

О. М. Юркевич,
к. е. н., доцент, кафедра корпоративних фінансів і контролінгу,
Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана, м. Київ
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-8172-0186>

DOI: 10.32702/2306-6814.2023.18.72

СТРУКТУРНИЙ АНАЛІЗ ПОРТФЕЛІВ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ ЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇН

O. Yurkevych,
PhD in Economics, Associate Professor,
Department of Corporate Finance and Controlling,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

STRUCTURAL ANALYSIS OF PENSION FUNDS' PORTFOLIOS IN EUROPEAN COUNTRIES

Останнім часом на фінансовому ринку Європейського Союзу відбулись фундаментальні зрушення: зростання процентних ставок, інфляції та зміни геополітичного ландшафту, які генерують додаткові та слабко прогнозовані ризики. Пенсійні фонди були змушені швидко пристосуватися до цих фундаментальних змін, оскільки в поєднанні вони можуть утворити суттєві загрози для економіки, інвестицій та заощаджень. Дана стаття надає певну інформацію щодо цих питань.

У другому кварталі 2022 року загальні активи пенсійних фондів Єврозони становили 3.031 млрд. євро. На акції інвестиційних фондів припадало 45,9 % загальних активів, тоді як другою за величиною категорією активів в інвестиційних портфелях були боргові цінні папери (25,5 %), за якими містились інвестиції в акціонерний капітал (9,4 %). Згідно приблизної оцінки, всі прямі та непрямі інвестиції в державний та приватний акціонерний капітал пенсійних фондів Єврозони становили близько 30 % усіх їхніх активів, включаючи інвестиції в: акції інвестиційних фондів (404 млрд євро, або 13,3 % усіх активів), акції (286 млрд. євро, або 9,4 % усіх активів), та змішані, хеджфонди та "інші" фонди.

Recently, there have been fundamental shifts in the financial market of the European Union: rising interest rates, growth, inflation and changes in the geopolitical landscape, which generate additional and poorly forecasted risks. Pension funds have been forced to adapt quickly to these fundamental changes, because together they can pose significant threats to the economy, investment and savings. This article provides some information on these issues.

Pension funds' investment portfolios differ from many other institutional investors due to longer duration of liabilities, often an absence of early termination risks, and different legal frameworks. In general, pension funds invest more in private and international markets, while some other institutional investors invest more in fixed income.

Pension funds have significant assets in Europe and the world. Although the assets of global pension funds exceed 56 trln USD, European pension funds, members of the PensionsEurope association, manage assets of more than USD 3 trln EUR.

According to the European Central Bank, until the end of 2021, the assets of private pension funds in the Eurozone continued to grow faster than their liabilities, increasing the aggregate funding ratio. The rise in inflation rates in the Eurozone, which began at the beginning of 2021, remains very high until today. Along with the rapid increase in interest rates, the liabilities of pension funds decreased more than their assets, thus improving the funding ratio again, which was the highest at 127 % by mid-2022.

By the end of 2022, the total assets of Eurozone pension funds amounted to 3.031 bln EUR. Equity mutual funds accounted for 45.9% of total assets, while the second largest asset category in investment portfolios was debt securities (25.5%), followed by equity investments (9.4%). According to a rough estimate, all direct and indirect investments in public and private equity capital of Eurozone pension funds accounted for about 30% of all their assets, including investments in: shares of investment funds (404 bln EUR, or 13.3% of all assets), shares (286 bln EUR, or 9.4% of all assets), and mixed, hedge funds and "other" funds.

Ключові слова: національні пенсійні системи, пенсійні фонди, глобалізація, інститути спільного інвестування, портфельне інвестування, структура інвестиційного портфелю.

Key words: national pension systems, pension funds, globalization, joint investment institutions, portfolio investment, portfolio structure.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Після пандемії Covid-19 відбулися фундаментальні зміни які суттєво вплинули на фінансовий ринок Європейського Союзу: зростання процентних ставок, інфляції та зміни геополітичного ландшафту, які генерують додаткові та слабко прогнозовані ризики. Пенсійні фонди були змушені швидко пристосовуватися до цих фундаментальних змін, оскільки разом вони можуть утворити суттєві загрози для економіки, інвестицій та заощаджень. Дана стаття надає певну інформацію щодо цих питань.

