



# Інвестування пенсійних коштів і ринок капіталів

**Володимир Яценко**

*Радник із соціальних питань, АМРСША - Вірменія*

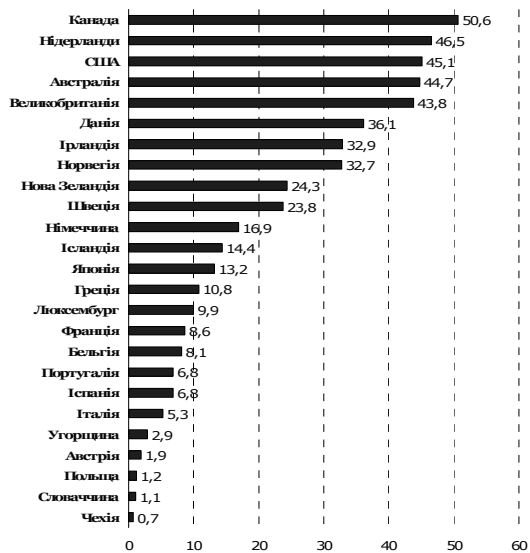
Міжнародна конференція з пенсійної реформи в Україні:  
*Що робити з обов'язковою накопичувальною системою?*  
Київ, Україна, 28-29 квітня 2010 року

## (1) Проста економіка пенсійного забезпечення (Ніколас Барр, ЛШЕ, 2004)

Два виключних шляхи організації пенсій:

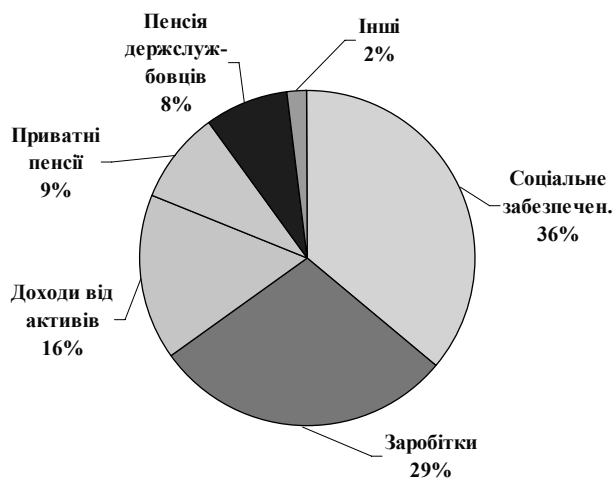
- o зберегти поточний випуск продукції (товари)
- o заявити претензію щодо майбутнього виробництва
- Пенсіонерів не цікавлять гроші, а споживання. Отже, найважливіша перемінна величина - майбутнє виробництво товарів і послуг.
- Солідарна і накопичувальна пенсійні системи є лише різними фінансовими механізмами організації претензій на результати майбутнього виробництва; а тому різницю між двома підходами не варто перебільшувати.

