И.П.И
Институт за пазарна икономика

Анализ на публичните пенсионни фондове по света

Адриана Младенова

Институт за пазарна икономика

www.ime.bg

Август 2008 година

СЪДЪРЖАНИЕ

1. Принципи на действие на публичните пенсионни резервни фондове 3

2. Общи характеристики на инвестиционните стратегии на публичните пенсионни фондове..... 4

3. Публични и частни пенсионни фондове..... 6

4. Обем и тенденции в развитието на сребърните фондове по света... 8

5. Принципи на добро управление.....10

6. Мисия и инвестиционни цели 12

7. Резултати на публичните пенсионни фондове.....12

8. Влияние на пенсионните фондове върху фискалната позиция на страната.....13

9. Сребърен фонд в България 14

10. Изводи 18

Литература.....19

Приложение 1: Инвестиционна стратегия на пенсионния фонд в Ирландия 20

Приложение 2: Пенсионен фонд на Норвегия 21

1. Принципи на действие на публичните пенсионни резервни фондове

Държавните капиталонатрупващи фондове (Sovereign Wealth Funds) акумулират активи, които се ръководят директно или индиректно от правителството. Натрупаните средства се използват за постигане на национални цели. Тези фондове могат да се финансират от 1) резерви от чуждестранни валути; 2) продажба на природни богатства като нефт; 3) общи данъчни приходи и други бюджетни приходи.

Потенциалните цели, които обуславят съществуването на тези фондове, могат да бъдат различни: например, получаване на по-голяма доходност върху държавните резерви, осигуряване на средства в бюджета, когато природните богатства се изчерпат или цената им спадне, осъществяване на политическите приоритети на правителствени програми и др. Често създаването на тези фондове има за цел да неутрализира негативните последици от бизнес циклите и икономическите флуктуации в резултат от промени в цените на природните богатства. Поради тази причина, средствата в тези фондове най-често се инвестират в чуждестранни активи.

Такива фондове има в Кувейт, Китай, Саудитска Арабия, Сингапур, Либия, Катар и др.

Като своеобразна разновидност на тези фондове са така наречените публични пенсионни резервни фондове (Public Pension Reserve Funds) или сребърни фондове, които имат за цел да финансират държавната пенсионна система, базирана на разходопокривен принцип. Те се групират в два вида:

1) фондове, които са собственост директно на правителството или така наречените Държавни пенсионни резервни фондове (Sovereign Pension Reserve Funds). Те не са част от социално-осигурителната система и се финансират чрез директни фискални трансфери от правителството. Целта им е да подпомогнат финансирането на пенсиите в даден бъдещ период. Повечето държави нямат право да теглят средства от тези фондове в продължение на няколко десетилетия.

2) фондове, които са собственост на социално-осигурителната система (Social Security Pension Funds). Стриктно погледнато, не всички пенсионни фондове от втория вид могат да бъдат класифицирани като държавни капиталонатрупващи фондове, защото някои от тях са легално независими от правителството и техните баланси не са интегрирани към системата от национални сметки. Тези фондове обикновено се финансират от остатъчни приходи от социални осигуровки, които плащат работещите и не се използват за изплащане на пенсии в текущата година. Възможно е тези приходи да идват и от държавния бюджет под формата на целеви трансфери към социално-осигурителната система. Тези фондове може да се ръководят от социално-осигурителния институт или от независим публичен орган.

Целта на публичните фондове е да предоставят частично покритие на задълбочаващия се дефицит на държавните разходопокривни пенсионни системи в условията на застаряващо население. В действителност, обаче, те **не водят до трайно решение** на проблемите на пенсионната система, а до временно изглаждане на негативните фискални последици от вътрешния дисбаланс на системата.

