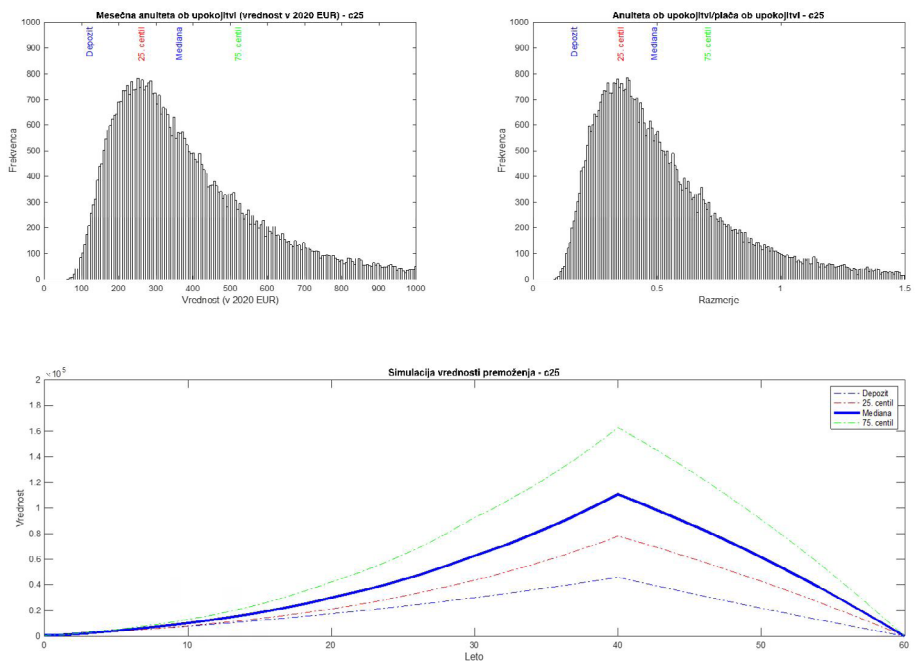
V naslednjih slikah prikazujemo rezultate simulacij po posameznih starostnih kohortah in treh izbranih decilnih razredih razpoložljivega dohodka. Slike so sestavljene iz treh grafikonov. Na grafikonu levo zgoraj je prikazana pričakovana mesečna anuiteta ob upokojitvi, preračunana na vrednost v letu 2020. Na grafikonu desno zgoraj je prikazano razmerje med pričakovano anuiteto ob upokojitvi in zadnjim razpoložljivim dohodkom pred upokojitvijo. Razmerje nam kaže, koliko je ob upokojitvi v posameznem primeru možno nadomestiti zadnji razpoložljiv dohodek iz plače. Spodnji grafikon na vsaki sliki pa prikazuje 25., 50. (mediana) in 75. centil porazdelitev privarčevanega zneska v času do upokojitve in potem po upokojitvi do predpostavljene življenjskega pričakovanja, to je 85 let. Grafikon je opremljen tudi s primerom, ko bi posameznik privarčeval enak znesek, a bi ga v celoti vložil v namišljeni (netvegan) »bančni depozit«, za katerega smo predpostavili realno obrestno mero slabega enega odstotka, kar je sicer tradicionalna oblika varčevanja v Sloveniji.

Slika 33: Podroben prikaz simulacij po posameznih starostnih kohortah pričetka varčevanja in izbranih dohodkovnih razredih

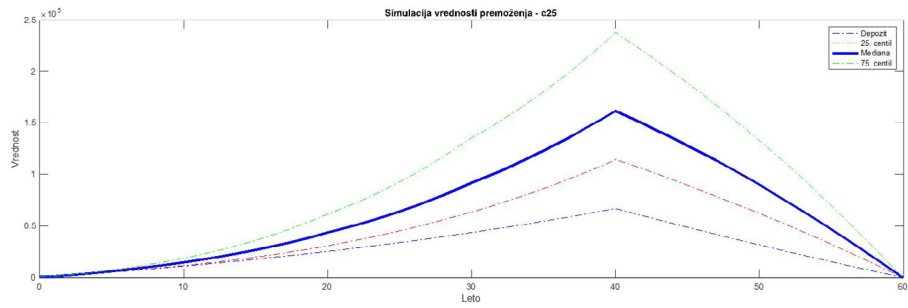
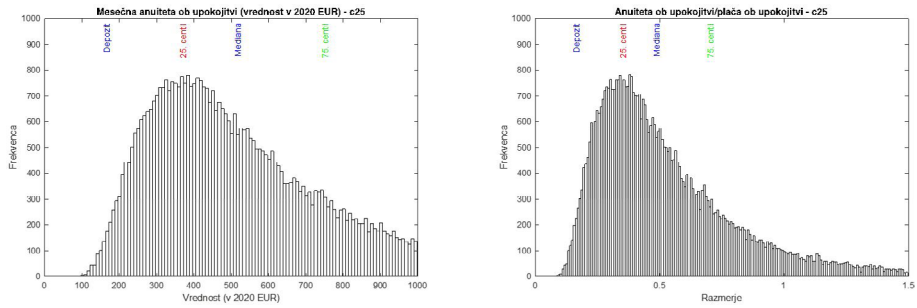
Pričetek varčevanja pri 25. letih, 3. dohodkovni decilni razred



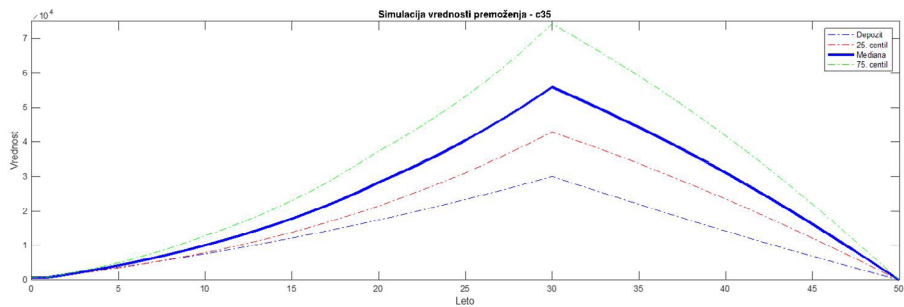
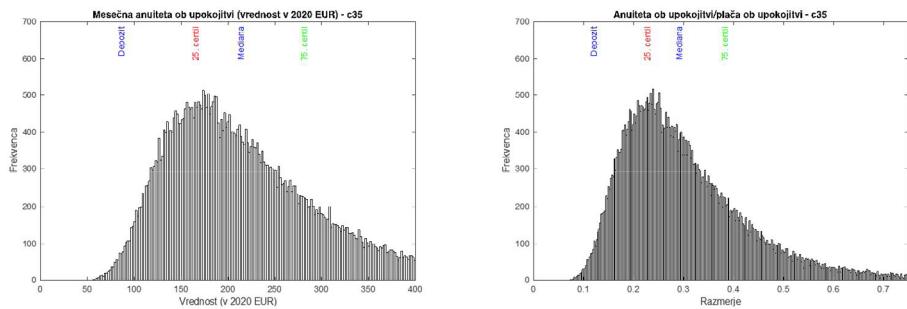
Pričetek varčevanja pri 25. letih, 6. dohodkovni decilni razred



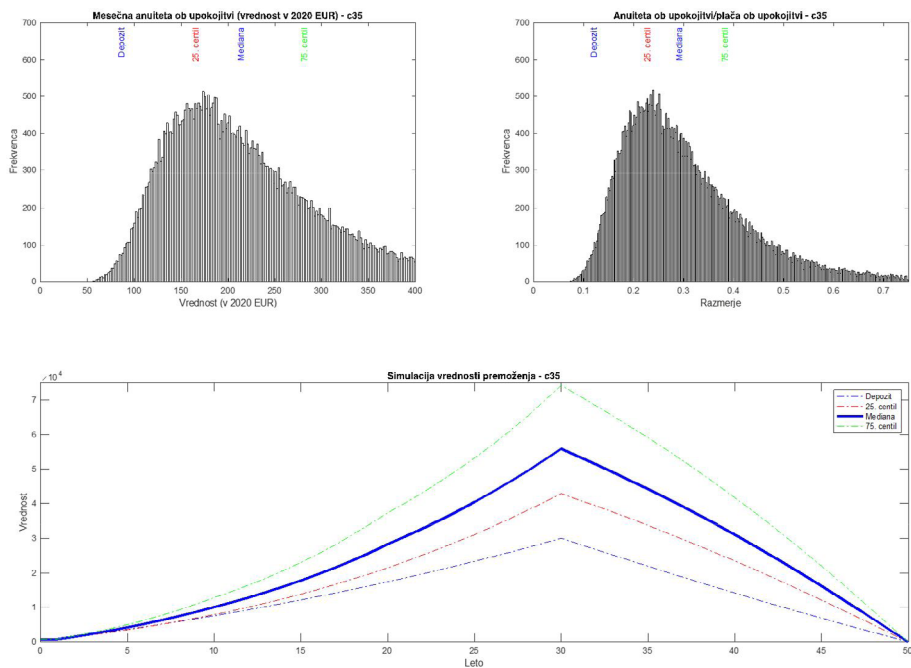
Pričetek varčevanja pri 25. letih, 9. dohodkovni decilni razred