### Роль приватних пенсійних заощаджень, ОЕСР (% загальних доходів у пенсійному віці, 2008 р.)



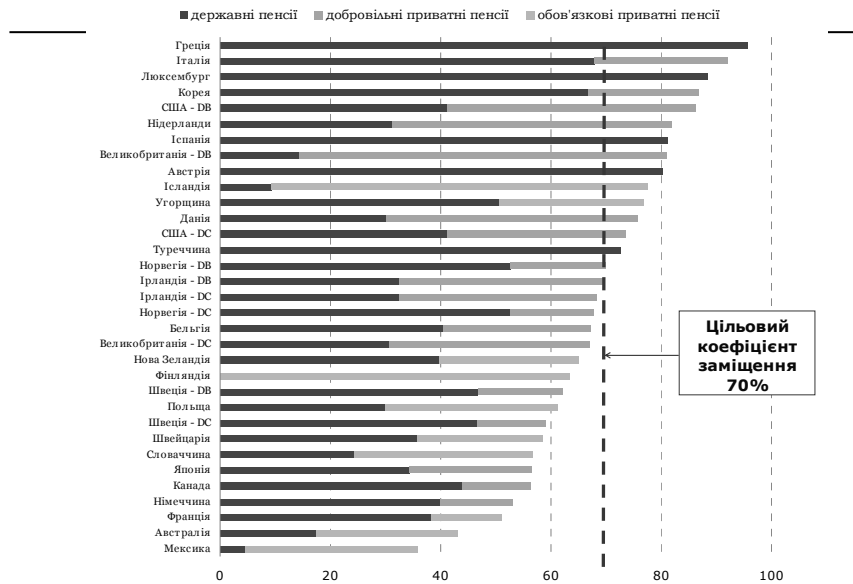
3

### Джерела доходів у пенсійному віці у США, 2007 р., % (АСЗ США)



4

## Коефіцієнти заміщення пенсій: державні і приватні пенсійні системи, %, ОЕСР оцінка



5

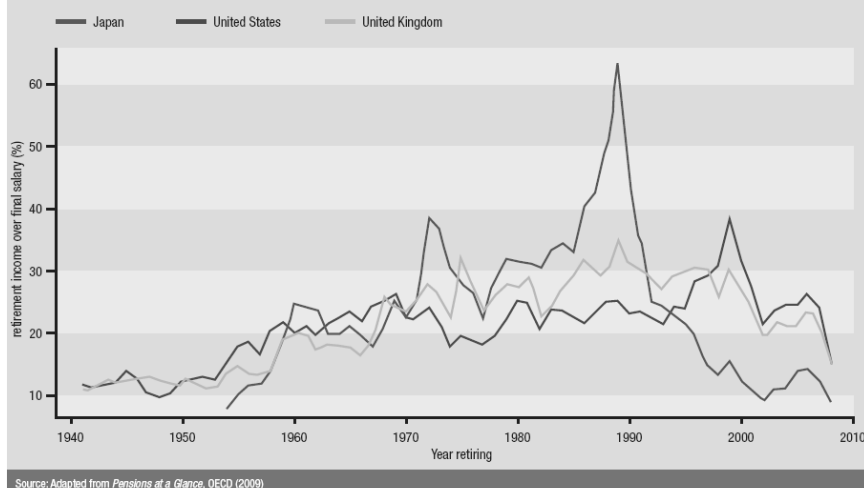
## Фактори успіху пенсійних фондів

- Прибуток від інвестування в акції та облігації
- Якість управління фондами – залежить від знань, старанності та відповідальності менеджерів та наглядових рад
- Адміністративна ефективність – залежить від масштабу фонду та своєчасного ухвалення рішень
- Модель інвестиційної стратегії – залежить від цільового розміру пенсії учасників

6

## Інвестиційний вибір є вирішальним (2009, Світовий економічний форум, Mercer та ОЕСР)

Figure 24 Hypothetical replacement rates in DC pension plans, selected OECD countries



7

## Гіпотетичний майбутній інвестиційний дохід: збалансований портфель (модель ОЕСР, 2009)

	Процентний розподілу								
	10	20	30	40	50	60	70	80	90
<b>Ринкові дані</b> (включаючи комісійні, вплив управління фондами)									
Р. ставка доходу	5.5	6.1	6.6	7.0	7.3	7.7	8.0	8.5	9.0
К заміщення	54.8	63.7	72.3	80.2	86.9	96.7	104.9	120.4	138.4
<b>Скоригована прибутковість учасників</b> (без комісійних)									
Р. ставка доходу	3.2	3.8	4.3	4.7	5.0	5.4	5.7	6.2	6.7
К заміщення	32.2	36.8	41.2	45.2	48.6	53.5	57.6	65.3	74.2
Примітка: на основі уніфікованих таблиць смертності в середньому по ОЕСР, прогноз до 2040 р.; внесок 10% заробітку впродовж 40 років; збалансований портфель інвестовано 50% в акції та 50% в облігації.									

8

## **(2) Яким чином заощадження трансформуються у справжні інвестиції?**

---

- 1) Ринкові трансакції через випуск нових облігацій та акцій (IPO – первинне публічне розміщення).
- 2) Посередництво банків, тощо.
- 3) Безпосередні (прямі) позички, наприклад, від родичів або друзів, особам, які займаються підприємницькою діяльністю.
- 4) Власні заощадження для інвестування.