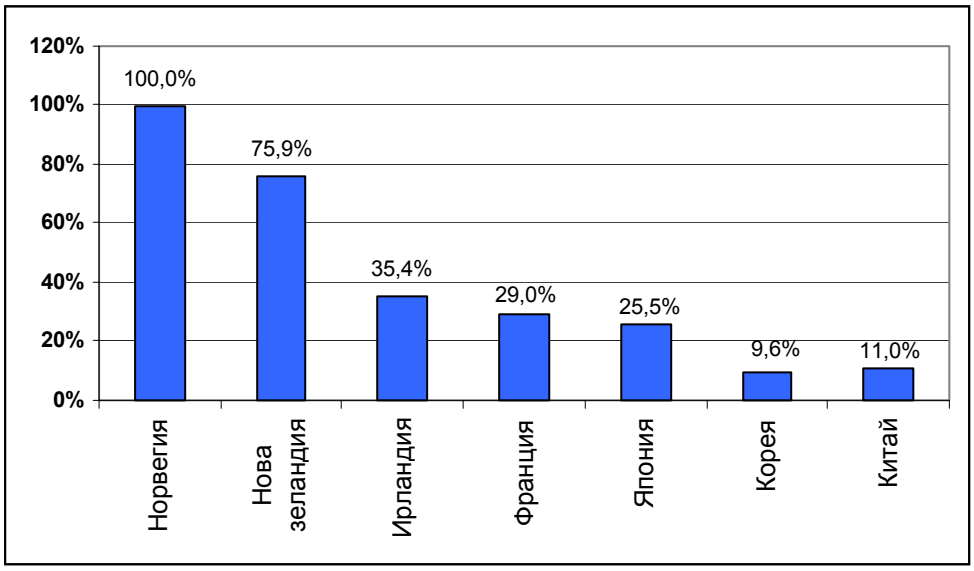
Графика 1:

2. Общи характеристики на инвестиционните стратегии на публичните пенсионни фондове

1. Целите на публичните пенсионни фондове са конкретни и са свързани със запазване на дългосрочната стабилност на пенсионната система. От тази гледна точка, задълженията на фондовете и времевият хоризонт са ясно дефинирани и прогноризируеми с относително голяма точност. Това обуславя възможността за прозрачност при управление на средствата и изготвяне на ясни дефинирани инвестиционни стратегии.
2. В много страни пенсионните фондове са притиснати да инвестират консервативно и то на местния капиталов пазар. Най-големите пенсионни фондове – американският, японският и корейският – инвестират главно в местни ДЦК. В развиващите се страни някои от фондовете също инвестират главно в местните пазари, тъй като се приема за тяхна мисия да развиват капиталовия пазар в страната. Това съществено се различава от държавните капиталонатрупващи фондове, които обикновено инвестират на чуждия пазар, за да изгладят или предотвратят флуктуациите в местната икономика.
3. Въпреки целта да се инвестира в местните пазари, напоследък се забелязва тенденция в някои страни да се увеличава

осезаемо делът на чуждестранните активи. Например, новозеландският фонд инвестира 75% от капитала в чуждестранни активи през 2007 г., а ирландският фонд – 35%. Френският фонд започва да инвестира в чуждестранни активи (деноминирани във валута, различна от евро) през 2004 г., когато делът им е 5.1% от всички активи. През 2007 г. делът им е вече 34.8%. В японския и корейския фонд също се е увеличил делът на чуждестранните активи – в японския от 19.4% през 2001 г. до 25.5% през 2006 г., а в корейския – от 0.3% през 2002 г. до 10.8% през 2007 г.

Графика 2: Чуждестранни активи като процент в портфейла на държавните пенсионни фондове в избрани страни през 2006 г.



Източник: OECD, Pension Markets in Focus, November 2007

4. Публичните пенсионни фондове инвестират главно в акции и облигации. Значително по-малко са активите в алтернативни инвестиции (дялове на непублични компании главно), недвижима собственост и др. Като цяло се забелязва тенденция към увеличаване на дела на акциите за сметка на облигациите в инвестиционния портфейл на фондовете. В някои страни, обаче, като САЩ и Испания инвестиционната стратегия е по-консервативна и те инвестират 100% от активите в си облигации. Китай и Корея също са увеличили дела на облигациите за сметка на акциите, тъй като последните носят по-голям риск (виж таблица 1). Същевременно се забелязва и засилен интерес към алтернативните инвестиции, основно в дялове от компании, които не са листвани на борсата. Причината е в ниската корелация между алтернативните и традиционни активи и поставените цели да се постигне по-висока доходност от бенчмарка (да се постигне по-висока „бета”) и да се постигне възможно най-висока „алфа” на

инвестициите чрез активно управление на средствата. Например, новозеландският фонд е увеличил дела на алтернативните инвестиции в инвестиционния си портфейл от 0.5% през 2005 г. до 10.8% през 2007 г.