Пенсійні системи в Європі такі ж різноманітні, як і самі країни. Вони містять і відображають численні культурні, історичні та політичні події і особливості. Зокрема, вони побудовані на основі національного соціального, трудового та податкового законодавства. У багатьох європейських країнах пенсійний дохід громадян є комбінацією різних компонентів, часто державної пенсії, доповненої професійною пенсією та деякими індивідуальними пенсійними накопиченнями.

Збільшення у європейських країнах співвідношення між населенням похилого та працездатного віку створює суттєві виклики для пенсійних систем всіх рівнів, оскільки вони стикаються з проблемою фінансової стійкості та здатністю забезпечувати адекватний дохід. Уповільнення економічного зростання, складні державні бюджетні обставини у вигляді бюджетних дефіцитів та, висока інфляція створює додаткові виклики.

Щоб отримати переваги від системи пенсійного накопичення, її необхідно підтримувати та зміцнювати. Регуляторна та наглядова база має відповідати меті та сприяти пенсійним фондам, механізмам соціальних партнерів і компаніям-спонсорам, які дають пенсійні обіцянки, ефективно реагувати на поточні та нові виклики. Необхідно уникати дублювання вимог і непотрібних витрат які є тягарями для ефективної діяльності пенсійних фондів. Крім того, особисті накопичувальні пенсії

можуть відігравати важливу роль у досягненні хороших результатів, оскільки професійні пенсії не доступні автоматично для всіх громадян. Дана стаття надає певну інформацію щодо цих питань та аналізує останні зміни в системі професійного пенсійного забезпечення в Європі.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Підтримка та сприяння побудови збалансованих багаторівневих пенсійних систем в Європі відбувається з боку національних асоціацій пенсійних фондів європейських країн, перш за все такої міжнародної організації як PensionsEurope [1], метою діяльності якої є підтримка пенсійних установ як інституційних інвесторів країн-членів, сприяння розвитку європейської регуляторної системи та ефективному функціонуванню фінансових ринків. З цією метою було засновано низку асоціацій та професійних об'єднань, таких як Форум країн Центральної та Східної Європи (Central & Eastern European Countries Forum (CEEC Forum)) [2] — для обговорення проблемних питань, спільних для пенсійних систем у цьому регіоні та Багатонаціональну консультативну групу (Multinational Advisory Group (MAG)) [3] — для забезпечення обміну інформацією і думок для експертів та керівників пенсійних фондів європейських країн. Саме результати досліджень цих організацій, їх програмні документи, прес-релізи та звіти було покладено в основу для написання даної статті.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ (ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ)

Завданням статті є проведення структурного аналізу портфелів пенсійних фондів європейських країн у розрізі зміни їх активів та пасивів за напрямками інвестування у пайові, боргові та похідні цінні папери, а також визначення тенденцій розвитку ефективних інвес-

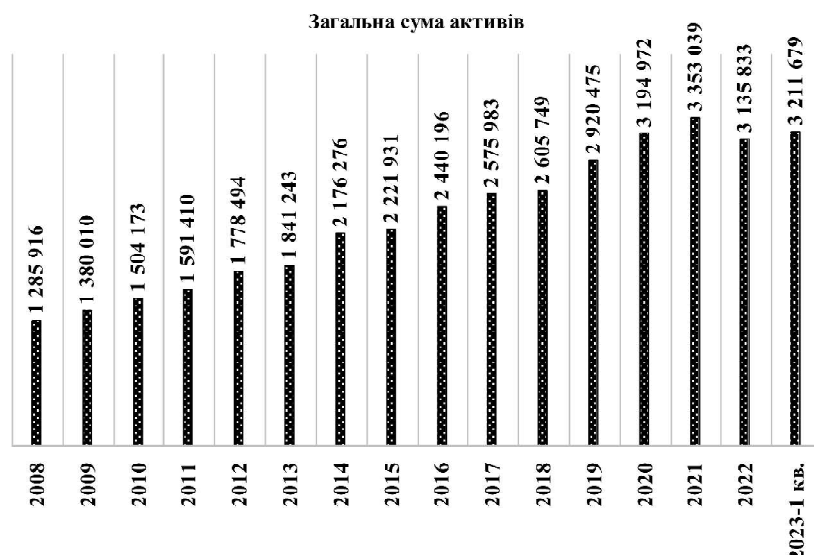


Рис. 1. Динаміка активів пенсійних фондів Єврозони, 2008 — 1 квартал 2023 рр.