9

## **Роль пенсійних фондів (ПФ) для розвитку ринків капіталу**

---

- Вплив пенсійних фондів як каталізаторів розвитку ринків капіталу – питання часу
- Збільшується ліквідність фондових ринків
- Зростає конкуренція на фінансових ринках (у першу чергу з комерційними банками)
- Стимул для фінансових інновацій та нових методів управління ризиками
- Збільшується прозорість та розкриття інформації
- Поліпшується корпоративне управління і захист прав дрібних інвесторів

10

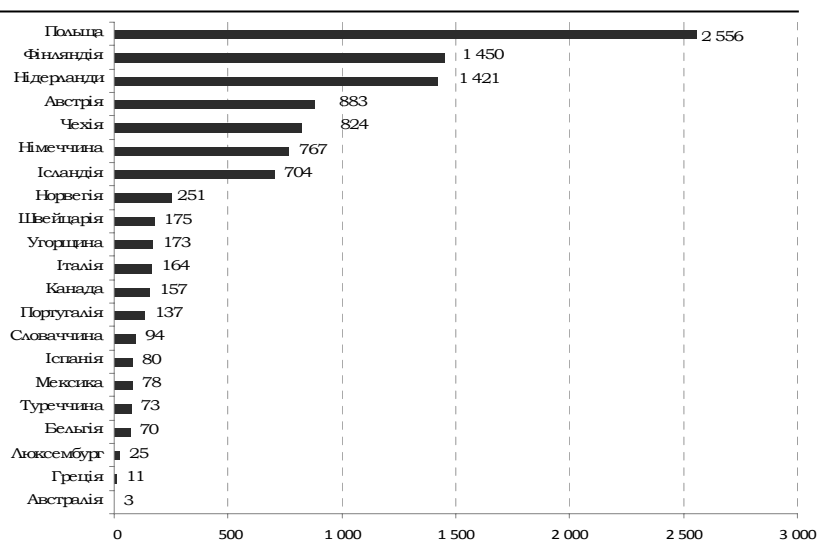
## Чи має все належати стратегічним інвесторам?

### Можлива структура корпоративної власності

Корпоративні власники	Частка
Стратегічні інвестори	40%
Портфельні інвестори (пенсійні фонди, інвестиційні та страхові компанії)	30%
Держава	20%
Працівники підприємства	10%

11

## Середній розмір пенсійних фондів, ОЕСР (2007, мільйонів доларів США)



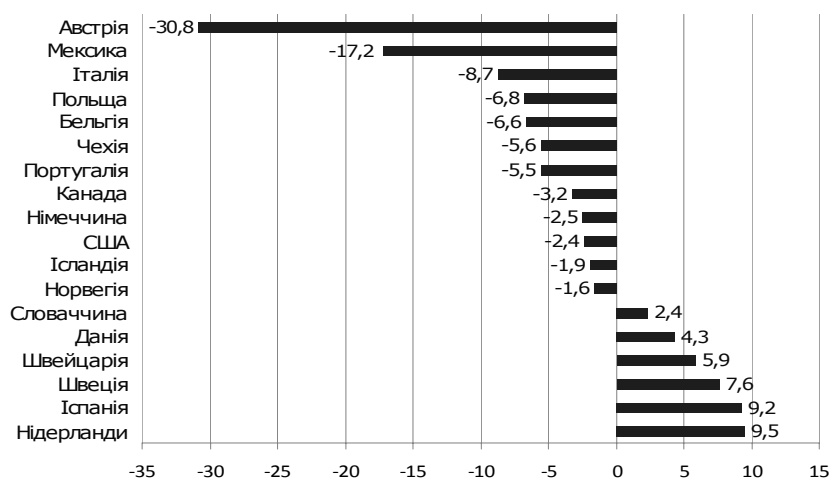
12

### Структура пенсійних активів в окремих країнах ОЕСР у 2008 р.

	Готівка і депозити	Облігації	Акції	Нерухомість	Інші
Австралія	10.7	4.4	78.1	4.5	2.3
Австрія	15.2	50.3	21.2	2.1	11.1
Данія	0.6	55.8	17.7	1.2	24.7
Ірландія	10.9	26.1	52.3	8.4	2.4
Мексика	0.02	82.5	11.2	0.01	6.2
Нідерланди	4.8	41.2	37.3	2.7	14.1
Польща	2.5	74.9	21.9	...	0.7
США	1.2	24.0	54.1	1.7	19.0
Угорщина	3.0	62.0	34.4	0.3	0.3
Чехія	8.1	78.9	6.2	0.9	6.0
Швейцарія	8.8	31.4	43.0	10.8	6.1
Швеція	3.0	58.1	30.4	4.7	3.8