Таблица 1: Дял на акциите и облигациите в портфейла на публичните пенсионни фондове в избрани страни през 2001 и 2006 г. (в %)

Страна	Акции		Облигации	
	2001 г.	2006 г.	2001 г.	2006 г.
Канада	15,6	58,5	64,6	31,8
Финландия	15	40,4	85	55,5
Франция	*(i) N/A*	62,1	*(ii) N/A*	26,4
Ирландия	*N/A*	77,1	*N/A*	13,3
Япония	25,6	22,4	53,8	52
Корея	5,2	8,9	50,8	89,3
Нова Зеландия	*(iii) N/A*	60	*(iv) N/A*	20,1
Норвегия	40,2	40,7	59,1	59,3
Испания	0	0	100	100
Швеция	60	59,5	37,2	36,7
САЩ	0	0	100	100
Китай	1,3	24,2	46,8	53,7

Източник: OECD, Pension Markets in Focus, November 2007

5. В повечето случаи активното управление на средства е делегирано на специализирани компании и мениджъри. Изключенията са малко, например Канада, където активното управление се осъществява от мениджъри, които са част от персонала във фонда.

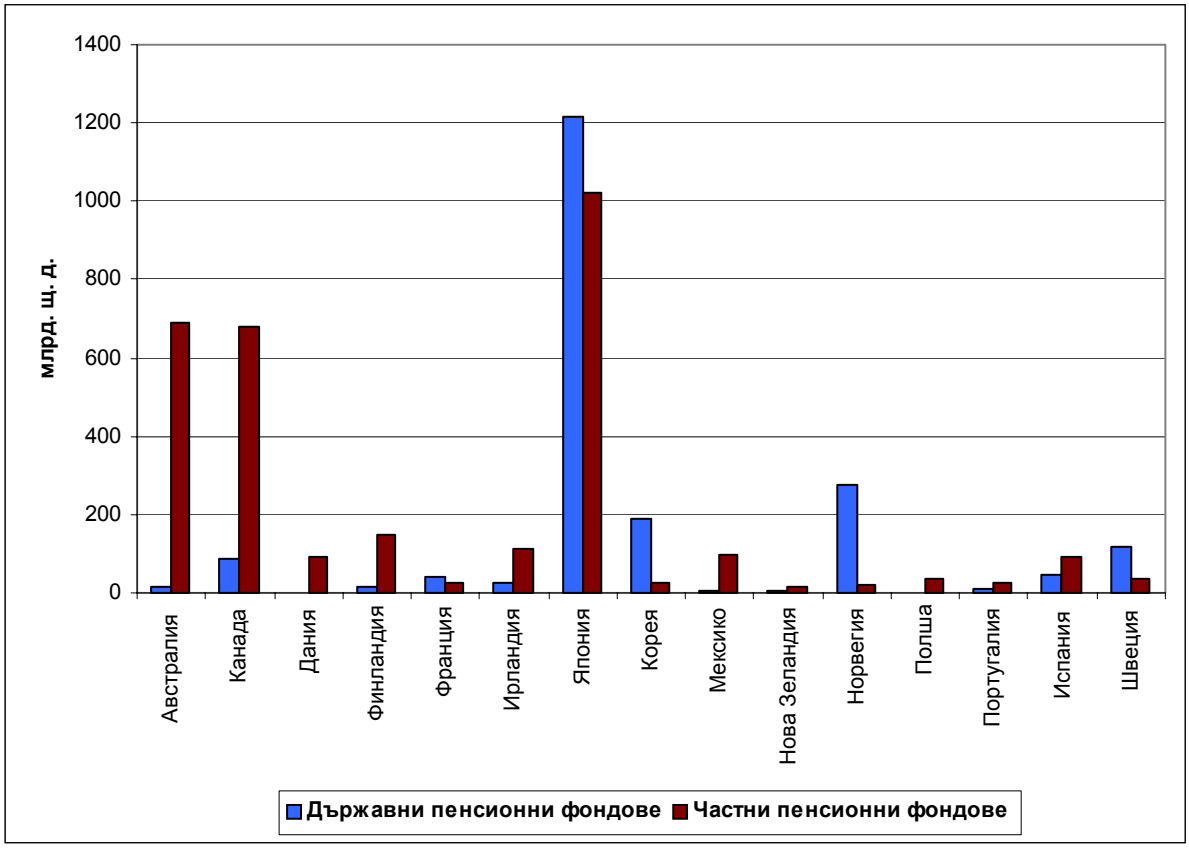
3. Публични и частни пенсионни фондове

Общото между публичните и частни пенсионни фондове е, че и двата вида акумулират средства, които служат за изплащане на пенсии и действат на капиталов принцип. Целта им е да осигурят под една или друга форма пенсиите на бъдещото поколение. Основната разлика между тях е собствеността на средствата – при частните фондове собствеността на средствата е на бенефициентите и те имат правото да се разпореждат с тях при предварително зададени правила, докато собствеността на средствата на държавните пенсионни фондове е на публичната институция, която ги администрира – било то социално-осигурителния институт или правителството. По този начин държавните фондове са зависими в по-голяма степен от политически решения и влияние. За да се неутрализира тази опасност, трябва да се спазват международно признати стандарти за управление на публичните фондове, които да осигуряват прозрачност и ефективност на инвестираните средства. Например, Организацията за

икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) е изготвила подробен наръчник за управление на пенсионните фондове (OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management (OECD 2006a)). Централна роля има избирането и назначението на членовете на борда на резервния фонд, защото от тях зависи начина на управление на средствата и избора на инвестиционна стратегия.

Въпреки че капиталът, акумулиран в частните пенсионни фондове (16 трилиона щатски долара към 2006 г.), е около четири пъти повече от натрупаните средства в държавните пенсионни фондове (4 трилиона долара), в някои развити страни като Франция, Япония, Южна Корея, Норвегия и Швеция средствата в държавните пенсионни фондове са повече от тези в частните фондове (виж графика 3).

Графика 3: Обем на частните и публични пенсионни фондове в избрани страни през 2006 г. (млрд. щ. долара)



Източник: OECD, Pension Markets in Focus, November 2007

Частните пенсионни фондове, основани на капиталонатрупващ принцип, са за предпочитане спрямо държавните фондове[1]. Основната причина се корени във факта, че при частните фондове собствеността

