

Рискове и възможности пред фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване в България

Жеко Милев*

Резюме: Фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване съществуват дейност повече от десет години. За този период станаха видими някои от рисковете, пред които се изправят осигурените в тях лица. Все повече наближава времето, когато тези финансови институции трябва да започнат плащания към хората, правили вноски за допълнителна пенсия и/или за пенсия за ранно пенсиониране. Ето защо е необходимо да се анализират рисковете, с които могат да се сблъскат осигурените, и да се различат реалностите от битувашите митове за тяхната дейност. В настоящата статия е направен опит за открояване на основните опасности, които грозят осигурените лица, анализирани са инвестиционните резултати на универсалните и професионални пенсионни фондове за периода 2002-2013 г. и са направени препоръки относно възможни промени в нормативната уредба, които биха повишили тяхната ефективност. Застаряващото население, както в България, така и в повечето европейски страни прави наложително реформирането на пенсионните системи, функциониращи на разходно-покривен принцип. В същото време изграждането на неефективни капиталови стълбове в пенсионното осигуряване може да повиши, а не

да намали бъдещите рискове. В този сложен процес се намесва и един допълнителен фактор – значителното нарастване на публичния дълг в много от страните, провели подобни реформи. Това изкушава правителствата да погледнат към активите на пенсионните фондове и да ги използват за краткосрочни вместо за дългосрочни цели. „Обръщането“ на пенсионните реформи на някои места (Унгария, Полша и др.) прави наложително внимателната преценка на плюсовете и минусите на дейността на фондовете до момента и факторите, които биха допринесли за подобни стъпки и в България.

Ключови думи : пенсионни фондове, инвестиции, рискове, осигурени лица.

JEL: G23.

Изграждането на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване промени дизайна на българската пенсионна система. Капиталовият елемент, който вече съществуваше в осигуряването у нас благодарение на фондовете за допълнително доброволно пенсионно осигуряване, получи своя тласък след стартирането на дейността на фондовете от втория стълб. Извършената реформа може да бъде оценена като важен момент от по-нататъшното развитие на пенсионната система в България. Традиционният разходно-покривен модел се допълни, което може да се окаже решително, както за

* Жеко Милев е доктор, главен асистент в катедра „Финанси“ на УНСС, email: jekomilev@yahoo.com

стабилността на пенсионното осигуряване в страната през идните години, така и за бъдещи брожения и недоволство сред осигурените лица. В световен мащаб капиталовите пенсионни системи са добре познати, като в литературата (Blake, 2006, р.101-102) са описани добре, както техните положителни черти, така и рисковете, които носят за осигурените лица. Добрата законова регламентация на дейността на тези финансови институции е от решаващо значение за тяхната стабилност. При пенсионните схеми с дефинирани вноски бъдещите пенсионери са изложени на редица рискове (Данева., 2010, с. 76). При този модел осигурените имат свободата да прехвърлят натрупаните до определен момент средства без значими разходи, но за сметка на това не знаят предварително дали спестяванията, които ще се акумулират към края на инвестиционния период, ще бъдат достатъчно за адекватен размер на бъдещата пенсия. Факторите, които оказват влияние върху общата сума, натрупана към датата на пенсиониране, са три основни. Първо, размерът на вноските, внасяни от осигуреното лице и неговия работодател през годините. Второ, начисляваните от управляващата пенсионна компания такси и комисионни за управление на средствата на осигурените лица. Трето, реализираната доходност от страна на пенсионните фондове. Имайки предвид, че контролът по събиране на осигурителните вноски се извършва от НАП, а размерът на таксите за управление е фиксиран в КСО, то именно третият фактор е този, който определя доколко ефективно се управляват парите на лицата, спестяващи за втора пенсия. Трябва да се подчертае, че по презумпция рискът за лицата, участващи в професионални пенсионни фондове, е по-висок от този за осигуряващите се в универсални фондове. Лицата, участващи в професионални пенсионни фондове, разчитат на акумулираните средства в тях за