Джерело: складено за даними ЄЦБ: [6].

тиційних стратегій пенсійних фондів у після Covid-пандемічний період. Відповідно, об'єктом дослідження наукової статті є процес формування інвестиційних портфельних пенсійних фондів країн ЄС. Предметом дослідження є квартальна та річна фінансова звітність, пруденціальна звітність пенсійних фондів відповідним регуляторам.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Приватна пенсія (private pension) — це своєрідний план, згідно з яким фізичні особи роблять внески зі своїх заробітків, які потім їм виплачують у вигляді приватного пенсійного доходу після виходу особи на пенсію, що виступає альтернативою державній пенсії. Зазвичай фізичні особи інвестують кошти в схеми заощаджень або пайові фонди, якими керують страхові компанії. Часто приватні пенсії також управляються роботодавцем і в такому разі називаються професійними пенсіями. Внески в приватні пенсійні схеми зазвичай не оподатковуються.

На сьогодні уряди європейських та багатьох розвинутих країн зменшують суми коштів на пенсійне забезпечення. Як наслідок, пенсійні продукти спонсоровані роботодавцями та індивідуальні пенсійні продукти стають все більш популярними. У європейських країнах запроваджено трирівневу пенсійну систему. Перший рівень пов'язаний з державними (соціальними) пенсіями, другий — з додатковими пенсіями, а третій — з добровільними індивідуальними (приватними) пенсіями шляхом інвестування у приватні пенсійні фонди [4].

Пенсійні фонди мають значні активи в Європі та світі. Хоча активи глобальних пенсійних фондів перевищують 56 трильйонів доларів США (за даними OECD, 2021а), європейські пенсійні фонди члени асоціації Pensions-Europe керують активами біль ніж на 3 трлн євро [5].

За даними Європейського Центрального Банку (ЄЦБ) до кінця 2021 року активи приватних пенсійних фондів у Єврозоні продовжували зростати швидше, ніж

їхні зобов'язання, що забезпечувало зростання агрегованого коефіцієнту фінансування. Зростання темпів інфляції у Єврозоні, що почалося на початку 2021 року, залишається дуже високим до сьогодні. Разом зі швидким збільшенням процентних ставок, в 2022 році активи почали зменшуватись, однак спостерігалась аналогічна тенденція більш швидкого зменшення зобов'язань пенсійних фондів ніж активів, таким чином знову покращив агрегований коефіцієнт фінансування, який був найвищим — у розмірі 127 % на середину 2022 року (див. рис. 1).

У рамках своєї довгострокової стратегії інвестування, значна кількість пенсійних фондів здійснюють пасивне інвестування за якого вони формують диверсифікований портфель активів, намагаючись забезпечити доходність індексу проте не перевищити його. Популярність пасивних інвестиційних стратегій у пенсійних фондів домінувала протягом останнього десятиліття і це привернуло до них інвесторів, які обирали можливість зменшення витрат у порівнянні з іншими альтернативами, такими як фонди активного керування (actively managed funds).

Прямий вплив інфляції на пенсійні фонди різниться в різних країнах за різними типами пенсійних схем (різняється хто саме несе інфляційний ризик) та різноманітними інвестиційними стратегіями. Висока інфляція загалом ускладнює забезпечення високих пенсійних виплат за реальною ставкою доходу. Вплив інфляції на пенсійний фонд визначається рівнем хеджування від інфляції, до якого вдався кожен окремих фонд, а також способом, у який виплати фонду вкладникам пов'язані з інфляцією.

У рамках своєї довгострокової стратегії інвестування багато європейських пенсійних фондів використовують пасивне інвестування, коли вони купують і тримають в інвестиційному портфелі диверсифіковану суміш активів, намагаючись підтримувати доходність відповідно індексу фондового ринку, але не намагаючись його перевершити. Популярність інвестиційних фондів з та-

кою пасивною стратегією була зростаючою тенденцією протягом останнього десятиліття, оскільки такі фонди приваблювали інвесторів обіцянкою нижчих витрат, у порівнянні з тими фондами, які використовували стратегії активного управління.

У 2022 році загальні активи пенсійних фондів Єврозони становили 3.135 млрд. євро. На акції інвестиційних фондів припадало 43.07 % загальних активів, тоді як другою за величиною категорією активів в інвестиційних портфелях були боргові цінні папери (28,18 %), за ними слідують інвестиції в акціонерний капітал (12,09 %) (рис. 2).