[1] Juan Yermo, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*, OECD Working Papers on Insurance and PrivatePensions, No. 15, OECD Publishing, 2008

на средствата остава в ръцете на работещите и те имат стимули да плащат пълния размер на вноските си и да не крият доходите си. Управляването на средствата от частния сектор намалява политическия риск, който съществува при държавното социално осигуряване. В същото време струпването на средства в ръцете на държавата крие опасност от привличане на интереси на определени групи, опити за преразпределение на ресурси от богати към бедни или към политически по-силни и организирани групи, поява на ограничения – напр. да не се инвестира в компании от тютюневата индустрия и т.н. Частният сектор, при наличието на конкуренция и свобода на договарянето, се характеризира с по-голяма иновативност в създаването на нови продукти и услуги.

Натрупването на средства в държавни пенсионни фондове не променя негативните последици от функционирането на държавна пенсионна система, основана в по-голямата си част на разходопокривен принцип, а именно – изкривени стимули, свръхданъчно бреме и загуба на ефективност. В същото време в страни с неефективен публичен сектор не може да се очаква наличието на предимства като по-малко разходи поради икономии от мащаба или по-висока доходност на инвестициите. Според индикаторите на Световната банка за добро управление България изоставя спрямо повечето развити страни, а именно според показателите "*ефективност на управлението*", "*върховенство на закона*" и "*борба с корупцията*". Ето защо, наличието на държавен пенсионен фонд сам по себе си не е достатъчно условие за стабилизиране на пенсионната система и осигуряване на фискалната стабилност в дългосрочен план. Сребърният фонд, обаче, може да се използва за провеждане на реформа – увеличаване на дела на капиталовия стълб с тенденция към преминаване изцяло на капиталов принцип на функциониране на пенсионната система.

4. Обем и тенденции в развитието на сребърните фондове по света

Общият обем на активите на пенсионните фондове през 2006/2007 г. е 4,4 трилиона щатски долара. Ако изключим американския доверителен фонд (US Trust Fund), тъй като в него се акумулират нетъргуеми ценни книжа, издадени от американското правителство и следователно се различава от традиционните пенсионни резервни фондове, то тогава активите са 2,2 трилиона щатски долара.

Голяма част от фондовете са сравнително млади и натрупаните средства са все още сравнително малко. Например, китайският и новозеландският фонд са създадени през 2001 г., австралийският фонд е създаден през 2006 г., а руският – 2008 г.

В абсолютен размер най-големи са фондовете в САЩ, Япония, Норвегия, Корея. Японският фонд управлява 1,2 трилиона щатски долара или 29% от всички активи в света (като включим и американския фонд).