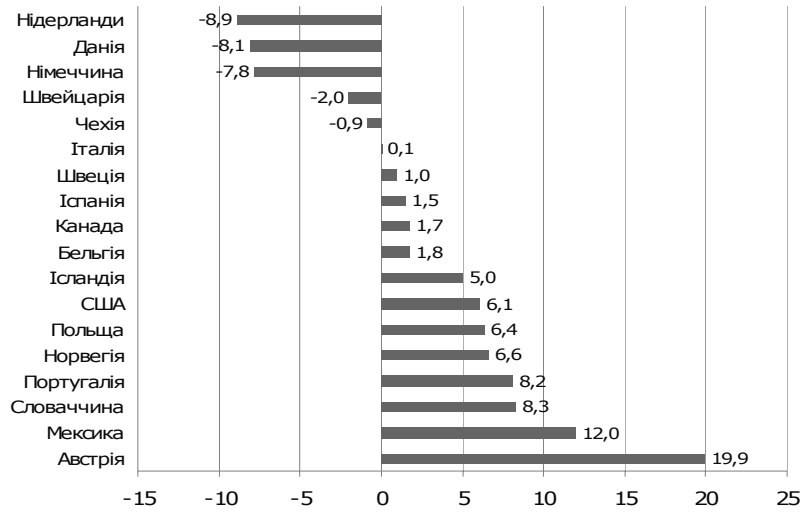
13

### Динаміка інвестування в облігації з 2001 по 2007 рр., %, ОЕСР



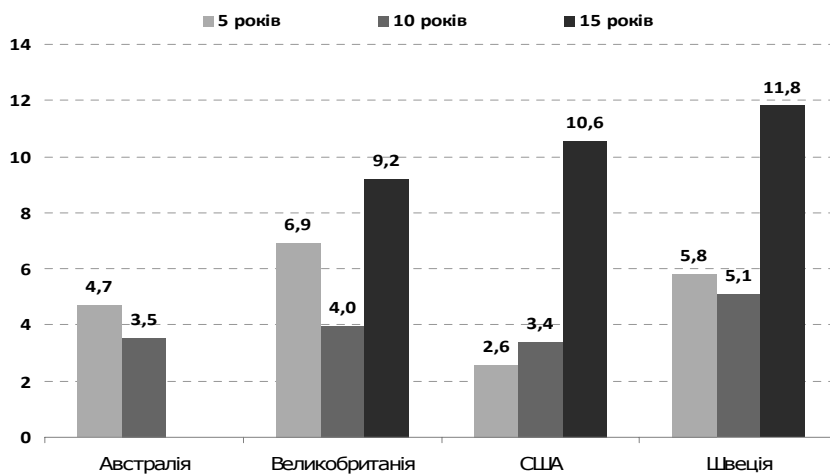
14

### Динаміка інвестування в акції з 2001 по 2007 рр., %, ОЕСР



15

### Номінальна середньорічна доходність ПФ-ів в країнах ОЕСР за 5, 10 та 15 років



16

### (3) Основні пенсійні інвестиційні ризики

- Інфляція
- Ринковий ризик
- Ризик ліквідності
- Волатильність
- Кредитний ризик
- Валютний ризик
- Надмірна ринкова концентрація
- Складність оцінки вартості коштів
- Ризики зберігання коштів (втрата активів, банкрутство)
- Операційні ризики
- Конфлікт інтересів