Протягом періоду 2008—2022 років частка акцій інвестиційних фондів у портфелях пенсійних фондів зросла з 23 % від усіх їхніх активів до 43 %. Водночас пенсійні фонди відносно скоротили свої прямі інвестиції в акції компаній з 21 % до 12 % від усіх сукупних активів. Згідно приблизним оцінкам, все пряме і непряме інвестування європейськими пенсійними фондами в акціонерний капітал державної та приватної форми власності в зоні євро становить близько 30% від їх сукупних активів. Активи європейських пенсійних фондів у боргових цінних паперах коливалися від 23 % до 32% від усіх

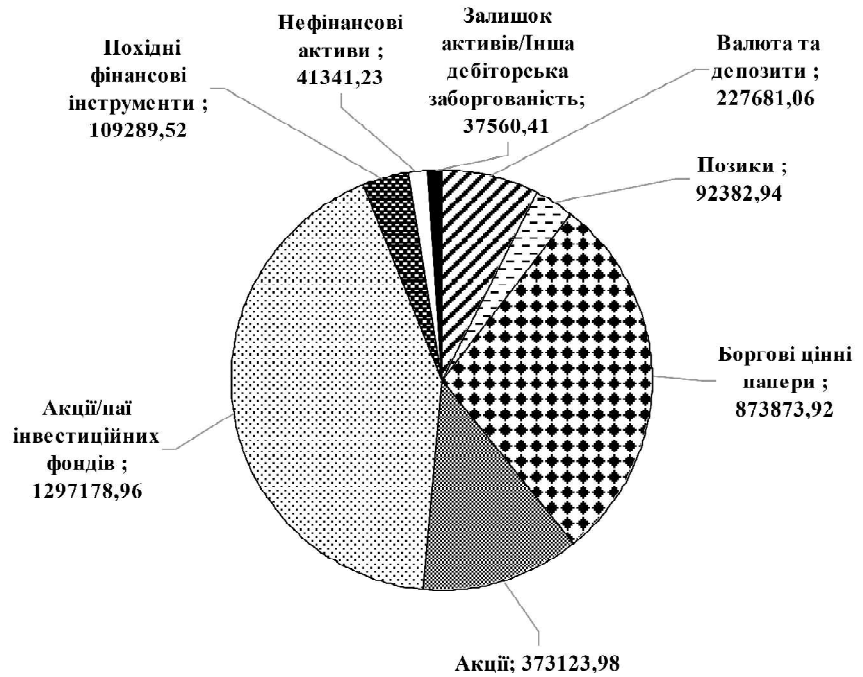


Рис. 2. Склад активів пенсійних фондів Єврозони (млрд євро), 2022Q4

Джерело: складено за даними ЄЦБ: [6, 7].

активів, становлячи 29 % у 2008 році та 28 % у 2022 році. (рис. 3).

Оскільки "пенсійні плани" вкладників пенсійних фондів передбачають фіксовані виплати і інвестування певної частки у "безпечні активи", такі як суверенні об-