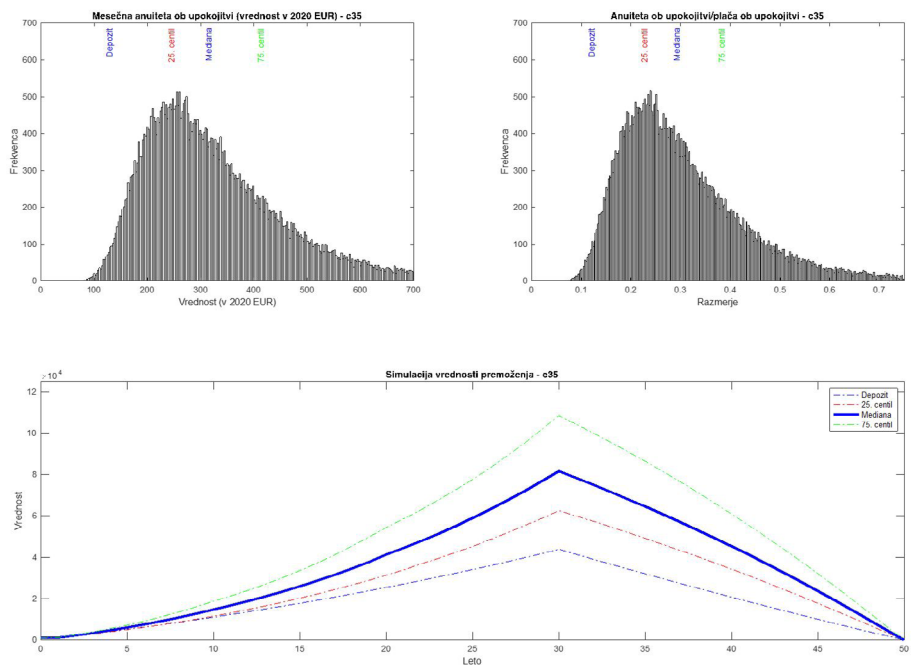
Pričetek varčevanja pri 35. letih, 3. dohodkovni decilni razred



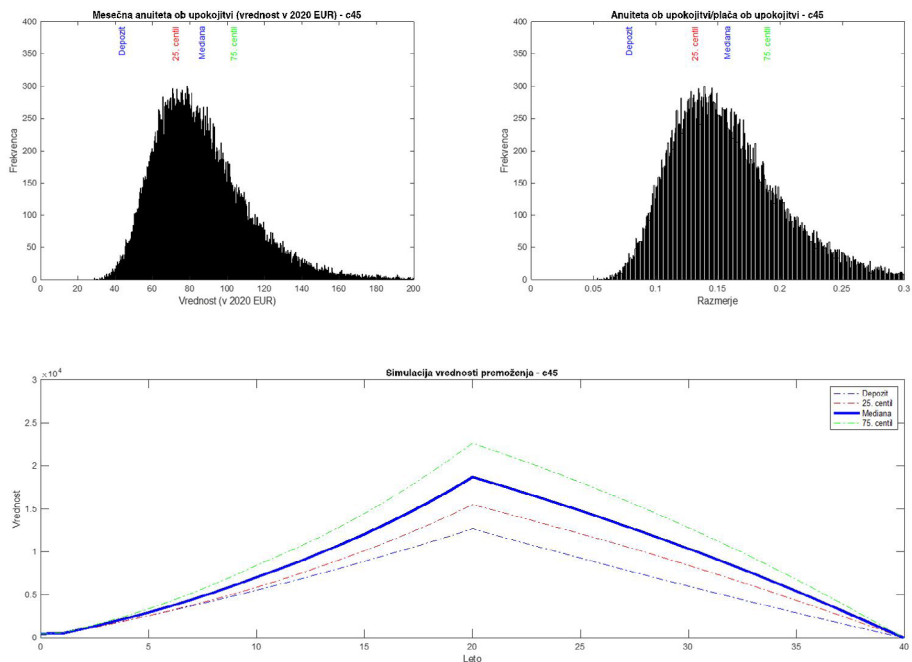
Pričetek varčevanja pri 35. letih, 6. dohodkovni decilni razred



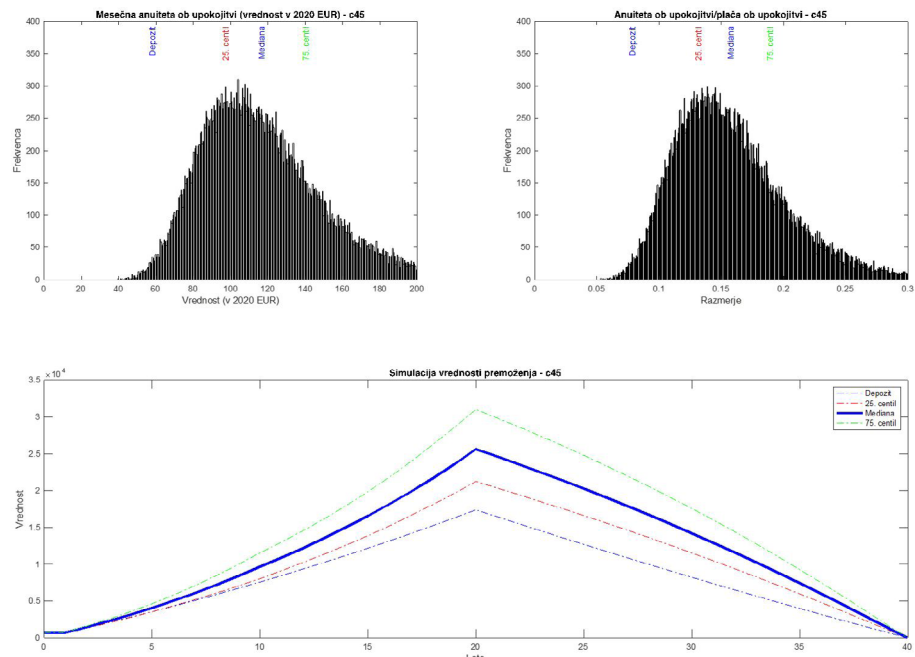
Pričetek varčevanja pri 35. letih, 9. dohodkovni decilni razred



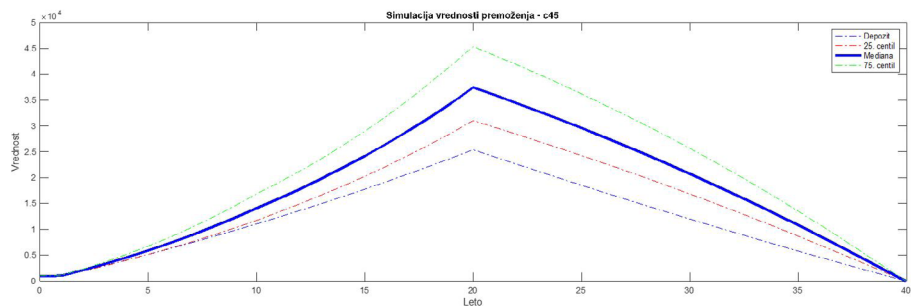
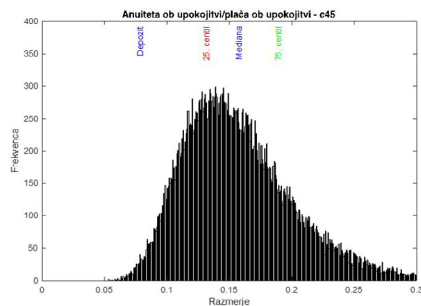
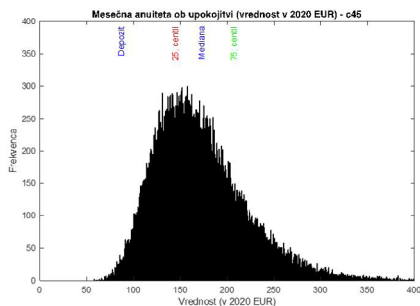
Pričetek varčevanja pri 45. letih, 3. dohodkovni decilni razred



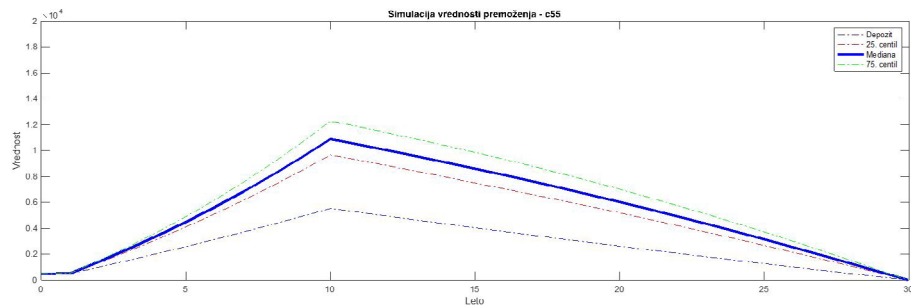
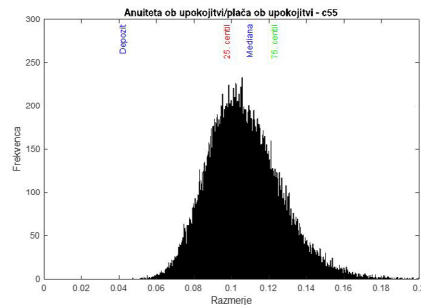
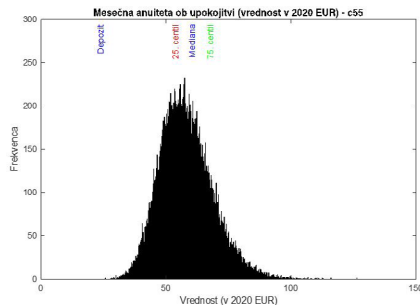
Pričetek varčevanja pri 45. letih, 6. dohodkovni decilni razred