17

### Інвестиційні ризики ПФ: короткотермінові та довготермінові виклики

1. Фінансова криза означає, що за інвестиційними ризиками прискіпливо пильнують громадськість та політики
2. У пенсійних планах з визначеними внесками, 2 особи з ідентичними заробітками і внесками можуть мати різні пенсії
3. Брак достатньої кількості інвестиційних активів спотворює ціноутворення та спричинює цінові бульбашки
4. “Поведінка натовпу” та надмірна концентрація ринку посилюють негативний ефект ціноутворення
5. Розумний баланс між довірою та регулюванням

18

## Регулювання інвестицій в обов'язкових накопичувальних пенсійних системах (ОЕСР, 2009)

	Кількісні інвестиційні обмеження за класами активів	Мінімальна інвестиційна дохідність	Кількісні обмеження ризиків
<i>ОЕСР</i>			
Австралія			
Данія	✓		✓
Мексика	✓		✓
Польща	✓	✓ (відносна)	
Словаччина	✓		
Угорщина	✓		
Швейцарія	✓	✓ (абсолютна)	
Швеція			
<i>не ОЕСР</i>			
Естонія	✓		
Чилі	✓	✓ (відносна)	✓
Колумбія	✓	✓ (відносна)	✓
Росія	✓		

19

## *За і проти гарантій*

1. Уряди є відповідальними і зацікавленими фінансово у забезпеченні адекватної прибутковості пенсійних фондів, особливо у випадку обов'язкових схем
2. Гарантії дохідності сприяють підтримці реформи і забезпечують довіру новій пенсійній системі...
3. ... однак у разі невдалого застосування, гарантії можуть ще більше зашкодити і збільшити витрати
4. Небезпека гарантій (проблема "морального ризику", поведінка "натовпу" КУА, непрозорість витрат)
5. Фінансування гарантій має бути прозорим

20

## Україна: Інвестиційні обмеження в обов'язковій накопичувальній системі

---

- ✓ 50% державні цінні папери
- ✓ 10% облігації місцевих органів влади
- ✓ 50% банківські депозити і сертифікати (10% в один банк)
- ✓ 20% корпоративні облігації українських емітентів
- ✓ 40% акції українських емітентів
- ✓ 20% цінні папери іноземних емітентів
- ✓ 20% іноземні державні цінні папери (10% одна держава)
- ✓ 5% загальної вартості активів в цінні папери одного емітента (макс. 10% цінних паперів одного емітента; крім державних цінних паперів)
- ✓ 5% інші активи

21

## (4) Скільки виборів потрібно працівникам?

---

- ✓ Вибір: пенсійного адміністратора, інвестиційного портфелю та джерел доходів на пенсії
- ✓ Вибір залежить від доступної та наявної інформації. Нерідко особи *не здатні*, або *не бажають* робити вибір
- ✓ Надмірний вибір обмежує свободу: чим більше варіантів вибору, тим менше ним користуються
- ✓ Зміна вибору/портфелю є кошовною
- ✓ Свобода вибору – чудово, ... поки фондові ринки зростають

22

**Обмеження інвестицій у акції (обов'язкові пенсійні заощадження, ОЕСР-2009)**

	Варіант 1	Варіант 2	Варіант 3	Варіант 4	Варіант 5
<b>ОЕСР</b>					
Австралія	Вибір портфелю не регулюється				
Мексика	30%	25%	20%	15%	0%
Польща	No fund choice				
Словаччина	80%	50%	0%		
Угорщина	100%	40%	10%		
Швеція	Вибір портфелю не регулюється				
<b>не-члени ОЕСР</b>					
Чилі (min-max)	40-80%	25-60%	15-40%	5-20%	0%
Колумбія	Вибір портфелю відсутній				
Естонія	75%	50%	25%	0%	
Росія	Вибір портфелю відсутній				

23

**Доходність різноманітних пенсійних портфелів у Чилі (від початку впровадження до березня 2010 р.)**

	Рік впровадження	Середньорічна реальна ставка доходу
Фонд А (min 40% max 80% в акціях)	вер-2002	9.16%
Фонд В (min 25% max 60% в акціях)	вер-2002	7.33%
Фонд С (min 15% max 40% в акціях)	липень-1981	9.29%
Фонд D (min 5% max 20% в акціях)	вер-2002	5.26%
Фонд Е (100% облігації; 0% акцій)	трав-2000	5.33%