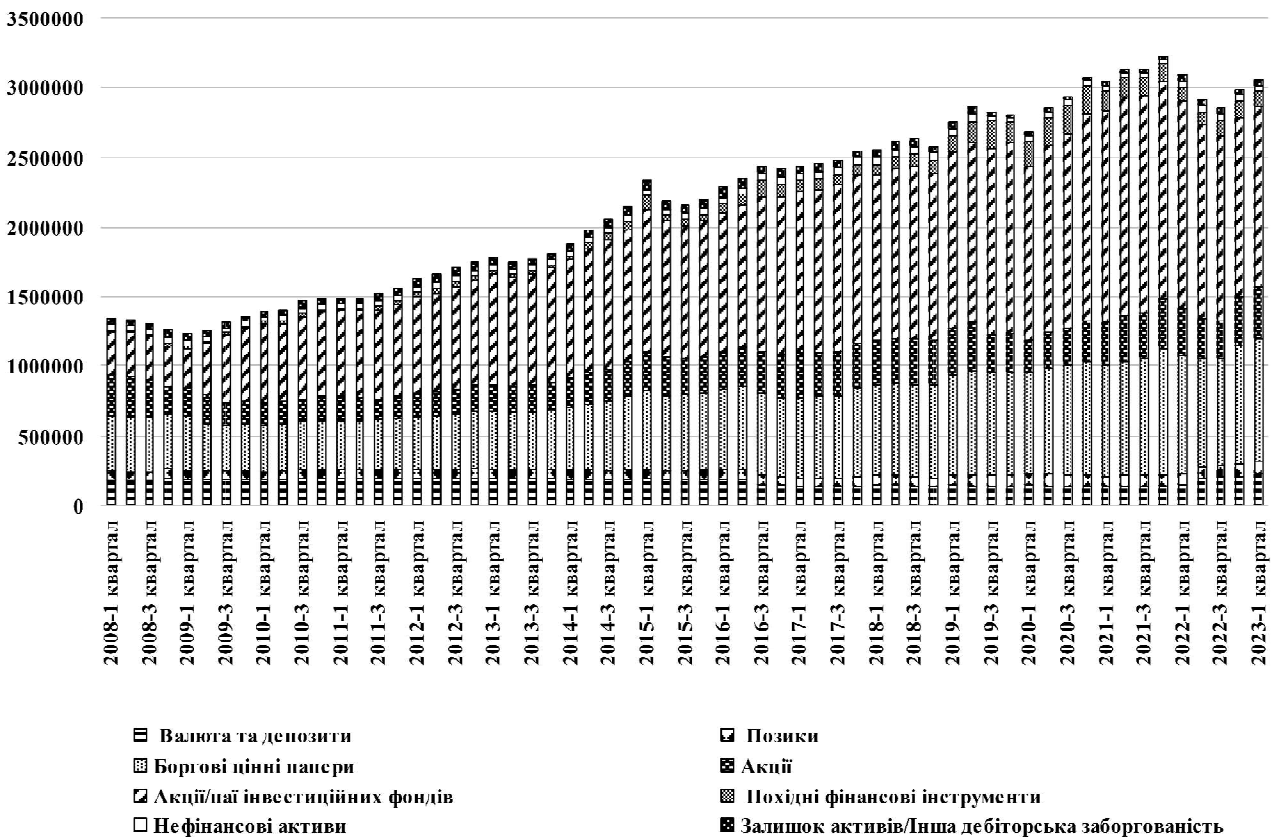


Рис. 3. Динаміка і структура активи пенсійних фондів Єврозони (млн євро), 2008—2022 рр.

Джерело: складено за даними ЄЦБ: [6, 7].

лігації з низькою / від'ємною прибутковістю, багато пенсійних фондів також успішно розміщували свої активи у корпоративні облігації. Інвестиції пенсійних фондів у фондах нерухомості були стабільними та дещо зросли за останні роки. У багатьох країнах пенсійні фонди є великими інвесторами в нерухомість, що є для них природним захистом від інфляції.

Активи європейських пенсійних фондів у деривативах коливалися від 1% до 7% усіх активів, становлячи 1—2% протягом тривалого періоду 2009—2014 років, після чого частка деривативів в активах почала збільшуватися, сягнувши 6—7% від сукупної вартості активів з другої половини 2019 року до кінця 2022 року.

Інвестиційні стратегії пенсійних фондів повинні балансувати ризик, прибутковість і витрати. І сьогодні, також, все частіше застосовуються екологічні та соціальні критерії управління інвестуванням (Environment, Social, Governance — ESG) [8]. Основні чинники розподілу активів пенсійних фондів включають управління активами та пасивами, управління ризиками, захист від інфляції, доходність інвестицій, ризики хеджування зобов'язань та диверсифікацію. Кілька рушійних факторів можуть стимулювати ринкові зміни у розподілі пенсійних активів, але їх слід розглядати не окремо, а як екосистему, у якій кожен рушійний фактор впливає на інші.

Пенсійні фонди здійснюють процес інвестування відповідно до так званого підходу "розсудливої людини" та/або відповідно до національних регуляторних вимог. Інвестиційні портфелі пенсійних фондів відрізняються від портфелів багатьох інших інституційних інвесторів більшою тривалістю зобов'язань, часто відсутністю ризиків дострокового розірвання та різними правовими рамками.

