

Institut za strateške studije i prognoze



Penzione reforme i tržište kapitala u Crnoj Gori

Veselin Vukotić

Podgorica, april 2002.

Penzione reforme i tržište kapitala u Crnoj Gori

1. Uvod

1.1. Cilj reforme

- Podstaći veću privrednu aktivnost
- Kako da penzioni sistem koristimo kao polugu razvoja? Kako sredstva koja svaki pojedinac odvaja za penzije da koristimo za razvoj – da se npr. finansiraju projekti, gradnje nove fabrike; otvaraju nova radna mjesta!

1.2. Postavka problema

Sadašnje stanje:

- Plaćam 24% za penziono osiguranje. Kome ide taj novac? Generaciji sadašnjih penzionera!
- Sistem: “Iz ruku u usta”

Buduće stanje:

- 12% za generacije sadašnjih penzionera!
- 12% za mene – štednja!

Ovdje se postavljaju dva ključna problema:

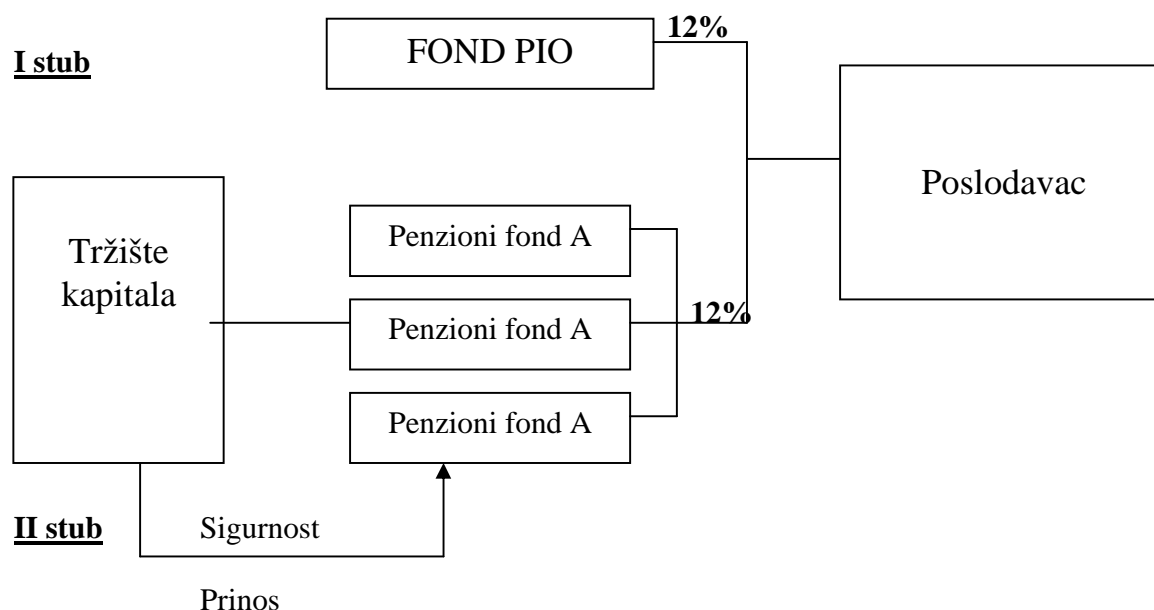
1. Da li će smanjenje davanja za ranije generacije (sa 24 na 12%) ugroziti penzije, jer bi ukupni doprinosi bili duplo manji, što ne bi bilo dovoljno da se isplate postojeće penzije!
2. Ako je odgovor na 1 pozitivan, što će se desiti sa mojih 12%, odnosno, da li postoji tržište kapitala koje će obezbijediti da penzioni fond ulaže sve ovo i da ga uveća!

Ova dva pitanja nisu nezavisna. Naprotiv!

Da li će 12% biti dovoljno za penzije od mog doprinosa, zavisi od ekonomskog razvoja! Da li svi mi bolje radimo!

Sve analize pokazuju da se bolje radi ukoliko je razvijeno tržište kapitala!

Tržište kapitala se može brže razviti ukoliko se **kapitalizuju privatizacioni fondovi.**



Ja ću govoriti samo o drugom pitanju!

Da li postoji tržište kapitala u Crnoj Gori koje bi omogućilo stabilne penzije reforme?

Prije toga: **Što je tržište kapitala?** To je finansiranje preduzetničkih inicijativa, inovacija, kreacija!