получаване на пенсия за ранно пенсиониране. Доходът от този тип фондове трябва да бъде достатъчен за период между 5 и 12 години¹ в зависимост от категорията труд, упражнявана от осигурения. След този период лицето започва да получава пенсия от фонд „Пенсии“ на държавното обществено осигуряване и от универсален пенсионен фонд, ако е родено след 31.12.1959 год. Осигурените в универсален пенсионен фонд придобиват право на пенсия от тях едва, когато отговарят на условията за получаване на такава от първия стълб на системата. Т.е. доходът, който ще получават от частната институция, има за цел да допълни този, изплащан от разходно-посредствена система. Независимо че рискът от гледна точка на осигурените е по-нисък, за тях е важно добавката, която ще получат от универсалния фонд, да не е по-малка по размер от законово регламентираното намаление на дължимата им пенсия от държавното обществено осигуряване².

Фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване оперират на пазара повече от десет години, като за този период активите, които управляват, нарастват динамично и към 31.12.2013 г. те са повече от 6 млрд. лв.

Нарастването на общата стойност на активите под управление е резултат от следните три фактора:

1. динамиката в броя на осигурените лица;
2. размерът на вноските;
3. реализираната доходност (Davis, E. Philip, 2004).

Първите два фактора не са под контрола на пенсионните фондове (те не зависят от тях). Третият е този, който показва какъв е приносът на управляващата пенсионна компания към увеличаване на активите под управление. Възниква въпросът каква трябва да бъде постигнатата възвръща-

¹ Виж чл. 168 от Кодекса за социално осигуряване.

² Виж чл. 127 от Кодекса за социално осигуряване.

емост, за да се счита управлението на съответния фонд за успешно. От гледна точка на осигурените лица е ясно, че колкото по-висока е тази доходност, толкова по-добре. Не бива да се забравя, че в света, в който живеем, доходността и рискът винаги вървят ръка за ръка. Изборът на инвестиционни инструменти се усложнява допълнително, ако трябва да се оцени несигурността в краткосрочен и дългосрочен период и съответно да се изберат, първо, класовете активи, в които да бъдат вложени парите на осигурените, и второ, да се подберат конкретните ценни книжа, които да допринесат за оптималния резултат. За да се подобрят перспективите за успех, от съществено значение е нормативната уредба, която касае инвестиционната дейност да регламентира по такъв начин процеса на управление, че, от една страна, да дава възможност на управляващите компании да бъдат гъвкави в своя избор, а от друга, да ограничава максимално изкушението от предприемането на стъпки, които не са непременно в интерес на осигурените. Търсенето на тази златна среда е труден процес, който изисква, както време, така и познаване в детайли на проблемите, произтичащи от инвестиционния избор. Въпросът за това каква доходност е „добра“ остава отворен. Всеки осигурен на първо място иска възвръщаемостта да бъде с положителен знак. Никои няма да бъде доволен, ако средствата за допълнителна пенсия намаляват, вместо да се увеличават.

На второ място, осигуреният предпочита пенсионната компания, която управлява парите му да реализира доходност, по-висока от тази, която той би могъл сам да постигне със своите пари (например, влагайки ги в банков депозит). На трето място, всеки изпитва задоволство, ако доходността, която реализира неговият пенсионен фонд, е по-висока от темпа на инфлация. Т.е. минималната цел, която трябва да преследват пенсионните компании, е постигането на положителна реална доходност. За бъдещия пенсионер няма да бъде приятно, ако покупателната стойност на неговите средства не е поне същата, каквато е била в момента на внасянето на парите по индивидуалната партида. Ако кумулативно се съберат всички тези условия, може да се изведе определен критерий, който да покаже до каква степен са успешни в своите начинания пенсионните компании у нас. Разглеждайки постигнатите резултати, е важно те да бъдат поставени в контекста на конкретните условия, в които са функционирали фондовете към даден момент от време (най-вече по отношение на нормативните инвестиционни ограничения и финансовите сътресения, породени от фактори извън контрола на пенсионните компании).

В следващата таблица е показана реализираната номинална доходност от универсалните и професионални пенсионни фондове за периода от 2002 г. до 2013 г.