Загалом європейські пенсійні фонди більше інвестують у приватні та міжнародні ринки, тоді як деякі інші інституційні інвестори більше інвестують у фінансові інструменти з фіксованим доходом. Однак на їхні можливості інвестувати в акціонерний капітал впливають правила обліку та фінансування, орієнтовані на короткий термін / один рік.

Не тільки диверсифікація класів активів має вирішальне значення для пенсійних фондів, але й географічна диверсифікація також є ключовою для пом'якшення ризиків країни або регіону. Географічна диверсифікація може призвести до підвищення очікуваної прибутковості та кращого співвідношення коефіцієнта Шарпа (ризик-прибуток).

Традиційно пенсійні фонди зосереджуються на своїх внутрішніх ринках. Хоча внутрішні позики, 50 мільярдів євро, все ще становлять більшість — 64%, усіх позик інвестованих пенсійними фондами Єврозони (77,7 млрд євро на кінець 2022 року), сьогодні європейські пенсійні фонди все більше інвестують на міжнародних ринках. У деяких країнах (наприклад, у Нідерландах) ця зміна відбулася вже кілька десятиліть тому [9].

Наприклад, на кінець 2022 року внутрішні інвестиції в акціонерний капітал пенсійних фондів Єврозони становив 21,8 млрд євро, що становить лише менше 8% від сукупного інвестування в акції (285,9 млрд євро). У той же час інвестиції у внутрішні боргові цінні папери становили 133,6 млрд євро, що становить лише 17% за-

гальних боргових активів пенсійних фондів (773,4 млрд євро).

Причини зовнішнього впливу в інвестиційних стратегіях різняться залежно від терпимості до ризику, коливань валют, інфляції, умов місцевого ринку та диверсифікації. Загалом пенсійні фонди інвестують на міжнародних ринках, щоб знизити загальні ризики портфеля та отримати різні премії за ризик. Крім того, багато країн мають певні обмеження для інвестування лише на національному фондовому ринку (наприклад, переважне домінування лише кількох індустрій), таким чином, розширення країн в інвестиційному портфелі суттєво зменшує галузеві та специфічні ризики. Інші мотиви для інвестування на міжнародних ринках включають, наприклад, наявність/доступ до привабливих (ціна, якість, ліквідність, прозорість) іноземних інвестиційних продуктів і рішень. З цього приводу вели значення має не лише сторона попиту, а й сторона пропозиції [10].

У країнах із високим коливаннями валют, інвестиції на місцевому ринку є нестабільними, оскільки потребують додаткового ризику валютообмінних операцій. Таким чином, закордонні інвестиції захищають від зайвої волатильності. Хоча євро був набагато менш мінливим, ніж багато менших конвертованих валют, нещодавно зниження його вартості щодо долара спричинило проблеми для інвесторів у Європі. Наслідки російського вторгнення в Україну та зростаючі побоювання щодо стагнації в Європі призвели до того, що євро впав нижче паритету по відношенню до долара вперше за майже два десятиліття. Це ставить додаткові виклики для європейських пенсійних фондів.

ВИСНОВКИ

Пенсійні фонди відіграють важливу роль у довгостроковому фінансуванні реальної економіки ЄС, сприяють створенню робочих місць і економічному зростанню в Європі. Вони збільшують обсяг ринкового фінансування, доступного для економіки, і покращують ефективність фінансового посередництва. Країни зі значним сектором накопичувальних приватних пенсійних фондів, як правило, мають краще розвинені ринки капіталу. Багато інвестицій поза зоною євро також можуть мати позитивний вплив на Європу опосередковано, оскільки багато компаній або частина їхнього європейського бізнесу фінансується через ринки капіталу по всьому світу.

ЄС полегшив інвестування в Європі та транскордонне інвестування в межах ЄС (наприклад, завдяки стандартизації звітності). Зростаюча та стабільна економіка приваблює інвестиції. Якщо інвестиційні можливості в Європі покращаться (завдяки зменшенню інфляційних очікувань), частка європейських інвестицій пенсійних фондів відповідно зросте. У цьому відношенні надзвичайно корисним буде поглиблення спільного ринку капіталу в рамках Capital Market Union (CMU).