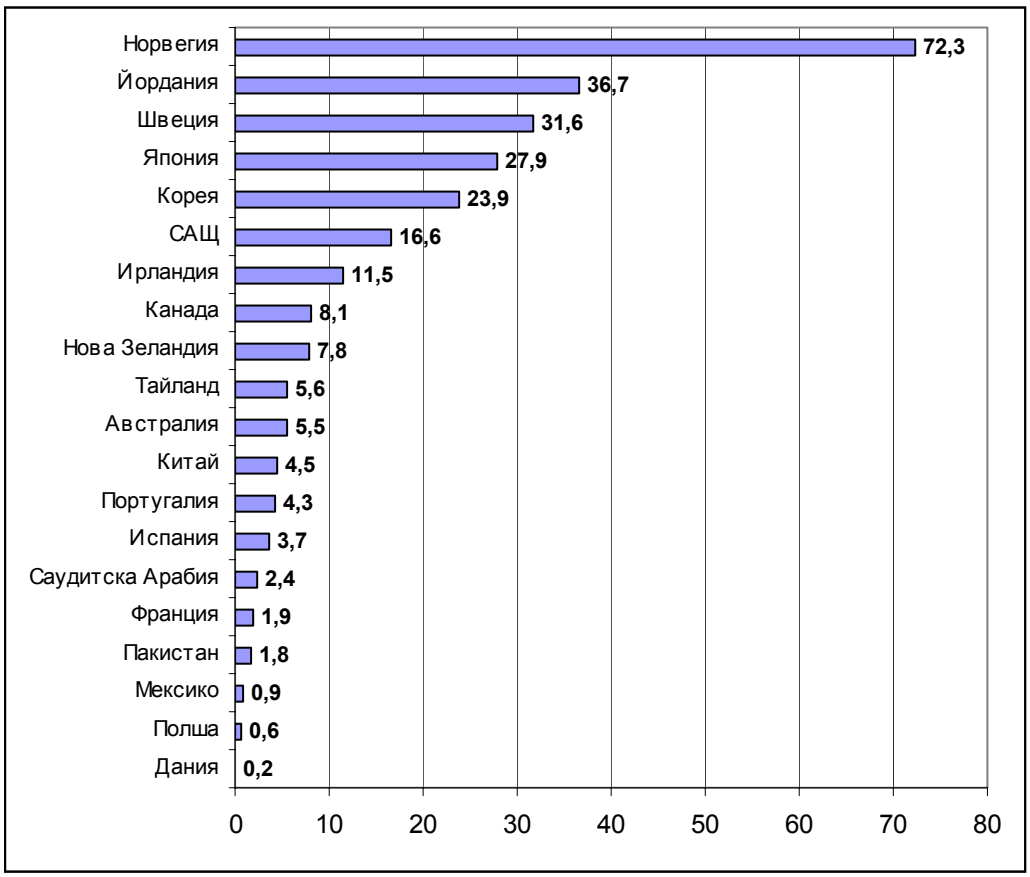
В относителен размер, обаче, като процент от БВП, най-голям е държавният фонд в Норвегия, следван от Йордания, Швеция, Япония, Корея (виж графика 4).

Таблица 2: Размер на държавните пенсионни фондове през 2006/2007 г.

Страна	Име	Вид*	Година на създаване	Активи (млрд. щ. д.)	% от БВП
САЩ	Social Security Trust Fund	SSRF	1940	2238,5	16,6
Япония	National Reserve Funds	SSRF	1959	1217,6	27,9
Норвегия	Government Pension Fund - Global	SPRF	1990	278,1	72,3
Корея	National Pension Fund	SSRF	1988	228,7	23,9
Китай	National Social Security Fund/National Reserve Funds	SPRF/SSRF	2001/1951	43,4/94,6	4,5
Швеция	National Pension Funds (AP 1-4 and 6)	SPRF	2000	136,7	31,6
Канада	Canada Pension Plan Reserve Fund	SSRF	1962	111,3	8,1
Австралия	Future Fund	SPRF	2006	49,1	5,5
Франция	Pension Reserve Fund (FRR)	SPRF	1999	47	1,9
Испания	Social Security Reserve Fund	SSRF	1997	44,9	3,7
Ирландия	National Pensions Reserve Fund	SPRF	2001	29	11,5
Тайланд	Social Security Fund	SSRF	1990	11,6	5,6
Нова Зеландия	Superannuation Fund	SPRF	2001	9,5	7,8
Саудитска Арабия	General Organization for Social Insurance	SSRF	1973	8,6	2,4
Португалия	Financial Stabilization Fund	SPRF	1989	8,3	4,3
Мексико	IMSS Reserve Fund	SSRF		7,4	0,9
Йордания	Social Security Corporation	SSRF	1980	5,3	36,7
Пакистан	Employees' Old-age Benefits	SSRF	1976	2,4	1,8
Полша	Demographic Reserve Fund	SPRF	2002	1,8	0,6
Дания	Social Security Fund	SSRF	1964	0,7	0,2