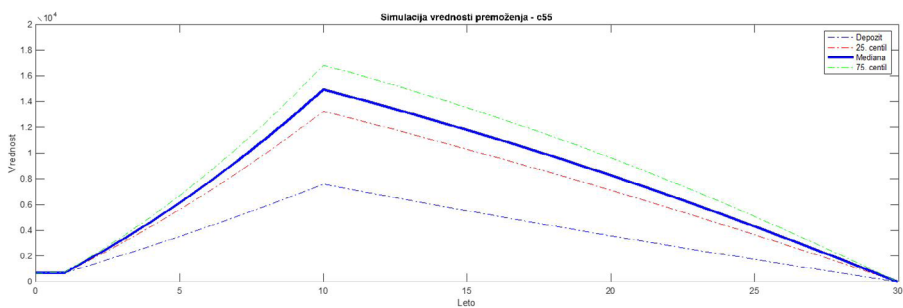
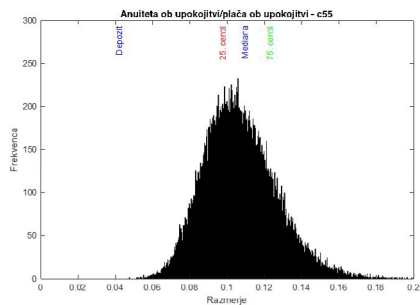
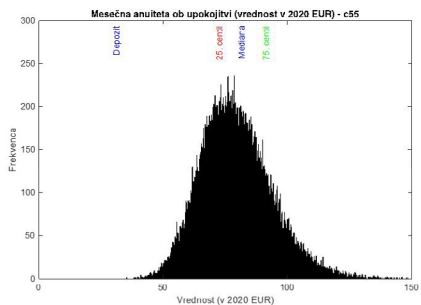
Pričetek varčevanja pri 45. letih, 9. dohodkovni decilni razred



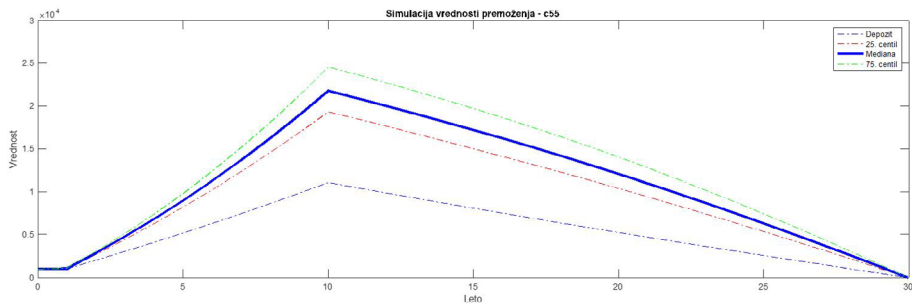
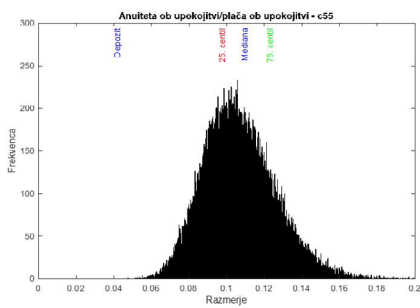
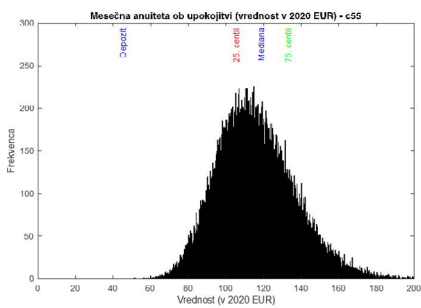
Pričetek varčevanja pri 55. letih, 3. dohodkovni decilni razred



Pričetek varčevanja pri 55. letih, 6. dohodkovni decilni razred



Pričetek varčevanja pri 55. letih, 9. dohodkovni decilni razred



8.3.4 Agregatni rezultati simulacij po kohortah in dohodkovnih razredih

V tabeli 21 prikazujemo povzetek razmerij med anuitetami na podlagi privarčevanega zneska ob upokojitvi in zadnjim razpoložljivim dohodkom pred upokojitvijo za vse starostne kohorte oziroma pričetke varčevanja. Poleg tega je v tabeli 21 dodan tudi stolpec, ki prikazuje, kolikšno bi bilo to razmerje, če bi posameznik privarčeval mesečno oziroma letno enak znesek in ga vložil v »bančni depozit«, to je v tradicionalno obliko varčevanja v Sloveniji.

Tabela 21: Razmerja med anuiteto na podlagi privarčevanih sredstev in zadnjim razpoložljivim dohodkom pred upokojitvijo glede na začetek varčevanja in porazdelitev možnih vrednosti premoženja ob upokojitvi

Starost ob pričetku varčevanja	"Depozit"	Centil simulirane vrednosti premoženja ob upokojitvi				
		5	25	50	75	95
25	13,3 %	20,4 %	32,3 %	45,6 %	67,2 %	122,0 %
35	10,4 %	14,8 %	21,1 %	27,6 %	36,6 %	56,2 %
45	7,2 %	9,7 %	12,5 %	15,1 %	18,3 %	24,4 %
55	3,8 %	7,8 %	9,3 %	10,5 %	11,9 %	14,1 %

Vir: Lastni izračuni.

Če se osredotočimo na mediansko vrednost, to je 50. centil, vidimo, da je le ob pričetku varčevanja zelo zgodaj možno v povprečju zagotoviti ustrezno nadomestilo zmanjšanja dohodka ob upokojitvi. Glede na podatke o povprečnem razpoložljivem dohodku na člana gospodinjstva po decilih, 7,5 %, namenjenih za pokojninsko varčevanja v letu 2020, je to 41 EUR za 3. decilni razred, 56 EUR za 6. decilni razred in 81 EUR za 9. decilni razred na mesec. Glede na podatke MDDSZ se povprečni znesek v višini 59 EUR na podlagi te simulacije ravno ujema s povprečnim zneskom, ki ga posamezniki trenutno namenjajo pokojninskemu varčevanju v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja. To sicer ne pomeni, da posamezniki dovolj varčujejo. Drži sicer, da dodatno pokojninsko zavarovanje ni edina oblika pokojninskega varčevanja, saj obstajajo tudi vzajemni skladi, depoziti in drugo, zato je ta znesek podcenjen. Po drugi strani pa podatki simulacij kažejo, da s poznejšim pričetkom varčevanja zmožnost nadomeščanja dohodka iz dela ob upokojitvi hitro pada. Posameznik, ki prične varčevati za starost v omenjeni obliki in pod omenjenimi predpostavkami v 35. letu starosti, lahko pričakuje v povprečju le še 27-odstotno nadomestitev razpoložljivega dohodka v zadnjem letu pred upokojitvijo. Pri pričakovanem odmernem odstotku iz naslova prvega stebra (brez predpostavke dodatnega zaostrovanja državnega financiranja pokojnin iz proračuna) v višini 63,5 % bi to za posameznika, ki prične z varčevanjem v 35. letu starosti, zelo poenostavljeno povedano pomenilo, da bi si lahko skupaj s pričakovano pokojnino iz prvega stebra zagotovil 90 % zadnjega razpoložljivega dohodka pred upokojitvijo. Če upoštevamo, da je pred upokojitvijo namenil 7,5 % tega dohodka za varčevanje za starost, si bo tako ravno še lahko zagotovil nespremenjen življenjski standard. Glede na pozno vstopanje mladih v redno zaposlitev in siceršnje takojšnje potrebe po dolgoročnih dobrinah, predvsem stanovanjskih, lahko sklepamo, da se posamezniki v povprečju bistveno pozneje odločajo za pokojninsko varčevanje in še to verjetno velja zgolj za višje dohodkovne razrede. V nižjih dohodkovnih razredih je dejanska

stopnja varčevanje bistveno nižja, s tem pa bo tudi padec življenjskega standarda ob upokojitvi toliko večji. Povedano drugače, pri poznejšem pričetku varčevanja bi bilo treba varčevati več kot 7,5 % razpoložljivega dohodka za doseg enakega »nadomestnega« razmerja.

Za predstavitev rezultatov simulacij v absolutnih zneskih v tabeli 22 prikazujemo povzetek vrednosti anuitet v EUR na podlagi privarčevanih sredstev ob upokojitvi v letu 2020 glede na začetek varčevanja (za vse kohorte) in porazdelitev možnih vrednosti premoženja ob upokojitvi, skupaj s sedanjo vrednostjo anuitete, ki bi je bil posameznik deležen, če bi enak znesek investiral v (netvegan) »bančni depozit«.

Tabela 22: Vrednost anuitet na podlagi privarčevanih sredstev v letu 2020 v EUR glede na začetek varčevanja in porazdelitev možnih vrednosti premoženja ob upokojitvi

Panel A: kohorta 25 let						
Mesečni dohodek v letu 2020 v EUR	"Depozit"	Centil simulirane vrednosti premoženja ob upokojitvi				
		5	25	50	75	95
543	72	110	175	248	365	662
743	99	151	240	339	500	907
1086	145	221	350	496	730	1325
Panel B: kohorta 35 let						
Mesečni dohodek v letu 2020 v EUR	"Depozit"	Centil simulirane vrednosti premoženja ob upokojitvi				
		5	25	50	75	95
543	56	80	115	150	199	305
743	77	110	157	205	272	418
1086	113	161	230	299	398	610
Panel C: kohorta 45 let						
Mesečni dohodek v letu 2020 v EUR	"Depozit"	Centil simulirane vrednosti premoženja ob upokojitvi				
		5	25	50	75	95
543	39	53	68	82	99	132
743	54	72	93	112	136	181
1086	78	105	136	164	199	265
Panel D: kohorta 55 let						
Mesečni dohodek v letu 2020 v EUR	"Depozit"	Centil simulirane vrednosti premoženja ob upokojitvi				
		5	25	50	75	95
543	20	42	51	57	64	76
743	28	58	69	78	88	105
1086	41	85	101	114	129	153

Vir: Lastni izračuni.

9 SKLEPNE UGOTOVITVE

V prihodnjih desetletjih bodo Slovenija in druge evropske države soočene z močnim staranjem prebivalstva. V skladu z najnovejšimi Eurostatovimi demografskimi projekcijami se bo v Sloveniji delež starih 65 let in več do leta 2060 povečal s sedanjih 20 % na 31 % oziroma na skoraj tretjino vsega prebivalstva. Na drugi strani se bo delež prebivalcev v delovni starosti 20–64 let predvidoma znižal s sedanjih 60 % na 51 % vseh prebivalcev. To pomeni, da se bo razmerje med navedenima starostnima skupinama izrazito zaostri, saj se bo število starih 65+ na 100 prebivalcev v delovni starosti skoraj podvojilo – s 33 v letu 2019 na 62 v letu 2060. Že do leta 2050 pa se bo to razmerje povečalo na 60 in tudi nasploh se bo opisani proces staranja prebivalstva skoraj v celoti realiziral že do leta 2050, kar pomeni v prihodnih treh desetletjih. Ne gre torej za neko imaginarno zelo oddaljeno prihodnost, ki zdajšnje generacije ne bo zadevala, temveč za obdobje, ko bo še živa velika večina zdaj aktivnega prebivalstva, za mlade pa to velja še toliko bolj.