24

**Розподіл за віковими групами пасивних членів  
чилійських АПФ (пасивні портфелі тоновано)**

	вікові групи		
	1-а група: чоловіки та жінки до 35 років	2-а група: чоловіки 36 -55 та жінки 36 – 50	3-я група: чоловіки 55+ та жінки 50+
Фонд А (мін 40% мак 80% в акціях)			
Фонд В (мін 25% мак 60% в акціях)			
Фонд С (мін 15% мак 40% в акціях)			
Фонд D (мін 5% мак 20% в акціях)			
Фонд Е (0% акцій)			

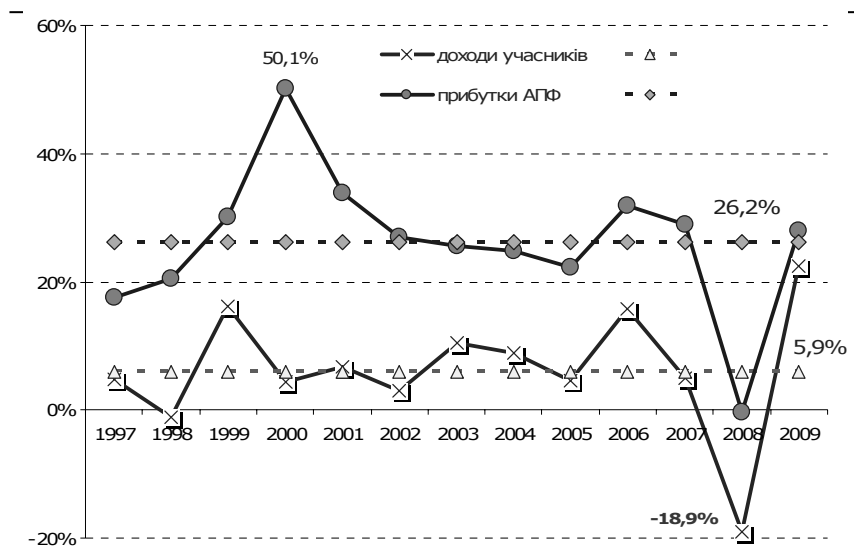
25

**Розподіл учасників чилійських АПФ за віком,  
2003 - 2009 (пасивні портфелі тоновано, SAPF)**

Фонд	вікові групи						Разом	
	1-а група		2-а група		3-я група			
	2003	2009	2003	2009	2003	2009	2003	2009
А	5%	27%	2%	19%	0%	2%	3%	21%
В	87%	67%	5%	17%	2%	16%	42%	39%
С	6%	4%	90%	61%	10%	35%	44%	33%
Д	1%	1%	2%	1%	84%	42%	10%	5%
Е	1%	1%	1%	2%	4%	5%	1%	2%

26

### Річний та середній реальний дохід учасників та прибуток АПФ у Чилі, 1997 – 2009 (SAPF, 2010)



27

### Інвестиційні портфелі в обов'язковій накопичувальній системі Естонії, 2009 р.

Інвестиційна стратегія	Обмеження по акціям	Нові члени, осіб	%	Найактивніша вікова група
Консервативний	0%	38 783	6.6%	48-67 (64.3%)
Збалансований	до 25%	76 150	12.9%	39-57 (68.8%)
Прогресивний	до 50%	472 259*	79.9%	18-35 (61.7%)
Агресивний	до 75%	4 051	0.7%	18-26 (65.1%)
<b>Разом</b>		<b>591 243**</b>	<b>100%</b>	