Източник: Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu and Juan Yermo (2008)
* *SPRF* – фондове, които са собственост директно на правителството
SSRF - фондове, които са собственост на социално-осигурителната система

Графика 4: Обем на активите на държавните пенсионни фондове като процент от БВП през 2006/2007



Източник: Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu and Juan Yermo (2008)

За разлика от частните пенсионни фондове, държавните пенсионни фондове са част от така-наречения първи стълб на пенсионната система, базиран на солидарност между поколенията и имат за цел да доведат до фискална устойчивост на този стълб. Повечето страни са заплашени от демографска криза и застаряване на населението в следващите 30-50 години, което означава, че разходнопокривната пенсионна система е вътрешно нестабилна и няма да може да осигури обещаните пенсии на възрастното поколение без да се увеличи драстично данъчното[2] бреме за нетните данъкоплатци. Въпреки че се управляват на капиталов принцип, целта на тези фондове е да запазят статуквото, като финансират част от пенсиите на бъдещото поколение. Формулата, по която ще се изчисляват пенсиите, зависи от правителството, т.е. отново сме свидетели на преразпределение на доходи по усмотрение на политическата воля.

[2] Под данъчно бреме се разбира тежестта от данъците (преки и косвени) и от социалните осигуровки, които отиват в първия стълб на пенсионната система.

5. Принципи на добро управление

Основна задача при създаването на принципите за добро управление на публичните фондове е да се осигури независимост от политическо влияние. Тъй като собствеността на активите е публична, това предполага разделяне на отговорността за оперативната и надзорна дейност. Управителният орган на пенсионния фонд трябва да носи основната отговорност пред бенефициентите. Членовете на този орган трябва да имат мандата да определят инвестиционната стратегия на фонда и да имат нужната квалификация, познания и опит да осъществяват тази функция. Управителният орган може да бъде:

1) Министерство на финансите
2) Социално осигурителния институт
3) Независим публичен орган, сформиран експлицитно за целта да управлява пенсионния резервен фонд.

От гледна точка на политическа независимост, последният вариант изглежда най-приемлив. Управителният орган може да бъде подпомаган и от инвестиционен комитет. Мениджмънтът на активите може да бъде делегиран и на трети страни, но управителният орган трябва да носи отговорността пред бенефициентите за резултатите.

Независимият управителен орган има няколко предимства спрямо интегрирания модел, при който фондът е под директен контрол на правителството или социалноосигурителната система. Предимства включват следното:

- По-малко възможност за политическо влияние при управлението на резервния фонд.
- По-голяма яснота при определяне на мандата и целите на фонда.
- По-голяма прозрачност и отчетност при управлението на активите.
- По-лесно е да се привлекат квалифицирани кадри в този фонд от социално-осигурителния институт, тъй като може да се създаде възможност за по-голяма гъвкавост при определяне на заплащането и да се избегнат някои бюрократични процедури.

В страните, в които инвестиционната стратегия на фонда се определя от министерство или парламента (напр. в Корея, Япония и Норвегия), има по-голяма възможност за политическо влияние върху инвестиционните решения и в частност – инвестиране на средствата с цел постигане на макроикономическа стабилност или друга политическа цел. Например, в Корея и Япония правителството е упражнило натиск върху държавните пенсионни фондове да инвестират средствата си в активи на местния капиталов пазар, за да противодействат на азиатската финансова криза от 1997-8 г. Преди реформата през 2001 г. японският фонд е бил често използван като източник на средства за държавни агенции и осъществяването на публични проекти в страната. До 2000 г. корейският фонд също е бил задължен да депозира част от натрупаните средства в държавна

агенция, която инвестира в селски райони, инфраструктура и предоставя преференциални заеми на малки и микро компании.