Običajno imamo ob negativnih ekonomskih oziroma javnofinančnih učinkih staranja prebivalstva v mislih negativni učinek padajočega deleža prebivalcev delovne starosti v celotnem prebivalstvu. Hkrati narašča delež prebivalcev, starih 65+, ki prejemajo pokojnine ter storitve zdravstva in dolgotrajne oskrbe. V pričujoči študiji namesto tega osnovnega kazalnika uporabimo rezultate analize Računov nacionalnih transferjev (NTA), ki prikazujejo dejanski obseg proizvodnje in potrošnje v posamezni starosti. S tem izračunamo efektivno število proizvajalcev in potrošnikov ter s tem dejansko zmanjševanje razmerja med proizvajalci in potrošniki. Rezultati kažejo, da bo ta učinek na gospodarsko rast negativen (ta učinek imenujemo tudi prva demografska dividenda), in sicer bo v obdobju med letoma 2020 in 2060 kumulativno znašal –18 %. Za toliko bo torej povečanje BDP v tem obdobju manjše, kot bi bilo brez demografskih sprememb. Gre za nadpovprečno visoko negativno vrednost med državami EU, saj bodo v tem obdobju demografska gibanja v Sloveniji izrazito neugodna. V 90. letih in v obdobju po letu 2000 smo namreč imeli še posebno nizko raven rodnosti in te številčno majhne generacije bodo skozi obdobje projekcij predstavljale delovno prebivalstvo. Na drugi strani se nam življenjsko pričakovanje podaljšuje hitreje kot je evropsko povprečje, ki smo ga medtem tudi že presegli.

Kljub temu pa poleg te prve demografske dividende, ki jo imamo običajno v mislih pri vplivu staranja prebivalstva na gospodarsko rast in vzdržnost javnofinančnega sistema, lahko nastopi tudi pozitivna druga demografska dividenda. Za izračun druge demografske dividende po državah EU uporabimo pristop Mason & Lee (2007). Glede na obstoječe starostne vzorce proizvodnje, porabe, transferjev in prerazdeljevanja iz naslova sredstev so države lahko v prihodnje deležne pomembnega pozitivnega učinka na gospodarsko rast iz naslova druge demografske dividende. Gre za mehanizem, da se zaradi staranja prebivalstva povečajo varčevanje in naložbe, saj morajo posamezniki varčevati vedno več, da lahko financirajo vedno daljše obdobje ekonomske odvisnosti v starosti ob tem, ko se življenjsko pričakovanje podaljšuje. Ob višjem varčevanju oziroma naložbah pa se prek višje kapitalske opremljenosti dela zviša produktivnost oziroma dohodki. Ta pozitivni učinek pa nastopi samo, če posamezniki sami financirajo svojo potrošnjo skozi varčevanje. Tega pozitivnega učinka v obliki druge demografske dividende namreč ni, če starejši financirajo svojo potrošnjo skozi (javne ali zasebne) transferje, kot je npr. pokojninski sistem pay as you go. Izkaže se, da je Slovenija med državami, kjer posamezniki najmanj financirajo svojo potrošnjo skozi

varčevanje, pri čemer je ključna vloga naložbenega financiranja pokojninskega sistema. Pozitivni učinek druge demografske dividende znaša za obdobje 2020–2060 kumulativno samo 2%, kar skupaj z -18-odstotnim učinkom prve demografske dividende znese -17% učinka obeh demografskih dividend skupaj. Starejši financirajo svojo potrošnjo predvsem s transferji tudi v Grčiji, Estoniji, Avstriji, zato so pozitivni učinki druge demografske dividende nizki oziroma jih praktično ni. Na drugi strani pa na Irskem ta učinek zmanjša negativni učinek prve demografske dividende za več kot dve tretjini, v Veliki Britaniji ga povsem nevtralizira, medtem ko v Luksemburgu pozitiven učinek druge demografske dividende celo povsem pretehta negativni učinek prve demografske dividende. Pozitiven skupen učinek obeh dividend smo izračunali tudi za Ciper, kjer znaten pozitiven učinek druge demografske dividende izniči učinek prve demografske dividende, ki je zgolj rahlo negativen. Tako lahko s spodbujanjem naložbenega pokojninskega varčevanja dosežemo višjo gospodarsko rast, hkrati pa je na ta način pokojninski sistem manj ranljiv za negativna demografska gibanja, saj privarčevana sredstva čakajo vsakega posameznika, namesto da bi bil odvisen od zmanjševanja števila tistih v delovni starosti, ki plačujejo pokojninske prispevke.

Poleg tega pozitivnega makroekonomskega vpliva pa je dodatno varčevanje tudi način doseganja zelene oziroma zastavljene ravni pokojnine, saj lahko posamezniki tako znižajo padec v kupni moči oziroma življenjski ravni po upokojitvi. Če si zadamo doseganje 70% nadomestitvenega razmerja (prva pokojnina glede na zadnjo plačo), ki ga kot priporočilo omenja npr. OECD, bo potrebno dodatno varčevanje že ob obstoječi ravni pokojnin iz 1. pokojninskega stebra. Če pa bi se hitro rastoči izdatki za pokojnine (kot % BDP) omejevali z zniževanjem ravni pokojnin iz 1. stebra, pa bi bilo potrebno dodatno pokojninsko varčevanje še toliko višje.

Ugotovitve glede dejavnikov dolgoročnega pokojninskega varčevanje z vidika vedenjskih pristranskosti posameznika nakazujejo, da so sistemi opt-in, kjer je posamezniku prepuščena odločitev o 1) začetku varčevanja, 2) obsegu varčevanja, 3) trajanju varčevanja in 4) naložbeni politiki, neučinkoviti z vidika družbenih ciljev varčevanja za starost oziroma kapitalskih sistemov pokojninskega varčevanja. Ker so posamezniki praviloma pasivni, se prepuščajo privzetim stanjem, zato se ne odločajo (ali pa se odločajo prepozno) za takšno varčevanje in varčujejo prenizke zneske. Večina, vsaj v Sloveniji, praviloma izbere zelo konservativne oblike naložb (kar je praviloma tudi neučinkovito z vidika razmerja med dolgoročno donosnostjo in tveganjem) in je nagnjena k temu, da kumulirane privarčevane zneske nenamensko in predčasno potroši (če seveda ne obstajajo kazni v obliki davčnih odtegljajev oziroma visokih izstopnih stroškov). S tega vidika je torej, kot kažejo tudi izkušnje drugje, primernejši t. i. sistem opt-out (izključitveni sistem), pri katerem so vsi posamezniki privzeto vključeni v neki temeljni kapitalski sistem pokojninskega varčevanja, kjer so predpisani pogoji za pristop, znesek vplačil in večinoma tudi naložbena politika.

Rezultati simulacij, ki smo jih pripravili ob predpostavkah 1) različnih starostnih kohort pričetka varčevanja, 2) različnih dohodkovnih razredov in 3) različnih naložbenih politik v skladu s teorijo življenjskega cikla, kažejo, da je treba za zagotovitev primerne dopolnitve pričakovane pokojnine iz prvega stebra nameniti med 7% in 8% razpoložljivega dohodka, naložiti to po principih naložbene politike življenjskega cikla in pričeti s tovrstnim dolgoročnim varčevanjem najpozneje do 35. leta starosti (ob predpostavljani upokojitveni starosti 65 let in življenjskem pričakovanju 85 let). Razlika med enako privarčevanim zneskom, naloženim v depozit, in privarčevanimi zneski,

naloženimi v skladu z naložbeno politiko življenjskega cikla, je lahko tudi do več kot trikratna (razlika med mediansko vrednostjo in vrednostjo sredstev v depozitu), pri čemer je prevzeto tveganje (v primerjavi z depozitom) relativno primerljivo na dolgi rok.

Ocenjujemo, da Slovenija potrebuje takojšnjo nadgradnjo sistematično urejenega pokojninskega varčevanja. K temu bodo morda pomagali sistemski ukrepi EU. Z letošnjim letom namreč v neposredno veljavo, torej brez potrebe po sprejetju zakonodaje na državni ravni, stopa ureditev PEPP (Pan-European Personal Pension Product), ki bo vsem prebivalcem omogočala sistematično varčevanje za starost. Država bi morala prepoznati to priložnost in tej obliki podeliti ugoden davčni status. Praktično je to vse, kar mora država narediti. Ureditev lahko sledi dobrim praksam držav, ki ločujejo tretji pokojninski steber od drugega. Zasnova t. i. P-računov je bila za Slovenijo zamišljena že v letu 2010 in predstavljena v študiji, ki jo je financirala Ljubljanska borza (glej Berk Skok, 2010), treba jo je samo logično implementirati. Predlog P-računov dopušča zelo prilagodljive varčevalne oblike, vanj so pritegnjeni raznovrstni ponudniki, vključno z upravljavci premoženja, ki so zelo podkovani pri oblikovanju dolgoročnih varčevalnih produktov. Predlog dodaja varčevalne produkte, saj je pokojninsko varčevanje zaradi previdnosti pri vzpostavljanju pokojninskih sistemov zasidrano v zavarovalniških produktih. V okviru tretjega stebra predlagamo, da država posameznikom omogoča vključitev ne glede na zaposlitveni status, dovolj naj bo zavezanost plačevanju davkov. Vključitev naj implicira tudi (drugačne) davčne olajšave. Varčevanje naj poteka po ločenih pokojninskih računih oziroma evidencah, pravice pa naj bodo prilagodljive, torej omogočajo naj se izplačila, ki niso vezana na formalno upokožitev. Nekatere države so spoznale, da je ne glede na vzpostavljen sistem spodbud vključenost prebivalstva zelo heterogena. V pokojninskih oblikah varčujejo sloji z višjimi dohodki, finančno šibkejši sloji populacije pa v varčevalni pokojninski sistem niso vključeni. Napredne države na področju sistemsko urejenega okvira pokojninskega varčevanja zato uvajajo element obveznosti, ki pa navadno zahteva angažiranje precejšnjih fiskalnih sredstev za dobrobit varnejše in bogatejše prihodnosti. To zahteva tudi kompleksne razmisleke glede prilagoditve trenutnega ustroja pokojninskega varčevanja. Od tako celovite rešitve smo v Sloveniji precej oddaljeni, po drugi strani pa jo potrebujemo takoj.