To znači, postoje ljudi koji imaju ideju da prošire kompaniju! Nemaju novca! Emituju akcije! Akcije se prodaju na tržištu kapitala!

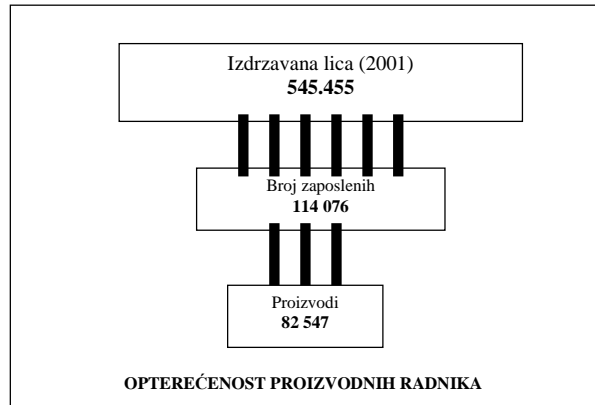
Ja ih kupujem, jer ne želim da držim novac u džepu, niti da ulažem u banku jer je kamata mala, i očekujem da ću zaraditi!

S druge strane, onaj koji traži pare, računa da će i on zaraditi realizacijom tog projekta!

To je ta suštinska logika tržišta kapitala, koja se krije iza svih tih fasada, kompanija, zgrada, ogromnih analiza. Ako ova logika ima negdje prekid, to ne funkcioniše, ili dolazi do krize!

Da li mi treba da čekamo da se, kao u SAD i Zapadnoj Evropi, sve ovo spontano desi i u Crnoj Gori? Da to život sam po sebi rodi! Kao npr. što je hiperinflacija rodila dilere na ulici! Oni nisu osnovani, već su nastali! Rodila ih je situacija! Nije ih niko izmislio!

Baza koja stvara dohodak, proizvodi, u Crnoj Gori je mala! To pokazuje sledeći grafik:



Ovo nisu senzacije! Ovo su podaci, koji mene tjeraju da razmišljam: Kako da se ovo poboljša? To je reforma!

Reforma je da više ljudi radi, da radi efikasnije! Kad neko kaže reforma: da se više radi!

Što znači penziona reforma u ovom kontekstu?

Odnosno, da li uvesti II stub?

Kakva su iskustva drugih, odnosno da li postoji veza između tržišta kapitala i penzione reforme?

2. Penzione reforme i tržište kapitala – da li postoji neka međuzavisnost?

Mnoge analize pokazuju da postoji međuzavisnost. Jedna od takvih je i analiza Eduarda Walkera i Ferdinanda Leforta, objavljena prije par mjeseci a zasnivala se na istraživanju efekata penzione reforme u Čileu, Peruu i Argentini. Isto tako upućujem i na radove World bank, CEEPEN iz Slovenije i CASE – Warshava, Poljska. Već se formira relevantna literatura.

Sve empirijske analize pokazuju da postoji korelacija između penzionih reformi i razvoja tržišta kapitala, a preko njega i sa ekonomskim rastom i razvojem.



Svakako, uticaj penzione reforme na tržište kapitala i ekonomski rast i razvoj zavisi od tipa penzione reforme.

Ja govorim o penzionim reformama koje su zasnovane na kapitalizaciji, odnosno shvatanju penzije kao individualne štednje za budućnost!

U kapitalizovanom penzionom sistemu veza između penzionih reformi i tržišta kapitala se može objasniti kroz tri grupe ekonomskih fenomena koji se tiču penzione reforme:

- A. Kako penziona reforma utiče na proces razvoja tržišta kapitala
- B. Ambijentalni uslovi sprovođenja penzionih reformi i razvoj tržišta kapitala
- C. Razvoj tržišta kapitala i uticaj na ekonomski rast i razvoj

A. Kako penzione reforme utiču na proces razvoja tržišta kapitala?

Utiču kroz tri toka:

1. ***Akumulacija institucionalizovanog kapitala.*** Penziona reforma stvara nove institucije, nove zakone, novu regulaciju! To pozitivno utiče na ukupnu institucionalnu reformu u državi! Institucije su javno dobro i one su razvojni resurs! Zato i govorimo o »institucionalnom kapitalu« koji utiče na razvoj tržišta kapitala! U osnovi svega ovoga je teza da institucije i zakoni stvaraju povoljan ambijent za razvoj, prije svega kroz sistem zaštite svojinskih prava i povećanje povjerenja u sistem!
2. ***Povećanje specijalizacije u procesu donošenja investicionih odluka.*** Penziona reforma znači da se individualni investitori udružuju u institucije penzionog fonda! Umjesto

individualnog menadžmenta razvija se institucionalni menadžment! Menadžeri privatizacionih fondova, koji upravljaju kapitalom velikog broja investitora, sada imaju i veći izazov i veću odgovornost! Povećanje broja penzionih fondova povećava zahtjeve prema nivou specijalizacije i zahtijeva profesionalni menadžment! Ovaj efekat se svakako postiže ukoliko reforme imaju neto pozitivan efekat na štednju i ukoliko veći broj individualnih investitora povjeri menadžment penzionim fondovima (da ja kao pojedinac i više nas izdvajamo više za penzije u vidu odložene štednje).

3. **Finansijske inovacije.** Sakupljanje većeg iznosa sredstava u penziona fondove tjera kako na novi stil menadžmenta, tako i na razne finansijske inovacije, inovacije koje obezbjeđuju lakše plasiranje dobijenih sredstava! Npr. u SAD se pokazalo da su penzioni fondovi »dobro prošli« ulazući u društva sa ograničenom odgovornošću i Joint Venture fondova, koji rade na private equity market i glavni su izvor finansiranja za start u biznisu i za male firme.

B. Ambijentalni uslovi sprovođenja penzionih reformi i razvoj tržišta kapitala.

Sve navedene pretpostavke se lako dovode u pitanje ukoliko se penziona reforma ne sprovodi u ambijentu reformi! Penziona reforma ne može biti izolovana reforma! Ona mora biti u kontekstu cjeline ekonomskih reformi!!!

Zato penziona reforma podrazumijeva:

1. Makroekonomsku stabilnost u tržišnom okruženju.

Makroekonomska nestabilnost reducira pozitivan efekat penzionih reformi na razvoj tržišta kapitala! Za stabilnost je važna:

- a. Stabilna valuta
- b. Signifikantna fiskalna reforma
- c. Stabilan prvi penzioni stub
- d. Niska inflacija

2. Odgovarajući poreski podsticaji (adequate tax incentives)

Oslobađanje od poreza pri ulaganju u hartije od vrijednosti; oslobađanje od dijela poreza prilikom reinvestiranja profita; posebne olakšice za institucionalne investitore u dugom roku,...

3. Deregulacija tržišta kapitala

Smanjenje kontrole i ukidanje restrikcija! Svaka restrikcija negativno utiče na razvoj tržišta kapitala. Prevelika regulacija ili manjak konkurencije ugrožavaju tržište kapitala.

4. Svojinska prava, bankrotstvo i zaštita investitora

Zaštita svojinskih prava, lako sprovođenje postupka bankrotstva kao i zaštita investitora su suštinske pretpostavke da penziona reforma može da utiče pozitivno na tržište kapitala.

5. Privatizacija

Privatizacija ima veliki uticaj na razvoj tržišta kapitala. Po mom mišljenju to je ključni faktor. Ona nije dovoljan uslov, ali jeste neizbježni preduslov!

Prije privatizacije firme su se »navikle« na samo jedan način traženja sredstava: kredit! Posle privatizacije otvaraju se druge mogućnosti, prije svega tržište obveznica i tržište kapitala! Penzioni fondovi su posebno važni ukoliko je proces privatizacije doveo do velike disperzije vlasništva. U tom slučaju penzioni fond, kao institucionalni vlasnik, pojačava efikasnost ulaganja!

C. Razvoj tržišta kapitala i uticaj na ekonomski rast i razvoj

Više je tokova uticaja tržišta kapitala na ekonomski rast i razvoj:

1. Povećanje štednje
2. Efikasnija alokacija štednje
3. Smanjenje troškova kapitala za firme
4. Integracija finansijskog tržišta
5. Smanjenje transakcionih troškova, povećanje likvidnosti i manja nestabilnost cijena.

Znači, iskustvo pokazuje da postoji ta snažna veza između penziona reforme, tržišta kapitala i ekonomskog razvoja!

Ovo je važno za donošenje naših odluka o tome da li ići u radikalne ili površinske penziona reforme u Crnoj Gori!