Страните, които се характеризират със сегрегиран модел на управление на публичните пенсионни фондове, са Канада, Франция, Ирландия, Нова Зеландия и Швеция. Те са по-независими от политическо влияние и като цяло средствата се управляват по-ефективно спрямо заложената цел за постигане на максимална доходност срещу поетия риск.

При всички условия, членовете на управителния съвет трябва да отговарят на определени условия, които да доказват тяхната квалификация, опит и професионализъм. В повечето страни членовете на управителния орган не надвишават 15 души, като те варират – от 7 в Ирландия и Нова Зеландия, 12 в Канада, 11 в Япония, 9 в Швеция до 20 във Франция.

Доброто управление предполага наличието на ефективни механизми за вътрешен и външен контрол. Фондът трябва да се одитира от независим одитор всяка година. Добре е да бъде назначен и актюер, който да пресмята ефекта от различните инвестиционни стратегии върху финансовото състояние на социално осигурителната система. Това важи особено за фондовете, които са собственост на социално осигурителната система. За да се осигури по-ефективен контрол, изпълнителният директор трябва да се различава от председателя на борда на директорите. Същото важи и за членовете на борда и за мениджърите на фонда. Последните трябва да имат нужните стимули да работят ефективно.

Инвестиционният комитет играе централна роля при повечето публични резервни фондове. Неговата задача е да консултира управителния орган при взимането на стратегически решения, свързани с разпределението на активи. Управителният съвет обикновено избира членовете на инвестиционния комитет, който включва членове на самия съвет, независими експерти и външни консултанти и мениджъри. Често срещано е председателят на управителния съвет да бъде и член на инвестиционния комитет, за да се осигурява по-добра комуникация между двата органа.

Има две съществени **разлики в управлението на държавните и частните пенсионни фондове**, базирани на капиталов принцип.

Частните фондове обикновено се контролират от независим публичен орган, който надзирава финансовите институции в страната. Инвестиционните стратегии на частните фондове подлежат на регулации и рестрикции, докато държавните резервни фондове обикновено не подлежат на предварителен контрол от независим публичен орган. За да бъде прозрачно и ефективно управлението на фонда и да се избягват злоупотреби, е изключително важно да има външен одитор, чиито доклади да бъдат публично достъпни. Правителството трябва да създаде необходимите механизми за прозрачност и отчетност чрез предоставяне на публичност. От друга страна частните пенсионни дружества оперират в условията на конкуренция и техните резултати може да се сравняват по между им. Те имат стимули да получават максимална доходност срещу поетия

риск, за да привлекат клиенти. Същото не важи за държавния публичен фонд, който не се стреми да привлича клиенти и да печели доверието на частни инвеститори, защото средствата се акумулират във фонда по закон.

6. Мисия и инвестиционни цели

Публичните пенсионни резервни фондове трябва да имат мисия и да определят конкретни инвестиционни цели, което ще позволи по-ефективен контрол и последващ мониторинг на управлението на активите. Инвестиционната цел на фондовете може да бъде дефинирана като изискуема норма на възвръщаемост при определен риск за даден период от време. Заложената доходност зависи от актюерските прогнози за паричните потоци на социално осигурителната система, размера на натрупаните активи и очакваните разходи за пенсии в бъдеще. Въпреки че почти всички фондове имат конкретна мисия, само три фонда (Канада, Япония и Нова Зеландия) са посочили конкретна норма на възвръщаемост като инвестиционна цел. От инвестиционната цел зависи и разпределението на активите на фонда по класове ценни книжа (акции, облигации, парични инструменти, деривативи, алтернативни инвестиции).

Целта на **канадския пенсионен фонд** е средногодишна реална доходност на инвестициите в размер на 4,2% (като се отчита инфлацията), което ще позволи да се увеличи коефициента на финансово покритие в пенсионната система (съотношението между активите на публичната пенсионна система към задълженията) от 8% до 25% през 2025 г. Тази цел е базирана на възвръщаемостта на дългосрочните държавни ценни книжа плюс 2,3% премия за акциите.

Изискуемата норма на възвръщаемост на **японския пенсионен фонд** цели да поддържа стабилно съотношението между резервите и публичните пенсионни разходи. Инвестиционната цел се определя от Министерство на здравеопазването и социалните грижи и е равна на 2,2% средногодишна реална възвръщаемост на активите или 1,1% повече от прогнозния темп на растеж на заплатите в икономиката в дългосрочен план.

Държавният пенсионен фонд в **Нова Зеландия** има поставена цел да реализира доходност, която надвишава с минимум 2,5 процентни пункта доходността на държавните облигации за период от 20 години.