Таблица 1. Среднопретеглена номинална доходност на ФДЗПО

Среднопретеглена годишна доходност от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България за периода 2002-2013 г.												
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
УПФ	14.07	10.99	11.81	7.59	7.35	15.38	-20.15	7.91	4.99	-0.41	7.47	4.73
ППФ	9.47	11.01	11.84	8.33	8.45	15.57	-23.13	7.85	5.16	0.50	7.08	5.30

Фонд	Средногеометрична годишна доходност за периода 2002-2013 г.
УПФ	5.55 %
ППФ	5.13 %

Източник: КФН: www.fsc.bg

Социални мрежи и фондове

От данните в таблица 1 е видно, че пенсионните фондове в България успяват да реализират положителна номинална доходност за всяка една от годините на съществуване с изключение на 2008 г. (за УПФ и ППФ) и 2011 г. (за УПФ). За целия дванадесетгодишен период реализираната доходност е положителна и е около 5 % за двата вида задължителни пенсионни фондове. От разглежданите години резултатът от 2008 г. е този, който нанесе много сериозен удар върху дейността на пенсионните компании и върху образа им сред широката публика. Годината, в която финансовата криза се усети осезаемо в България, показва на всички рискове, пред които са изправени пенсионните гружества, и загубите, които

могат да понесат осигурените лица. Законодателните норми, регулиращи инвестиционната дейност на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване, не са в състояние да предотвратят случилото се. С малки изменения те са действащи и към края на 2013 г. Макар и значително либерализирана през 2006 г., нормативната уредба в България не дава възможност за достатъчна гъвкавост при структуриране на управляваните портфейли и създава предпоставки за реализиране на подобни резултати и в бъдеще.

За осигурените лица от съществено значение е постигнатата реална доходност за периода и затова съпоставката с темпа на инфлация за същия период е повече от наложителна.

Таблица 2. Темп на инфлация за периода 2002 – 2013 г.

Темп на инфлация за периода 2002 – 2013 г.												
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Инфлация %	3.8	5.60	4.00	6.50	6.50	12.50	7.80	0.60	4.50	2.8	4.2	-1.6

Източник: НСИ: www.nsi.bg

Средногеометричен годишен темп на инфлация за периода 2002-2013 г.
4.70 %

Източник: собствени изчисления

Таблица 3. Среднопретеглена реална доходност на ФДЗПО

Среднопретеглена реална годишна доходност от фондовете за допълнително пенсионно осигуряване в България за периода 2002-2013 г. , в проценти												
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
УПФ	9.88	5.07	7.53	1.07	0.81	2.58	-25.89	7.31	0.44	-3.08	3.09	6.42
ППФ	5.45	5.09	7.56	1.76	1.84	2.74	-28.66	7.25	0.60	-2.19	2.72	7.00

Фонд	Средногеометрична реална годишна доходност за периода 2002 – 2013 г.
УПФ	0.81 %
ППФ	0.41 %

Източник: собствени изчисления³

От данните в таблица 3 се вижда, че реализираната реална доходност за дванадесетгодишния период е около 0.5 %. Това означава, че фондовете за допълнително

³ При изчисляване на реалната доходност е използвана формулата на Фишер: $RIR = \frac{1 + NIR}{1 + R} - 1$

задължително пенсионно осигуряване са съумели да покрият темпа на инфлация, който за разглежданите години с натрупване е над 50 %. Реализираната ниска реална доходност се дължи най-вече на неблагоприятния резултат от 2008 г. Трябва да

се има предвид също така, че постигането на положителна реална възвръщаемост е трудно, особено в условията на развиваща се икономика. Характерният за този тип стопанства по-сериозен растеж по правило е придружен и от по-бързо покачване в цените на крайните стоки и услуги. В същото време нисколиквидният български капиталов пазар не е предпочитано място за вложения на парите на осигурените лица. Това, от своя страна, лишава фондовете от възможността да се възползват в по-голяма степен от очаквания ръст на иконо-

миката. Какво показва съпоставката на реализираната доходност от пенсионните фондове с лихвата от банков депозит. Правенето на подобно сравнение следва да се извършва внимателно и с редица условности, имайки предвид различния характер (от гледна точка на срочността) на двата типа инвестиции и тяхното предназначение. Независимо от това сред широката публика именно това е продуктът, който най-често се сочи като алтернатива на спестяванията в пенсионен фонд.