Забезпечення фінансової безпеки пенсійної системи є критичним, як для приватних осіб так й для суспільства в цілому. Більшість європейських країн зараз борються з соціальними, економічними та фінансовими наслідками старіння населення. Ці проблеми були загострені пандемією COVID-19, але справа не лише в цьому. Сучасне економічне середовище характери-

зується з історично низькими процентними ставками, економічним спадом у багатьох країнах і зниженням прибутку від інвестицій, що створює додатковий фінансовий тиск на європейську пенсійну систему. Зараз, як ніколи раніше, важливо розуміти особливості кращих пенсійних систем, інвестиційних та регуляторних практик, що, своєю чергою, робить актуальним подальші дослідження в цьому напрямку.

Література:

1. PensionsEurope. [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://www.pensionseurope.eu/>
2. Central & Eastern European Countries Forum (CEEC Forum). [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://www.pensionseurope.eu/ceec-forum>
3. Multinational Advisory Group (MAG). [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://www.pensionseurope.net/multinational-advisory-group-mag>
4. Clark, Gordon L., Whiteside, Noel. (2003). Pension security in the 21st century: redrawing the public-private debate. Oxford: Oxford University
5. Thinking Ahead Institute. 2022. Global Pension Assets Study — 2022. [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2022/>
6. European Central Bank. [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
7. European Insurance and Occupational Pensions Authority. [Електронний ресурс] / Режим доступу: https://www.eiopa.europa.eu/index_en
8. "Ultimate Guide to Private Pension Plans in Germany". [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://horizon65.com/en/germany/retirement/investments/private-pension/>
9. "Funded and private pensions — OECD". [Електронний ресурс] / Режим доступу: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/>
10. Edward Whitehouse. Earnings related schemes: Design, options and experience. [Електронний ресурс] / Режим доступу: https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/Event/pensions/3.%20Whitehouse_Basic%20pensionomics%20v5.pdf

References:

1. The official site of PensionsEurope Association (2022), "PensionsEurope Statistics 2018", available at: <https://www.pensionseurope.eu/statistics> (Accessed 26 August 2023).
2. The official site of Central & Eastern European Countries Forum (CEEC Forum) (2023), available at: <https://www.pensionseurope.eu/ceec-forum> (Accessed 26 August 2023).
3. The official site of Multinational Advisory Group (MAG) (2023), available at: <https://www.pensionseurope.net/multinational-advisory-group-mag> (Accessed 26 August 2023).
4. Clark, G. L. and Whiteside, N. (2003), Pension security in the 21st century: redrawing the public-private debate, Oxford: Oxford University, UK.
5. The official site of Thinking Ahead Institute (2022), "Global Pension Assets Study — 2022", available at:

<https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2022/> (Accessed 26 August 2023).

6. The official site of European Central Bank (2023), available at: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (Accessed 26 August 2023).

7. The official site of European Insurance and Occupational Pensions Authority (2023), available at: https://www.eiopa.europa.eu/index_en (Accessed 26 August 2023).

8. Wolf, S. (2022), "Ultimate Guide to Private Pension Plans in Germany", available at: <https://horizon65.com/en/germany/retirement/investments/private-pension/> (Accessed 26 August 2023).

9. The official site of OECD (2023), "Funded and private pensions — OECD", available at: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/> (Accessed 26 August 2023).

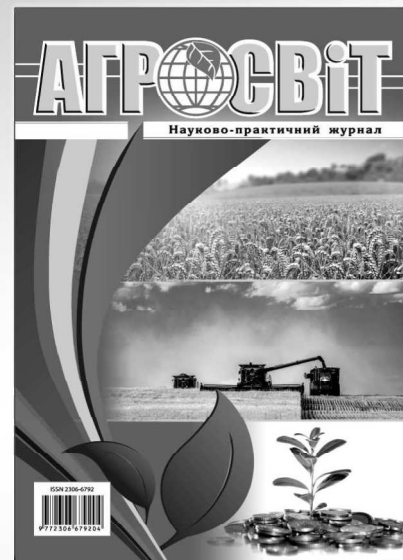
10. The official site of World Bank (2014), "Earnings related schemes: Design, options and experience", Whitehouse, Ed., available at: https://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/Event/pensions/3.%20Whitehouse_Basic%20pensionomics%20v5.pdf (Accessed 26 August 2023).

Стаття надійшла до редакції 02.09.2023 р.

АГРОСВІТ

<https://nayka.com.ua>

Передплатний індекс: 23847



Виходить 24 рази на рік

**Журнал включено до переліку
наукових фахових видань України
з ЕКОНОМІЧНИХ НАУК (Категорія «Б»)**

Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292