Zaradi teh spoznanj predlagamo, da se končno uvede nov tretji steber, ki se lahko imenuje sistem P-računov ali kako drugače in lahko sodi pod okrilje koncepta PEPP. Vzpostavi naj se davčna obravnava, ki najbolj nagradi nizke vplačane zneske, ob višjih zneskih pa polagoma izzveni. Tako bomo slojem prebivalstva, ki razpolagajo z nizkimi dohodki, omogočili udeležbo na kapitalnih trgih in s tem na dolgi rok višjo potrošnjo ter jih tako najbolj nagradili za ustvarjanje morda njihovih prvih prihrankov. Zaradi elementa prostovoljnosti je potrebno aktivno finančno opismenjevanje, pri čemer bodo profesionalni upravljavci premoženja državi radi priskočili na pomoč.

10 LITERATURA IN VIRI

- Ackert, L. F. & Deaves, R. (2010). *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets*. Ohio: South-Western, Cengage Learning.
- Advinda. (2020). An Overview of the U. S. Pension System. 17. 3. 2020. Pridobljeno iz Advinda: <https://advinda.com/an-overview-of-the-us-pension-system/>
- AFMA. (2019). FMA Annual Reports: FMA Annual Report 2019. Pridobljeno iz Austrian Financial Market Authority: <https://www.fma.gv.at/en/publications/fma-annual-report/>
- Agnew, J. & Mitchell, O. S. (2018). How FinTech is Reshaping the Retirement Planning Process. V Agnew, J & Mitchell, O. S. (ur.). *The Disruptive Impact of FinTech on Retirement Systems*. Oxford: Oxford University Press.
- AIMA. (2019). UK Pension Schemes and Alternative Investments. Pridobljeno iz AIMA - Alternative Investment Management Association: <https://www.aima.org/asset/10F4CE8A-FEE4-4B15-8C747B5C74AAE50C/>
- Almenberg, J., & Nickel, C. (2007). Ageing, Pension Reforms and Capital Market Development in the New EU Member States and Other Transition Countries. 04.04.2020. Pridobljeno iz Research Institute of Industrial Economics: https://www.ifn.se/eng/publications/policy-papers/2006/17_1
- Andersen, J. G. (2016). The Danish Pension System. Aalborg University, Policy network.
- Andersen, T. M. (2015). CESifo Forum - Robustness of the Danish Pension System. 04.03.2020. Pridobljeno iz CESifo: <https://www.cesifo.org/DocDL/dice-report-2015-2-andersen-pension-june.pdf>
- Anderson, K. M. (December 2015). Occupational Pensions in Sweden. Pridobljeno iz Friedrich Ebert Stiftung: <http://library.fes.de/pdf-files/id/12113.pdf>
- Ando, A. & Modigliani, F. (1963). The "Life Cycle Hypothesis" of Saving: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review*, 53(1), str. 55-84.
- Ariely, D. & Wertenbroch, K. (2002). Procrastination, Deadlines, and Performance: Self-Control by Precommitment. *Psychological science*, 13(3), str. 219-224.
- ASFA. (2018). Superannuation Statistics, December 2018. Pridobljeno iz ASFA: <https://www.superannuation.asn.au/>
- Babalos, V., Balcilar, M., Gupta, R. (2015). Herding behavior in real estate markets: Novel evidence from a Markov-switching model. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 8, str. 40-43.
- Barber, B. M. & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), str. 261-292.
- Barber, B. M. & Odean, T. (2005). Individual Investors. V Thaler, R.H. (ur.), *Advances in Behavioral Finance* (2. izd.) (str. 543-569). New York: Russell Sage Foundation.
- Barna, F., & Mura, P.-O. (2010). Capital Market Development And Economic Growth: The Case Of Romania. *Annals of the University of Petroșani, Economics*, 10(2), 31-42.
- Baumeister, R.F. (2002). Yielding to Temptation: Self-Control Failure, Impulsive Purchasing, and Consumer Behavior. *Journal of Consumer Research*, 28(4), str. 670-676.
- Bejkovic, P. (2019). The Croatian Pension System and Challenges of Pension Policy. V Z. Petak, & K. (Kotarski, Policy-Making at the European Periphery: The case of Croatia (str. 229-245). London: Palgrave Macmillan.
- Benartzi, S., Thaler, R. H. (1999). Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments. *Management Science*, 45(3), str. 364-381.
- Benartzi, S., Thaler, R. H. (2005a). Naive diversification strategies in defined contribution savings plans. V Thaler, R.H. (ur.), *Advances in Behavioral Finance* (2. izd.) (str. 543-569). New York: Russell Sage Foundation.

- Benartzi, S., Thaler, R. H. (2005b). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. V Thaler, R. H. (ur.), *Advances in Behavioral Finance* (2. izd.) (str. 543–569). New York: Russell Sage Foundation.
- Benartzi, S., Thaler, R. H. (2007). Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior. *Journal of Economic Perspectives*, 21(3), str. 81–104.
- Berk Skok, Aleš, Jašovič, Božo. (2007). Z večstebnim sistemom do blaginje posameznika in družbe. Bančni vestnik, letnik 56, številka 12, 2007.
- Berk Skok, Aleš, Musil, Matjaž, Vovk, Boštjan. (2010). Rešitve v dodatnem pokojninskem sistemu, Ekonomska fakulteta.
- Berk Skok, A., Čok, M., Košak, M., Sambt, J. (2013). The Role of Asset Allocation Decisions in planning for a Private Pensions: The Case of Slovenia. *Economic and Business Review*, 15(2), str. 79–112.
- BERK SKOK, Aleš, ČOK, Mitja, KOŠAK, Marko, SAMBT, Jože. (2013) CEE transition from PAYG to private pensions : income gaps and asset allocation. *Finance a úvěr*, vol. 63, št. 4, str. 360–381.
- BERK SKOK, Aleš, JOVANOVIĆ, Dragan, SAMBT, Jože. Initiate deficits to strengthen public finances: The role of private pensions. *Social science research network*, 20th Sep. 2016.
- Berk, J., DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4 izd.). London: Pearson.
- Better Finance. (2019). Pension Savings: The Real Return. 2019 Edition. 26. 2. 2020. Pridobljeno iz Better Finance: <https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/Pension-Savings-The-Real-Return-2019-Edition-1.pdf>
- Bilten (2020). Banka Slovenije, september 2020.
- Bird, B. (januar 2020). Tax Breaks for Seniors and Retirees: Older Taxpayers May Qualify for a Few Tax Breaks. Pridobljeno iz The Balance: <https://www.thebalance.com/tax-breaks-for-seniors-and-retirees-4148392#you-get-a-larger-standard-deduction>
- Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, J. Alan (2009). *Investments*. Osma izdaja, McGraw-Hill.
- Bogan, V. L. (2015). Household Asset Allocation, Offspring Education, and the Sandwich Generation. *American Economic Review*, 105(5), str. 611–615.
- Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A. (2013). Salience and Consumer Choice. *Journal of Political Economy*, 121(5), str. 803–843.
- Brown, C. (1993). *The Portable Twentieth-Century Russian Reader*. New York: Penguin Group.
- Brown, N. C., Wei, K. D., Wermers, R. (2014). Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices. *Management Science*, 60(1), str. 1–20.
- Browning, C., Guo, T., Cheng, Y., Finke, M. S. (2016). Spending in Retirement: Determining the Consumption Gap. *Journal of Financial Planning*, 29(2), str. 42–53.
- Bundesministerium für Soziales, Gesundheit, Pflege und Konsumentenschutz. (2020). Ausgleichszulage und Pensionsbonus. Pridobljeno iz Bundesministerium für Soziales, Gesundheit, Pflege und Konsumentenschutz: <https://www.sozialministerium.at/Themen/Soziales/Sozialversicherung/Pensionsversicherung/Ausgleichszulage-und-Pensionsbonus.html>
- Burton, E. T. & Shan, S. N., (2013). *Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Cambridge Dictionary (brez datuma). *Pension plan*. Pridobljeno 1. decembra 2019 iz <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/pension-plan>.
- Carlson, K., Kim, J., Lusardi, A., Camerer, C. F. (2015). Bankruptcy Rates among NFL Players with Short-Lived Income Spikes. *American Economic Review*, 105(5), str. 381–384.
- Cartwright, E. (2018). *Behavioral Economics* (3 izd.). New York: Routledge.