\*47% є новими членами Swedbank Pensionifond K3

\*\*51% є новими членами пенсійних фондів Swedbank K1, K2, K3 (37%) та K4

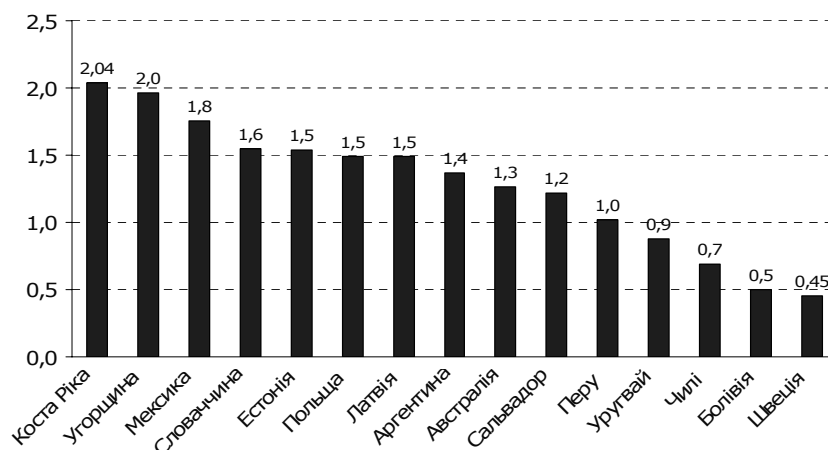
28

## Вплив комісійних винагород на розмір пенсій у накопичувальній системі

- Вплив комісійних винагород на приватні пенсійні виплати є критичним у довготерміновому періоді
- Важливо контролювати комісійні винагороди, поряд з наглядом за управлінням активами
- Збільшення комісійних з 1% до 2% зменшує розмір пенсії в середньому на 20-25% (при участі у накопичувальній системі понад 40 років)
- Збільшення комісійних з 1% до 3% зменшить розмір пенсії приблизно на 35-40%

29

## Комісійні за адміністрування ПФ в окремих країнах ОЕСР та не-ОЕСР, % загал. активів, 2007



30

## (5) Фінансово-економічна криза і пенсії

“Жовтень. Це один із найнебезпечніших місяців року для гри на біржі. Не менш небезпечними є липень, січень, вересень, квітень, листопад, травень, березень, червень, грудень, серпень і лютий.”

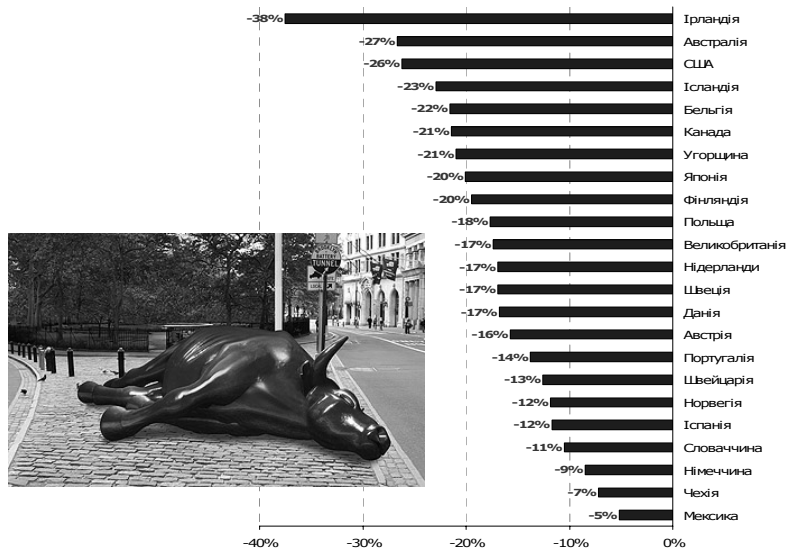


*Марк Твен, Трагедія Пуднхеда Вільсона, 1894*  
(у 1929, 1987 та 2008 рр. обвали на фондових ринках сталися фактично у жовтні)

*Індекс S&P 500 досяг піку 1 527,46 пунктів 24 березня 2000 р., а потім впав до 776,76 9 жовтня 2002 р.)*

31

## Реальні збитки пенсійних фондів у 2008 р.



32

## Чиї пенсії найбільше втратили через кризу?

---

- Робітники, особливо старших вікових груп, мало розуміють природу ризиків
- Молодь і працівники середнього віку – більшість не зазнала суттєвих втрат
- Працівники передпенсійного віку з тривалою участю у планах визначених внесків *зазнали найбільших втрат*; незначний вплив у країнах зі щедрими солідарними системами
- Пенсіонери не зазнали суттєвих втрат, крім тих, хто не придбав пенсійний ануїтет
- У США, у 2008 р. багато учасників добровільних пенсійних планів 401(k) передпенсійного віку (56-65 років) зазнали значних збитків через надмірне інвестування в акції (біля -25%)