Privid koji se stvara jeste da mi nemamo uslove za radikalnu penzionu reformu! Alternativa je da se samo zadržimo na poboljšanju postojećeg sistema! Ali, to mi liči na prebacivanje novca iz lijevog u desni džep! Odnosno, takva reforma u Crnoj Gori ne bi mogla da dovede do povećanja ekonomske efikasnosti na nivou ukupne ekonomije! Ne bi dovela do pozitivnog uticaja na GDP!

A da li je moguće sprovesti penzionu reformu u Crnoj Gori bez povećanja GDP? Ako se slažemo da nije, postavlja se sledeće pitanje: a da li je racionalno odreći se jednog od potencijalnih izvora rasta GDP u Crnoj Gori koji se dobija kapitalizacijom penzionog sistema?

3. Penziona reforma i tržište kapitala u Crnoj Gori – da li je moguća veza?

Polazeći od iskustva drugih zemalja postavlja se pitanje da li u Crnoj Gori postoje bazične pretpostavke za penzione reforme, polazeći od veličine i nivoa razvijenosti tržišta kapitala. U nastavku se analiziraju neke od tih pretpostavki.

1. *Makroekonomske reforme i novi ekonomski sistem*

U Crnoj Gori se razvija sistem otvorene tržišne privrede male zemlje. To znači da je naglasak na:

1. Privatnoj svojini i zaštiti svojinskih prava
2. Slobodi ugovaranja i zaštiti ugovora
3. Potpunoj jednakosti pravnih i fizičkih lica iz Crne Gore i iz drugih zemalja u ekonomskom životu
4. Stvaranju biznis okruženja koje je podsticajno za preduzetnike i menadžere.

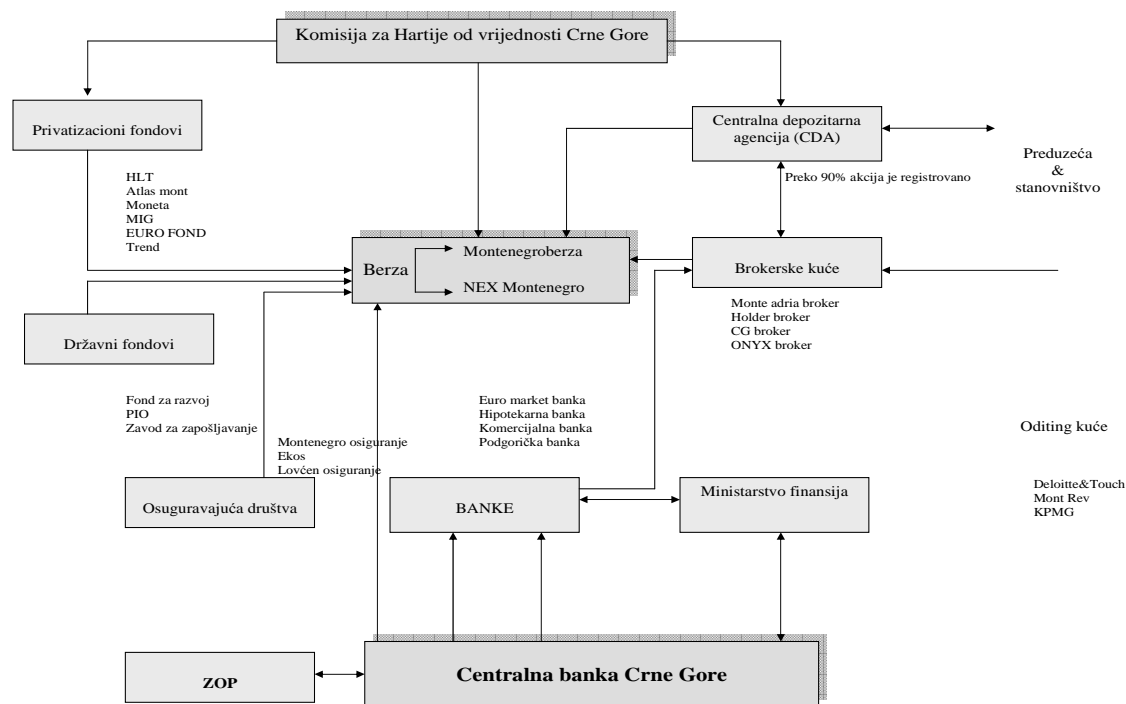
Ova opredjeljenja su npr. realizovana kroz visok stepen liberalizacije cijena (97% - samo su cijene električne energije i komunalnih djelatnosti u režimu djelimične kontrole), prosječna carina je oko 2%; izvoz je liberalizovan 100%, a uvoz sa oko 98%; nema viza za ulazak u Crnu Goru! EURO je sredstvo plaćanja. Makroekonomska stabilnost ipak nije postignuta. Inflacija je oko 21% godišnje; budžetski deficit 8%, spoljni dug je oko 550 miliona. Industrijska proizvodnja je na nivou od 60% u odnosu na 1990 godinu; raste prihod od usluga. Uz to, doneseni su skoro svi sistemski zakoni važni za biznis (Zakon o privrednim društvima, Zakon o insolventnosti privrednih društava, Zakon o stranim investicijama, set poreskih zakona, set zakona o bankarskom sektoru, Zakon o Hartijama od vrijednosti,...)