Таблица 4. Среден номинален лихвен процент по срочни депозити в лева на сектор домакинства за период над 6 месеца до 1 година⁴

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Средногеометрична доходност
Среден номинален процент по банков депозити	5,34%	5,38%	5,65%	5,29%	5,26%	5,40%	6,66%	8,26%	7,06%	6,16%	5,40%	4,50%	5,79%

Източник: БНБ, www.bnb.bg и собствени изчисления

От данните в таблица 4 се вижда, че средният номинален лихвен процент по депозитите за разглеждания дванадесетгодишен период е над 5 %, като през 2009 г.

той е над 8 %. Средногеометричният номинален лихвен процент е 5,79 %. Отчитайки темпа на инфлация за периода, се получава следното:

Таблица 5. Среден реален лихвен процент по срочни депозити в лева на сектор домакинства за период над 6 месеца до 1 г.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Средногеометрична реална доходност
Среден реален процент по банков депозити	1,48%	-0,21%	1,59%	-1,13%	-1,17%	-6,31%	-1,06%	7,62%	2,45%	3,27%	1,15%	6,20%	1,10%

Източник: собствени изчисления

От данните в таблица 5 е видно, че за почти половината от времето през дванадесетгодишния период на наблюдение банковите депозити са носели отрицателна реална доходност. Независимо от това средногеометричният реален лихвен

процент за всички години е положителен и е дори малко по-висок от доходността, постигната от фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване.

От разглежданото дотук се потвърждава теоретичната постановка, че при капиталовите системи един от основните рискове, пред които се изправят осигурените

⁴ Използваните данни са от лихвената статистика на БНБ (www.bnb.bg)

лица, е именно инфлационният. Той е още по-валиден за развиваща се икономика, чиято динамика в бъдеще предполага по-сериозно нарастване на цените. Изводът, до който може да се достигне, е, че подходящи активи, които могат да служат за дългосрочно спестяване, каквото е осигуряването за пенсия, са местните активи с променлив доход. Ако приемем, че българската икономика ще се развива с догонващи темпове, от решаващо значение е пенсионните фондове да имат възможност да инвестират в качествени инструменти от подобен тип, които да имат адекватна пазарна оценка. Последното е особено важно за България, където капиталовият пазар продължава да се отличава с ниски обороти, а това носи значителен риск за инвеститорите. Без развитието на този пазар, рисковете за капиталовата пенсионна система нарастват многократно. Алтернатива може да се търси в лицето на чуждестранните пазари на ценни книжа, но влагайки пари на осигурените там, пенсионните компании лишават българската икономика от средства, които могат да ѝ послужат в сложния и важен процес на капиталобразуване.

Българското законодателство, регламентиращо инвестициите на фондовете за допълнително задължително пенсионно осигуряване, е либерализирано на няколко пъти за разглеждания повече от десетгодишен период. Случилото се през 2008 г. и реализираните загуби показва, че при силни турбуленции на капиталовите пазари възможностите за реакция и бързо реструктуриране на портфейлите са ограничени. Финансовата криза демонстрира, че пазарите на финансови инструменти са с висока степен на корелация. В условията на спадащи цени на активите на практика е невъзможно да се вземе решение, което да пренасочи достатъчно бързо частта от портфейла, инвестирана в акции, в инструменти с по-сигурен доход. Историята показва, че „надуването на балони“ на капи-