33

## Вплив кризи на приватні пенсії у регіоні ЦСЄ

---

- Найбільших збитків зазнали пенсійні інвестиції в акції
- У країнах з розвиненими приватними пенсійними фондами, іноземні інвестиції перемістилися до безпечніших гаваней, таких як держоблігації німецького, французького урядів
- Проблеми з регулюванням місцевих ринків, включаючи реакцію урядів, мали вагомий вплив на зміну структури інвестиційних портфелів пенсійних фондів
- Більше консерватизму щодо інвестиційного потенціалу ЦСЄ
- Ознаки кращого розуміння ризиків, пов'язаних з різними інвестиційними стратегіями, різними активами. КУА переглядають підходи щодо управління ризиками

34

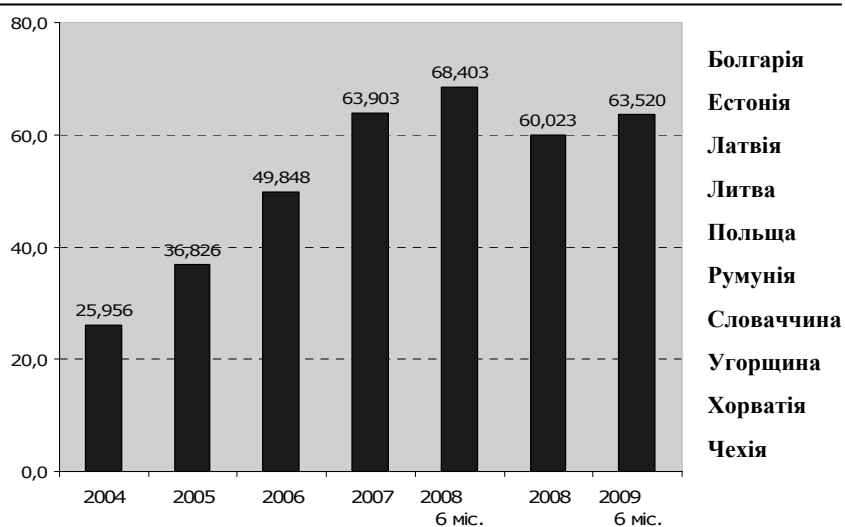
## Часткове відновлення пенсійних фондів у 2009

Пенсійні фонди продемонстрували часткове відновлення втрачених активів у 2009 році, одержавши чималий інвестиційний дохід (3.5% номінально лише за перше півріччя). Однак, станом на 30 липня 2009 р., загальний обсяг пенсійних активів залишався на 14% меншим пікового рівня у грудні 2007 р.

У країнах ОЕСР в цілому, у першому півріччі 2009 активи приватних пенсійних схем збільшили свою вартість на \$1,5 трильйонів з \$5,4 трильйонів, втрачених впродовж 2008 р.

35

## Пенсійні активи 10 країн ЦСЄ, € млрд.



36

## Висновки

---

1. Поточна криза підкреслює необхідність мати *різноманітну* пенсійну систему — різні пенсійні компоненти, фінансові інструменти, інші заощадження
2. Недоцільно ігнорувати адекватність пенсій заради досягнення фінансової стабільності
3. Оцінка ефективності пенсійної реформи є проблематичною -- стислі інвестиційні терміни недоречні, оскільки пенсійні заощадження потребують тривалий час
4. Якщо індивідуальні пенсійні рахунки здобули погану репутацію, це потім важко виправити і сподіватися на підтримку
5. Успішну пенсійну реформу підтримують два стовпи – спроможність уряду *і* ефективність приватного сектору

37

## Рекомендації

---

- Інформувати громадськість про коливання інвестиційних доходів та вплив на пенсії
- Забезпечення захисту найбільш вразливих робітників
- Зменшення впливу фінансових ризиків у період накопичення заощаджень і пенсійного періоду
- Забезпечення належного нагляду і контролю з метою покращення дохідності пенсійних інвестицій для учасників
- Про-активно впливати на розвиток ринків капіталів, зокрема пропонуючи захищені від інфляції облігації

38