Gradi se i novi regulatorni mehanizam za regulaciju infrastrukturnih djelatnosti: npr. osnovana je Agencija za telekomunikacije, u pripremi je regulacija energetskeg sektora, vodosnabdijevanje, komunalne djelatnosti,...

Procesi su otvoreni, i bez obzira na teškoće, novi ekonomski i institucionalni sistem je uspostavljen i funkcioniše.

2. Institucije tržišta kapitala

Sledeći grafik pokazuje tržište kapitala u Crnoj Gori:



Shema: Tržište kapitala u Crnoj Gori (institucionalni pristup)

3. Privatizacija

Sledeća tabela prikazuje privatizaciju u Crnoj Gori:

	Predicted for	Value of capital in DM	% of total capital
1.	Already privatized before MVP	2.210.000.000	24.57%
2.	Privatized trough MVP	2.463.326.475	27.38%
3.	For international tender	3.630.664.224	40.36%
4.	For privatization trough batch sale	270.704.920	3.0%
5.	For privatization trough auction	243.154.937	2.70%
6.	For privatization trough bankruptcy	186.016.791	2.06%
	Total value of capital in Montenegro	8.994.673.367	100,00%

4. Budžet

Dvije karakteristike crnogorskog budžeta su:

1. Deficit
2. Mali obim hartija od vrijednosti, prije svega državnih obveznica

Obzirom na veličinu budžeta, strukturu rashoda budžeta i cikličnosti u visini naplate budžetskih prihoda (npr. turistička sezona), izdavanje državnih obveznica bi poboljšalo upravljanje budžetom a sa druge strane podržalo uticaj na razvoj tržišta kapitala – njegovu dubinu i likvidnost.

5. Štednja van bankarskog sektora

Iako ne postoje egzakzni podaci i količini novca u slamaricama, evidentno je da je taj novac za crnogorske prilike značajan. Na bazi zamjene DM u EURO (ukupan obim oko 920 miliona DM), van bankarskih tokova je oko 600 miliona DM.

Da li bi penzioni fondovi mogli da aktiviraju dio ove štednje?

4. Veličina zemlje i penzione reforme: da li je moguća reforma u zemljama sa malim finansijskim sektorom?

Da li je moguća kapitalizacija penzionog fonda u maloj zemlji kao što je Crna Gora? U zemlji u kojoj je mali GDP, nerazvijen finansijski sektor, male banke i osiguravajuća društva?

Svjetska banka je vršila analizu tražeći odgovor na ovo pitanje. Analiza je uključila sve zemlje u kojima je M2 manja od 5 biliona. Takvih zemalja u svijetu ima 87. od tih 87 zemalja, 14 ima manji broj stanovnika od Crne Gore.

Ključni nalaz analize jeste da je u tim zemljama manje – više slab finansijski sektor. U tim zemljama ekonomija obima ima mali uticaj na rezultate. Kao jedno od rešenja koje se predlaže jeste uvođenje ugovorne štednje («contractual savings») što podrazumijeva i kapitalizaciju penzionih fondova. Analiza ukazuje na sve rizike uvođenja ugovorne štednje, ali je krajnji zaključak da je to jedan od puteva razvoja finansijskog sektora u malim zemljama.

Razumije se, nužno je ispuniti određene pretpostavke kao što su:

1. Zdrav bankarski sistem
2. Zdrave osiguravajuće kompanije
3. Dugoročne državne obaveze u pogledu reformi (kredibilne makroekonomske politike)
4. Čvrstu regulaciju i superviziju penzionih fondova
5. relativno visok per capita income

Uz to treba imati u vidu ograničenja koja postoje u malim zemljama, a koja se odnose na nedostatak ljudskog kapitala (znanja) da se upravlja ugovornom štednjom, i uopšte malom količinom znanja iz oblasti portfolio analize u organima i ministarstvima Vlade.