- Chen, T. (2013). Do Investors Herd in Global Stock Markets? *Journal of Behavioral Finance*, 14(3), str. 230–239.
- Cherowbrier, J. (2019). Value of financial assets of pension funds in Sweden as of 2018, by asset type (in million Swedish kroner)*. Pridobljeno iz Statista: <https://www.statista.com/statistics/418244/pension-funds-assets-value-in-sweden/>
- Chłton-Dominczak, A. (2019). EUROPEAN SOCIAL POLICY NETWORK. Pridobljeno iz European Commission: <https://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=20611&langId=en>
- Clark, R. L., Craig, L. A., Wilson, J. W. (2003). *A History of Public Sector Pensions in the United States*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- Croatian Pension Insurance Institute. (2017). European Commission. Pridobljeno iz European Commission. 05.03.2020: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/final_country_fiche_hr.pdf
- Cytonn Report. (marec 2019). The Role of the Capital Markets in Economic Development. Pridobljeno iz Cytonn Report: <https://cytonnreport.com/topicals/the-role-of-the-capital-markets-in-economic-development>
- Čok, M., Berk Skok, Aleš, Košak, Marko, Sambt, Jože. (2010). *Dolgoročni pomen 2. pokojninskega stebra*. Ekonomska fakulteta, Ljubljana.
- ČOK, Mitja, SAMBT, Jože, BERK SKOK, Aleš, KOŠAK, Marko (2008). Long-term sustainability of the Slovenian pension system. *Economic and business review*, vol. 10, št. 4, str. 271–288.
- Danmarks Nationalbank. (2020). Insurance and pension fund's investments by country. Pridobljeno iz Danmarks Nationalbank: <https://nationalbanken.statbank.dk/914>
- DAVIS, E. P., & HU, Y.-W. (2008). Does funding of pensions stimulate economic growth? *Journal of Pension Economics and Finance*, 7, 221–249.
- DeMarzo, P. M., Kaniel, R., Kremer, I. (2008). Relative Wealth Concerns and Financial Bubbles. *Review of Financial Studies*, 21 (1), str. 19–50.
- Dessaint, O., Matray, A. (2017). Do managers overreact to salient risks? Evidence from hurricane strikes. *Journal of Financial Economics*, 126(1), str. 97–121.
- Dimson, Elroy, Marsh, Paul, Staunton, Mike (2002). *Triumph of the Optimists. 101 Years of Global Investment Returns*. Princeton.
- Dolenc, P. (2011). The Pension System in Slovenia in Light of Current International Macroeconomic Changes and Trends. *South East European Journal of Economics and Business*, 6(1), str. 13–21.
- Dutch Association of Industry-wide Pension Funds; Dutch Association of Company Pension Funds. (2010). The Dutch Pension System: an overview of the key aspects. 06.03.2020. Pridobljeno iz Pension and Development network: <http://www.pensiondevelopment.org/documenten/The%20Dutch%20Pension%20System.pdf>
- Duxbury, D. (2015). Behavioral finance: insight from experiments II: biases, moods and emotions. *Review of Behavioral Finance*, 17(2), str. 151–175.
- ELIXIR, S. (2020). Czy można mieć jednocześnie IKE i IKZE ? Pridobljeno iz Sesje ELIXIR: <http://sesjeelixirow.pl/ike.html>
- eTorro. (brez datuma). *Innovating. Reinventing. Disrupting*. Pridobljeno 16. maja 2020 iz <https://www.otoro.com/about/>
- European Commission (2018). The 2018 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070). Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- European Commission. (2012). 2012 Ageing report. Economic and budgetary projection for the 27 EU member states 2010-2060, Internal data.

- European Commission. (2018). Pension Adequacy Report 2018. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- European Parliamentary Research Service (2019). *Demographic outlook for the European Union 2019*. [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/637955/EPRS_IDA\(2019\)637955_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2019/637955/EPRS_IDA(2019)637955_EN.pdf).
- Eurostat. (2019). *Struktura in staranje prebivalstva*. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Population_structure_and_ageing/sl#Dele.C5.BE_starej.C5.A1ih_.C5.A1e_vedno_nara.C5.A1.C4.8Da.
- Eurostat. (2020). Expenditure on pensions (Current prices, % of GDP). 03.03.2020. Pridobljeno iz Eurostat - Data Browser: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tps00103/default/table?lang=en>
- FinancePro. (2012). Davki: Ali moram od dodatne pokojnine plačati dohodnino?. 12.03.2020. Pridobljeno iz Finance.si: <https://pro.finance.si/POKOJNINA/8328986/Davki-Ali-moram-od-dodatne-pokojnine-placati-dohodnino>
- Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2019a). Study on the drivers of investments in equity by insurers and pension funds - Netherlands. Pridobljeno iz European Commission: https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/191216-insurers-pension-funds-investments-in-equity/pension-funds/factsheet-netherlands_en.pdf
- Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2019b). Study on the drivers of investments in equity by insurers and pension funds - Czech Republic. Pridobljeno iz European Commission: https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/191216-insurers-pension-funds-investments-in-equity/insurers-eu/factsheet-czech-republic_en.pdf
- Folger, J. (2019). *Self-Directed IRA (SDIRA)*. <https://www.investopedia.com/terms/s/self-directed-ira.asp>.
- Galariotis, E. C., Rong, W., Spyrou, S. I., (2015). Herding on fundamental information: A comparative study. *Journal of Banking & Finance*, 50, str. 589–598.
- Gale G. William, Orszag R. Peter. (2003). Private Pensions: Issues and Options. Discussion Paper No. 9, The Urban Institute, Washington.
- Gangaramany, A. (2013, 7. april). *Dustin Hoffman's Mental Accounting*. Pridobljeno 12. februarja 2020 iz <https://www.youtube.com/watch?v=t96LNX6tkoU>.
- Georgetown University Law Center (2010). *A Timeline of the evolution of Retirement in the United States*. <http://scholarship.law.georgetown.edu/legal/50>.
- Gianasso, A. (2019). A Brief History of Pensions. <http://www.damgoodpensions.com/blog/a-brief-history-of-pensions/>.
- HANFA. (2019). Publications: Annual Report. 05.03.2020. Pridobljeno iz HANFA - CROATIAN FINANCIAL SERVICES SUPERVISORY AGENCY: <https://hanfa.hr/publications/annual-report/>
- HANFA. (2020). Statistika - Mirovinski fondovi. Pridobljeno iz HANFA - HRVATSKA AGENCIJA ZA NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA: <https://hanfa.hr/publikacije/statistika/#section4>
- Haslem, J. A. (2010). *Mutal funds: portfolio structures, analysis, management, and stewardship*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hayes, A. (2019). *Defined-Contribution Plan*. <https://www.investopedia.com/terms/d/definedcontributionplan.asp>.
- Hayes, A. (januar 2020). Traditional IRA. Pridobljeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/traditionalira.asp>
- Henry, E. (2008). Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written? *Journal of Business Communication*, 45(4), str. 363–407.
- Herbay, von A. (2014). Otto Von Bismarck is not the origin of Old Age at 65. *The Gerontologist*, 54(1), str. 5.

- Hirshleifer, D. (2015). Behavioral Finance. *Annual Review of Financial Economics*, 7, str. 133-159.
- HM Treasury. (2014). Country fiche on pensions - UK. 15.03.2020. Pridobljeno iz European Commission: https://europa.eu/epc/sites/default/files/docs/pages/united_kingdom_-_country_fiche_on_pensions.pdf
- Holzmann Robert, Hinz Richard. (2005). Old-Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform. Washington D. C.: World Bank.
- Holzmann, R., Palmer, E., & Robalino, D. (2012). Nonfinancial Defined Contribution Pension Schemes in a Changing Pension World. The World Bank.
- Huges Gerard, Stewart Jim (2009). Conflicting Objectives in Personal Pension Provision and Personal Saving in Ireland. v Stewart & Hughes (ed.) *Personal Provision of Retirement Income. Meeting the Needs of Older People?* Edward Elgar, Cheltenham (UK) & Northampton (MA, US), p.175-206.
- Hungarian Ministry for National Economy. (2017). COUNTRY FICHE ON PENSION: HUNGARY. Budapest: Hungarian Ministry for National Economy, Central Administration of National Pension Insurance.
- Iglesias, P. A. (2008). Linking pension reform and financial market development: The Experience of Latin America. V R. Holzmann, L. MacKellar, & J. Repansek, *Pension reform in Southeastern Europe : linking to labor and financial market reforms* (str. 247-259). Washington, DC: World Bank.
- Industry SuperFunds. (2020). Compulsory super And the superannuation guarantee. 22. 2. 2020. Pridobljeno iz Industry SuperFunds. 22. 2. 2020: <https://www.industrysuper.com/understand-super/super-basics/compulsory-super/>
- Investment Company Institute. (2019). INVESTMENT COMPANY FACT BOOK: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry, 59th edition. Pridobljeno iz Investment Company Institute: https://www.ici.org/pdf/2019_factbook.pdf
- Investment Company Institute. (2020). Frequently Asked Questions About Individual Retirement Accounts (IRAs). 18. 3. 2020. Pridobljeno iz ici.org: [https://www.ici.org/faqs/faq/Individual-Retirement-Accounts-\(IRAs\)-FAQs/ci_faqs_iras.print](https://www.ici.org/faqs/faq/Individual-Retirement-Accounts-(IRAs)-FAQs/ci_faqs_iras.print)
- IOPS. (2017a). IOPS COUNTRY PROFILE: UNITED KINGDOM. 15. 3. 2020. Pridobljeno iz IOPS - International Organization of Pension Supervisors: <http://www.iopsweb.org/resources/IOPS-Profile-UK-2017.pdf>
- IOPS. (2017b). IOPS COUNTRY PROFILE: UNITED STATES. 17. 3. 2020. Pridobljeno iz IOPS - International Organization of Pension Supervisors: <http://www.iopsweb.org/resources/IOPS-profile-USA-2017.pdf>
- IOPS. (2018). IOPS COUNTRY PROFILE: CZECH REPUBLIC. 3. 3. 2020. Pridobljeno iz IOPS - International Organisation of Pension Supervisors: <http://www.iopsweb.org/resources/CzechRepublic-IOPSWebsite-Country-Profile-2018.pdf>
- IOPS. (2018a). IOPS COUNTRY PROFILE: AUSTRIA. Pridobljeno iz IOPS - International Organisation of Pension Supervisors: <http://www.iopsweb.org/resources/42368749.pdf>
- IRS. (2020). 401(k) Plan Overview. Pridobljeno iz irs.gov: <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-sponsor/401k-plan-overview>
- Istenič, T., Hammer, B., Šeme, A., Lotrič Dolinar, A., & Sambt, J. (2016). The European NTA Manual. Retrieved September 15, 2016, from <http://www.agenta-project.eu/Jacomo/upload/publications/d-1.4-submitted.pdf>
- Jeffrey, H. J. & Putman, A. O. (2013). The Irrationality Illusion: A New Paradigm for Economics and Behavioral Economics. *Journal of Behavioral Finance*, 14(3), str. 161-194.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), str. 263-292.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4), str. 341-350.