таловите пазари е циклично явление, което се предопределя от множество фактори, не на последно място от които е провежданата парична политика от страна на централните банки. Последвалата парична експанзия след кризата от 2008 г. и свалянето, практически до нулата на основните лихвени проценти, създава предпоставки за значително покачване на цените на финансовите активи, което не може да бъде поддържано безкрайно дълго време. „Спукването на балона“ впоследствие води до неизбежен спад в стойността на активите и загуби за осигурените лица. Адекватната защита на хората с различен инвестиционен хоризонт е важен момент от една нормативна уредба, регулираща вложенията на пенсионните фондове. В тази връзка структурирането на повече от един портфейл от активи осигурява в значителна степен гъвкавост на пенсионните мениджъри, което повишава и степента на защита за бъдещите поколения пенсионери. В дългосрочен период наличието на функциониращ капиталов пазар също е от решаващо значение за успеха на една капиталова система. Българските ФДЗПО са инвестирали приблизително около 40 % от своите активи в инструменти, търгувани на фондовите борси у нас и в чужбина. Наличието на подобна портфейлна структура не е изненадваща, имайки предвид все още отдалечения период на започване на изплащане на пенсии, особено за УПФ. С приближаването му може да се предвиди истински сблъсък между интересите на осигурените, които току що са започнали своя професионален път, и на тези, чието пенсиониране предстои през следващите няколко години. Непромяната на законодателството в посока на даване на възможност за структуриране на повече портфейли с различна степен на риск, на практика означава отказ от започнатата през 2000 г. реформа и подкопаване на устоите на капиталовата система в България. В същото време, макар

делът на инвестициите на чуждестранните капиталови пазари да расте, една значителна част от активите на фондовете са инвестирани на българската борса. За тази част от портфейла може да се твърди, че тя няма адекватна текуща оценка поради липсата на активна търговия с ценните книжа на много от компаниите емитенти. Неработещият капиталов пазар е сериозен проблем, който трябва да намери своето решение през следващите години. Повишаването на прозрачността в управлението на публичните компании у нас е важен момент от този процес. Възможността българският пазар да стане част от друга голяма регионална борса също би била сериозен плюс за развитието на този тип търговия и за снижаване на рисковете пред портфейлните инвеститори, в т.ч. и пред пенсионните фондове в България.

Рисковете, пред които се изправят лицата, осигуряващи се в рамките на втория стълб на пенсионната система в България, са значителни. Те произтичат от множество фактори, повечето от които имат външен характер за пенсионните компании – регламентирана ниска вноски, неликвиден капиталов пазар, нестабилно икономическо развитие, предполагащо периоди на безработица и съответно забавяне на натрупванията за пенсия, сравнително висок сив сектор в икономиката и избягване на плащанията на осигуровки. Независимо от всички тези неблагоприятни за пенсионното осигуряване на капиталов принцип фактори, дебатите в България обикновено се съсредоточават върху постигнатата доходност и начисляваните такси от пенсионните компании. Фактите сочат, че фондовете съумяват да запазят реалната стойност на вложените при тях средства за целия период 2002-2013 г., а постигнатите резултати са съизмерими с тези на банковите депозити, независимо от различния характер на двата продукта. Необходими

са допълнителни стъпки за развитие на втория стълб от пенсионната система, които да адресират важните проблеми – въвеждане на мултифондове, повишаване на събираемостта на осигурителните вноски, нарастване на прозрачността на капиталовия пазар, ограмотяване на широката публика относно рисковете пред пенсионната система като цяло и в частност пред пенсионните фондове. В зависимост от степента, в която ще бъдат намерени решения на тези въпроси, ще зависи и успехът на проведената в началото на 21-и век пенсионна реформа.

Цитирани източници:

Гочев, Г., Б. Манов, 2003. Социално осигуряване – теория и практика, София, изд. "Тракия М".

(Gochev, G., B. Manov, 2003. Sotsialno osiguryvane – teoria i praktika, Sofia, izd. "Trakia M")

Данева, И., 2010. Инвестиционна политика на пенсионните и здравноосигурителните фондове, ВУЗФ, София.

(Daneva, I., 2010. Investitsionna politika na pensionnitate i zdravnoosiguritelnite fondove, VUZF, Sofia)

Кодекс за социално осигуряване 2014.

(Kodeks za sotsialno osiguryavane 2014)

Blake, D., 2006. "Pension Finance", John Wiley & Sons Ltd.

Davis, E. Philip, 1995. Pension Funds – Retirement Income Security and Capital Markets, An International Perspective, Oxford University Press

www.bnb.bg

www.fsc.bg

www.nssi.bg