Što se tiče samog tržišta kapitala, analiza pokazuje da za početak penzionih reformi nerazvijenost tržišta kapitala nije velika prepreka. Razlog je to što će aktiva penzionih fondova (assets of the pension funds) će u početku biti vrlo mala, te rast tržišta kapitala može pratiti rast imovine penzionih fondova.

Koje opcije ima mala zemlja da bi ispunila sve ove pretpostavke?

Prije svega, ove zemlje treba da se integrišu sa globalnim finansijskim tržištem da bi razvile ugovornu štednju. Ovo, između ostalog znači:

1. Finansijski posrednici u vlasništvu renomiranih stranih kompanija
2. Ravnopravno ulaganje na domaćem i stranom tržištu

Odnosno, ključna pretpostavka za ugovornu štednju kod malih zemalja jeste integracija njenog finansijskog sistema sa prestižnim stranim kompanijama!

5. Penzione reforme i ugovorna štednja u Crnoj Gori – što treba uraditi?

Četiri su glavna područja koja treba razvijati uporedo sa sprovođenjem penzionih reformi u Crnoj Gori:

1. Stimulisanje razvoja tržišta kapitala (od zaštite svojinskih prava, preko različitih poreskih šema do veoma stroge i transparentne regulacije)
2. Privatizacija bankarskog sektora u Crnoj Gori (prodaja svih državnih akcija u svim bankama – prelaz na kompletno privatno bankarstvo sa dominacijom stranih kompanija)
3. Regulacija penzionih fondova – formiranje Agencije za regulaciju ove oblasti, koja je nezavisna od države)
4. Razvoj ljudskog kapitala i znanja – sveobuhvatni program edukacije i treninga, jer se bilo koja reforma ne može implementirati bez ljudi koji je realizuju i koji imaju interesa da je sprovode!

6. Gdje da penzioni fondovi investiraju?

Sva dosadašnja rasprava je upravo imala za cilj da se odgovori na ovo pitanje!

Odnosno, gdje će fond uložiti onih mojih 12% penzionih doprinosa sa kojima sam počeo! Ja moram biti siguran da će fond dobro upravljati mojim novcem i da taj novac neće izgubiti! Samo ako svako od nas ima interes i sugurnost uloga, reforma je moguća!

Lično mene bi zadovoljilo i zagovarao bih ulaganje u penzione fondove ukoliko bi Crna Gora pozvala:

1. Strane banke
2. Strane kompanije za osiguranje
3. Strane menadžere penzionih fondova
4. Mogućnost ulaganja i u akcije i u obveznice stranih kompanija i država

Na unutrašnjem planu bi me zadovoljilo kada bi se shvatilo da se Crna Gora može organizovati kao mikro država.

7. Umjesto zaključka

Crna Gora je već prihvatila izazov reformi! Ako se te reforme žele nastaviti, ne vidi, niti jedan razlog koji bi bio protiv sveobuhvatne penzione reforme u Crnoj Gori!

Literatura

1. Eduardo Walker, Fernando Lefort: “Pension reforms and Capital Markets: Are there any (hard) links?”, School of Business Administration, Pontificia University, Chile
2. Gregorio Impravido, Alberto Mussadea, Dimitry Vittas: “Contractual Savings in Countries with Small financial sector”, The World Bank 2002.
3. World Bank: “Course of Pension Reforms”, Warsaw, Poland, 2002.
4. Claessens Stijin: “Stock markets in Transition Economies”, Financial Sector Discussion paper No 5, World Bank 2002.
5. Hassler Olivier: “Government Bonds and Mortgage Securities”, World Bank, FSD Department 2002.
6. Rinvest: “Pension Reforms in Kosovo”, Priština, 2001.
7. Stanislav Gomulic, Marek StjcrRen: “Estimating the Impact of the 1999 Pension Reform in Poland 2000-2050”, CASE, Warsaw, 1999
8. Ratkovičova Miriam: “Driving factors of Efficiency of CEE capital markets”, CASE, Warsaw 1999.
9. Veselin Vukotić: “Tržište kapitala u Crnoj Gori”, ISSP, 2002.
10. Mirovinska reforma u Hrvatskoj, Privredna Banka, Zagreb, 2001.