- Kitces, M. (2016). *Why most retirees will never draw down their retirement portfolio*. Pridobljeno 19. januarja 2020 iz <https://www.kitces.com/blog/consumption-gap-in-retirement-why-most-retirees-will-never-spend-down-their-portfolio/>.
- Klassen, R. M., Krawchuk, L. L., Lynch, S. L., Rajani, S. (2008). Procrastination and Motivation of Undergraduates with Learning Disabilities: A Mixed-Methods Inquiry. *Learning Disabilities Research & Practice*, 23(3), str. 137–147.
- KPMG. (2019). Croatia – More Reductions in Personal Income Tax, Social Security Burdens. 05.03.2020. Pridobljeno iz KPMG: <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2019/02/flash-alert-2019-020.html>
- Kurach, R., Kuśmierczyk, P., & Papla, D. (2020). Risk reduction in two-pillar mandatory pension system under regulatory constraints: simulation-based evidence from Poland. *Applied Economics Letters*.
- KWPS. (2018). Pension in the Netherlands. 05.03.2020. Pridobljeno iz KWPS - Employee Benefits and Risk Management. : <https://kwps.nl/usr/uploads/files/brochures/Pension%20in%20the%20Netherlands.pdf>
- Lee, R., & Mason, A. (2011). *Population aging and the generational economy: A global perspective*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Levin, L. (1998). Are assets fungible? Testing the behavioral theory of life-cycle savings. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 36, str. 59–83.
- Liberto, D. (2019). *457 Plan*. <https://www.investopedia.com/terms/l/457plan.asp>.
- Lobão, J. (2016). *Behavioural Corporate Finance*. Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing.
- Maldonado, C. (2019). *How Three FinTech Startups Are Disrupting Retirement Planning, Blending Human and Tech*. Pridobljeno 13. aprila 2020 iz <https://www.forbes.com/sites/camilomaldonado/2019/10/20/how-three-fintech-startups-are-disrupting-retirement-planning-blending-human-and-tech/#2cobb30152dc>.
- Malkiel, G. Burton (2007). *A Random Walk Down Wall Street*. Norton.
- Maśniak, D., & Lados, D. J. (2014). Pension Reforms in Poland and Hungary from the Legal Perspective – similarities and differences. *Insurance Review 4/2014/Wiadomości Ubezpieczeniowe 4/2014*, str. 123–141.
- Mason, A. (2005). Demographic Transition and Demographic Dividends in Developed and Developing Countries. In United Nations Expert Group Meeting on Social and Economic Implications of Changing Population Age Structure (pp. 81–102). United Nations.
- Mason, A. & R. Lee (2006). Reform and support systems for the elderly in developing countries: Capturing the second demographic dividend. *GENUS* 52(2): 11–35.
- Mason, A., & Lee, R. (2007). Transfers, capital, and consumption over the demographic transition. *Population aging, intergenerational transfers and the macroeconomy*, 128–162.
- MDDSZ. (2016). *Bela knjiga o pokojninah*. Pridobljeno iz Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti: http://mddsz.arhiv-spletisc.gov.si/fileadmin/mddsz.gov.si/pageuploads/dokumenti_pdf/dpd/2Bela_knjiga_o_pokojninah.pdf
- MDDSZ. (2019). *Ocena javnofinančnih posledic predlaganih sprememb pokojninske zakonodaje*. Pridobljeno iz Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti: <https://www.gov.si/assets/ministrstva/MDDSZ/pokojnine/Simuliranje-ucinkov-sprememb-pokojninske-zakonodaje.docx>
- MDDSZ (2020). *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*. Pridobljeno iz Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti: dostopno na: <https://www.gov.si/teme/prostovoljno-dodatno-pokojninsko-zavarovanje/>
- MERCER. (2019). *European Asset Allocation Survey 2019*. Pridobljeno iz MERCER: <https://info.mercer.com/rs/521-DEV-513/images/ie-2019-european-asset-allocation-survey-2019.pdf>
- Mercer. (2020). *Melbourne Mercer Global Pension Index*. 4. 3. 2020. Pridobljeno iz Mercer: <https://www.mercer.it/our-thinking/mercer-melbourne-global-pension-index.html>

- Merker, C. K. & Peck, S. W. (2019). *The Trustee Governance Guide: The Five Imperatives of 21st Century Investing*. Cham: Palgrave Macmillan.
- Merriam-Webster. (brez datuma). *Financial Definition of IRA*. Pridobljeno 9. maja 2020 iz <https://www.merriam-webster.com/dictionary/IRA>
- Mesečna informacija o poslovanju bank. (2020), Banka slovenije, februar 2020.
- Ministry of Finance of Denmark. (2018). Pension Projections Exercise 2018 - Country Fiche: Denmark. 04.03.2020. Pridobljeno iz European Commission: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/final_country_fiche_dk_1.pdf
- Ministry of Labour and Pension System. (2020). Pension insurance in the Republic of Croatia. Pridobljeno iz Migracije.hr: <https://migracije.hr/pension-insurance-in-the-republic-of-croatia/?lang=en>
- Mischel, W., Ebbsen, E. B., Raskoff Zeiss, A. (1972). Cognitive and attentional mechanisms in delay of gratification. *Journal of Personality and Social Psychology*, 21(2), str. 204–218.
- Modigliani, F. & Brumberg, R. (2013). Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. V Kurihara, K. K. (ur.), *Post-Keynesian Economics* (str. 388–436). Hoboken: Routledge.
- Moffitt, T. E., Arseneault, L., Belsky, D., Dickson, N., Hancox, R. J., Harrington, H., Houts, R., Poulton, R., Roberts, B. W., Ross, S., Sears, M. R., Thomson, W. M., Caspi, A. (2011). A gradient of childhood self-control predicts health, wealth, and public safety. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 108 (7), str. 2693–2698.
- Munnell, A. H., Golub-Sass, F., Webb, A. (2011). How much to save for a secure retirement. *Center for retirement research at Boston College*. [whhttps://cr.bc.edu/wp-content/uploads/2011/11/IB_11-13-508.pdf](https://cr.bc.edu/wp-content/uploads/2011/11/IB_11-13-508.pdf).
- Nordic Co-operation. (2020). The Danish Pension System. 4. 3. 2020. Pridobljeno iz Nordic Co-operation: <https://www.norden.org/en/info-norden/danish-pension-system>
- Northcraft, G. B., Neale, M. A. (1987). Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39, str. 84–97.
- Nygren Ellen. (2008). Sweden Pension System.
- OECD. (2011). Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies. V R. Della Croce, F. Stewart, & J. Yermo, OECD Journal: Financial Market Trends, vol. 2011/1. OECD.
- OECD. (2016). Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation. V OECD, OECD Business and Finance Outlook 2016 (str. 119–140). Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2018a). Croatia. Pridobljeno iz OECD.org: https://www.oecd.org/countries/croatia/Croatia%20Key%20policies_Final.pdf
- OECD. (2018b). Financial Incentives and Retirement Savings. Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2018l). Financial Incentives and Retirement Savings. Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2019). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country profile – Australia. 17. 2. 2020. Pridobljeno iz oecd.org. 17. 2. 2020: <https://doi.org/10.1787/b6d3dcfc-en>
- OECD. (2019a). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country profile – Czech Republic. 03.03.2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Czech-Republic.pdf>
- OECD. (2019c). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country profile – Denmark. 4. 3. 2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Denmark.pdf>
- OECD. (2019d). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country profile – Netherlands. 5. 3. 2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Netherlands.pdf>
- OECD. (2019e). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country profile – Poland. 9. 3. 2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Poland.pdf>

- OECD. (2019f). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country profile – Slovenia. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Slovenia.pdf>
- OECD. (2019g). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators: Country profile – Sweden. 12. 3. 2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Sweden.pdf>
- OECD. (2019h). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators: Country profile – United Kingdom. 14. 3. 2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-United-Kingdom.pdf>
- OECD. (2019i). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators: Country profile – United States. 17. 3. 2020. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-United-States.pdf>
- OECD. (2019j). Pension Markets in Focus. Pridobljeno iz OECD: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm>
- OECD. (2019k). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country profile – Austria. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Austria.pdf>
- OECD. (2019l). Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators. Country Profile – Hungary. Pridobljeno iz oecd.org: <https://www.oecd.org/els/public-pensions/PAG2019-country-profile-Hungary.pdf>
- OECD. (2020). Pension spending (indicator). doi: 10.1787/ao41f4ef-en. 25.02.2020. Pridobljeno iz OECD Data: <https://data.oecd.org/socialexp/pension-spending.htm>
- OECD. (2020). Population projections. Pridobljeno iz OECD.Stat: <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=POPPROJ>
- OECD. (2020a). Pension spending (indicator). doi: 10.1787/ao41f4ef-en. 25.02.2020. Pridobljeno iz OECD Data: <https://data.oecd.org/socialexp/pension-spending.htm>
- OECD. (2020b). Funded Pension Statistics. Pridobljeno iz OECD.Stat: https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=PNN_NEW&lang=en#
- Palmer Edward. (2007). Sweden: Competiton in the Pensions Sector – A Low Cost model. Uppsala University & Swedish Social Insurance Agency. Dostopno 2. 10. 2010 na <http://www.oecd.org/dataoecd/0/48/40478237.pdf>.
- Pan-European Personal Pension Product (PEPP): EU-wide retirement savings possible as of 2021 (2020). European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).
- Parker, T. (april 2020). How Is Your 401(k) Taxed When You Retire? Pridobljeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/061915/how-your-401k-taxed-when-you-retire.asp>
- Pension Funds Online. (2020a). Pension System In Czech Republic. 3. 3. 2020. Pridobljeno iz Pension Funds Online: <https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/czech-republic>
- Pension Funds Online. (2020b). Pension System In Denmark. 4. 3. 2020. Pridobljeno iz Pension Funds Online: <https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/denmark>
- Pensions Policy Institute. (2019). The Pensions Primer: a guide to the UK pensions system. 15. 3. 2020. Pridobljeno iz Pensions Policy Institute: <https://www.pensionspolicyinstitute.org.uk/research/pensions-primer/>
- Phang, S. E. (2008). *Roman Military Service: Ideologies of Discipline in the Late Republic and Early Principate*. New York: Cambridge University Press.
- Poročilo o finančni stabilnosti. (2019). Banka Slovenije, december 2019.
- Poterba, J. M., Venti, S. F., Wise, D. A. (2011). *The Drawdown of Personal Retirement Assets*. Pridobljeno 28. januarja 2020 iz <https://www.nber.org/papers/w16675.pdf>.
- Prskawetz, A., & Sambt, J. (2014). Economic support ratios and the demographic dividend in Europe. *Demographic Research*, 30(34), 963–1010.

- Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP)", Official Journal of the European Union, 25 July 2019. Retrieved 20 February 2020.
- Republika Slovenija. (2020b). Poklicno zavarovanje. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz Portal GOV.SI: <https://www.gov.si teme/poklicno-zavarovanje/>
- Republika Slovenija. (2020c). Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz Portal GOV.SI: <https://www.gov.si teme/prostovoljno-dodatno-pokojninsko-zavarovanje/>
- Republika Slovenija. (2020d). PROSTOVOLJNO DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz Portal eUprava: <https://e-uprava.gov.si/podrocja/delo-upokojitev/upokojitev/prostovoljno-dodatno-pokojninsko-zavarovanje.html>
- RRSPs and Other Registered Plans for Retirement. (2009). Canada Revenue Agency.
- Sahi, S. K. (2015). Investor Biases in Financial Decisions. V Copur, Z. (ur.), *Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies: Decision Making in the Financial Industry* (str. 147-169). Hershey PA: Business Science Reference (an imprint of IGI Global).
- Samuelson, W. & Zeckhauser, R. (1988). Status Quo Bias and Decision Making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), str. 7-59.
- Scharfstein, D. S., Stein, J. C. (1990). Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, 80(3), str. 465-479.
- Schooley, D. K. & Worden, D. D. (2008). A Behavioral Life-Cycle Approach to Understanding the Wealth Effect: The influence of wealth on spending depends on the type of wealth and who holds it. *Business Economics*, 43(2), str. 7-15.
- Schooley, D. K. & Worden, D. D. (2013). Accumulating and spending retirement assets: A behavioral finance explanation. *Financial Services Review*, 22, str. 173-186.
- Shefrin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. New York: Oxford University Press.
- Shefrin, H. M. & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), str. 253-282.
- Shefrin, H. M. & Thaler, R. H. (1988). The behavioral life-cycle hypothesis. *Economic Inquiry*, 26(4), str. 609-643.
- Siegel, J. Jeremy (2002). *Stocks for the Long Run*. tretja izdaja, McGraw-Hill.
- SiStat (2020), Statistični urad Republike Slovenije.
- Smith, R. (2018). *These countries have the most generous pensions*. Pridobljeno 16. februarja 2020 iz <https://www.weforum.org/agenda/2018/02/retirees-in-these-countries-receive-100-of-a-working-salary/>.
- Stahlberg Ann-Charlotte. (2009). Demographic Ageing in Sweden: The Role of defined Contribution Schemes. v Stewart & Hughes (ed.) *Personal Provision of Retirement Income. Meeting the Needs of Older People?* Edward Elgar, Cheltenham (UK) & Northampton (MA, US), str. 73-94.
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14, str. 65-73.
- Statman, M. (2017a). *Finance for Normal People: How Investors and Markets Behave*. New York: Oxford University Press.
- Statman, M. (2017b). Standard and Behavioral Life-Cycle Theories and Public Policy. *The Journal of Retirement*, 5(2), str. 12-15.
- Stephan, E., Kiell, G. (2017). Decision processes in professional investors: Does expertise guard against judgmental biases? *Zeitschrift für Arbeitswissenschaft*, 71(3), str. 142-156.

- Stephen, D., Shivaram, R., Gregory, W. B. (2015). *Who Gets Swindled in Ponzi Schemes?* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2586490.
- Strömbäck, C., Lind, T., Skagerlund, K., Västfjäll, D., Tinghög, G. (2017). Does self-control predict financial behavior and financial well-being? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 14, str. 30–38.
- Szikra, D. (2018). Reversing Privatization and Re-Nationalizing Pensions in Hungary, ESS – Working Paper No. 66. Geneva: International Labour Organization.
- Szyska, A. (2013). *Behavioral Finance and Capital Markets: How Psychology Influences Investors and Corporations*. New York: Palgrave Macmillan.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), str. 183–206.
- The Australian Government the Treasury. (2019). Retirement Income Review. 17.02.2020. Pridobljeno iz Australian Government, The Treasury. 17. 2. 2020: <https://treasury.gov.au/sites/default/files/2019-11/c2019-36292-v2.pdf>
- The Evolving Role of IRAs in U.S. Retirement planning. (2009). Research Perspective. Investment Company Institute, Washington.
- The Fourth Swedish National Pension Fund. (2016). Swedish Pensions. 13.03.2020. Pridobljeno iz The Fourth Swedish National Pension Fund: <https://www.ap4.se/en/reports/annual-report-2016/report-on-operations/swedish-pensions/>
- The Investment Association. (2019). INVESTMENT MANAGEMENT IN THE UK 2018–2019: The Investment Association Annual Survey. Pridobljeno iz The Investment Association: <https://www.theia.org/sites/default/files/2019-09/IMS%20full%20report%202019.pdf>
- Thinking Ahead Institute. (2019). Global Pension Assets Study 2019. Pridobljeno iz Thinking Ahead Institute (TAI): https://www.thinkingaheadinstitute.org/-/media/TAI/Pdf/Research-Ideas/GPAS_2019_final.pdf
- Trejos, C., Deemen, A. v., Rodríguez, Y. E., Gómez, J. M. (2019). Overconfidence and disposition effect in the stock market: A micro world based setting. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 21, str. 61–69.
- Turner John. (2004). Individual Accounts: Lessons from Sweden. *International Social Security Review*. Vol. 57.
- Tversky, A., Kahneman, D. (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), str. 207–232.
- Tversky, A., Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), str. 1124–1131.
- Tversky, A., Kahneman, D. (1986). Rationale Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, 59(4), str. S251–S278.
- United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division. (2019). *World Population Prospects 2019: Highlights*. Pridobljeno 10. November 2019 iz https://population.un.org/wpp/Publications/Files/WPP2019_Highlights.pdf.
- United Nations. (2013). *National Transfer Accounts Manual: Measuring and Analysing the Generational Economy*. New York, NY: United Nations.
- Vara, V. (2013). *The Real Reason for Pensions*. <https://www.newyorker.com/business/currency/the-real-reason-for-pensions>.
- Weisman, M. L. (1999). The History of Retirement, From Early Man to A.A.R.P. *The New York Times*, 15, str. 19.
- World Bank. (2020a). Australia. 1. 3. 2020. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/australia>
- World Bank. (2020b). Czech Republic. 3. 3. 2020. Pridobljeno iz World Bank: <https://data.worldbank.org/country/czech-republic>

- World Bank. (2020c). Denmark. 4. 3. 2020. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/denmark>
- World Bank. (2020d). Netherlands. 6. 3. 2020. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/netherlands?view=chart>
- World Bank. (2020e). Poland. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/poland>
- World Bank. (2020f). Slovenia. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/slovenia?view=chart>
- World Bank. (2020g). Sweden. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/sweden>
- World Bank. (2020h). United Kingdom. 16. 3. 2020. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/united-kingdom>
- World Bank. (2020i). United States. 19. 3. 2020. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/united-states>
- World Bank. (2020j). Austria. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/austria>
- World Bank. (2020k). Hungary. Pridobljeno iz The World Bank Data: <https://data.worldbank.org/country/hungary>
- Wszeborowska, K. (november 2017). Limity wpłat na IKE i IKZE w 2018 r. Pridobljeno iz INFOR Księgowość firm: <https://ksiegowosc.infor.pl/podatki/podatki-osobiste/pit/766419,Limity-wplat-na-IKE-i-IKZE-w-2018-r.html>
- Yermo Juan. (2002). Revised Taxonomy for Pension Plans, Pension Funds and Pension Entities. OECD, Paris.
- Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-2). *Uradni list RS*, št. 96/2012.
- Zavarovalnica Triglav. (2020). Informacije za člane pred upokojitvijo. Pridobljeno iz Triglav pokojnine: <https://www.triglavpokojnine.si/si/892/pred-upokojitvijo.aspx>
- ZPIZ. (2020a). Starostna pokojnina. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije – ZPIZ: <https://www.zpiz.si/cms/content2019/starostna-pokojnina>
- ZPIZ. (2020b). Prostovoljna vključitev v obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije – ZPIZ: <https://www.zpiz.si/cms/content2019/prostovoljna-vkljuitev-v-obvezno-pokojninsko-in-i>
- ZPIZ. (2020c). Lestvice za odmero starostne pokojnine. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije – ZPIZ: <https://www.zpiz.si/cms/content2019/lestvice-za-odmero-starostne-pokojnine>
- ZPIZ. (2020d). Obdavčitev prejemkov. 11. 3. 2020. Pridobljeno iz Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije.: <https://www.zpiz.si/cms/content2019/obdavitve>