7. Резултати на публичните пенсионни фондове

В таблица 3 са представени резултатите на избрани държавните пенсионни фондове през последната финансова година – 2007 и средногодишна възвръщаемост на фондовете от годината на тяхното създаване.

Таблица 3: Доходност на избрани публични пенсионни фондове

Име	Страна	Номинална доходност (2007)	Доходност на годишна база от създаването на фонда	Година на създаване
National Pensions Reserve Fund	Ирландия	3,30%	6%	2 001
Government Pension Fund - Norway	Норвегия	4,26%	6,29%	1997*
Future Fund	Австралия	-	7,39%	2006
New Zealand Superannuation Fund	Нова Зеландия	5,73%	11,49%	2001
Fonds de reserve pir les retraites	Франция	4,80%	8,80%	1999
Second AP Fund	Швеция	4,20%	7,65%	2001
Canada Pension Plan	Канада	12,90%	8,23%	2000*

Източник: интернет сайтовете на пенсионните фондове

** Поради липса на информация за норвежкия и канадския пенсионен фонд това не са годините на създаване, а стартовата година, от която се измерва средногодишната възвръщаемост.*

Данните в таблица 3 представляват извадка от действащите държавни резервни фондове. На база на представените резултати не могат да се правят директни сравнения и да се оценяват стратегиите на фондовете, защото възвръщаемостта зависи от много различни фактора.

1) На първо място, поставената инвестиционна цел под формата на възвръщаемост и допустим риск определя до голяма степен резултата на фонда. Ако рискът е по-голям, изискуемата доходност също се увеличава.

2) Възвръщаемостта зависи от инвестиционната стратегия – пасивна, активна или комбинация от двете. От друга страна разпределението на средствата по инвестиционни класове също има решаващо значение за резултата на фонда. Увеличаване на теглата на алтернативните инвестиции обикновено е съпътствано с по-голяма диверсификация и по-висока възвръщаемост на активите, но и рискът се увеличава. От значение е и валутата, в която са деноминирани ценните книжа. Инвестициите в чуждестранна валута, която е свободно плаваща спрямо националната валута, са съпътствани с допълнителен валутен риск.

3) Средногодишната възвръщаемост на фонда зависи от периода, който обхваща. Публичните пенсионни фондове са създадени в различни години и резултатите им се влияят от глобалните тенденции на финансовите пазари.

4) Не на последно място трябва да се спомене, че посочените резултати в таблица 3 са номинални величини, които включват и оперативните разходи по управлението на средствата във фонда. Реалната възвръщаемост на активите зависи от

разходите за управление на средствата от една страна, а от друга – от темпа на инфлация в страната.

Като се вземат предвид тези особености, данните от таблицата показват, че средногодишната възвръщаемост от създаването на пенсионните фондове (средно 6 г.) е повече от 6% за всички разгледани случаи. Средната възвръщаемост за извадката е 8%.

8. Влияние на пенсионните фондове върху фискалната позиция на страната

Заплахите за финансовата стабилност на икономиката идват главно от два източника:

1. Създаване на прекалено голяма ликвидност на пазара, което води до увеличаване на цените на активите и до относително по-ниски лихвени проценти.
2. Концентрация на инвестиции в определени ценни книжа.

Ликвидност

Изкуственото създаване на ликдивност на пазара води до появата на балони – било то в някой сектор от икономиката или увеличение на цените на ценните книжа. Акумулирането на чуждестранни резерви, ако не се стерилизират напълно, води до разхлабване на паричната политика и до покачване на паричната маса в икономиката. Това е фактор за увеличаване на общото ниво на цените на стоките и услугите в икономиката.

Ако част от международните валутни резерви се трансферират към пенсионния фонд, средствата се инвестират на капиталовия пазар. Има индиректни и вторични ефекти, но няма пряко увеличение на ликвидността в резултат на инвестирането на резервите. В същото време, ако се превалутират средствата, това ще окаже отражение върху валутния курс. А ако се заменят държавни ценни книжа с акции на публични компании, това ще окаже влияние върху цените на тези акции. По същата логика, промяната на съотношението между облигации и акции ще доведе до промяна в относителните цени на тези ценни книжа. Колкото по-неразвити са капиталовите пазари, толкова по-голямо ще е влиянието на инвестираните средства върху цените на акциите и облигациите в страната.

Концентрация

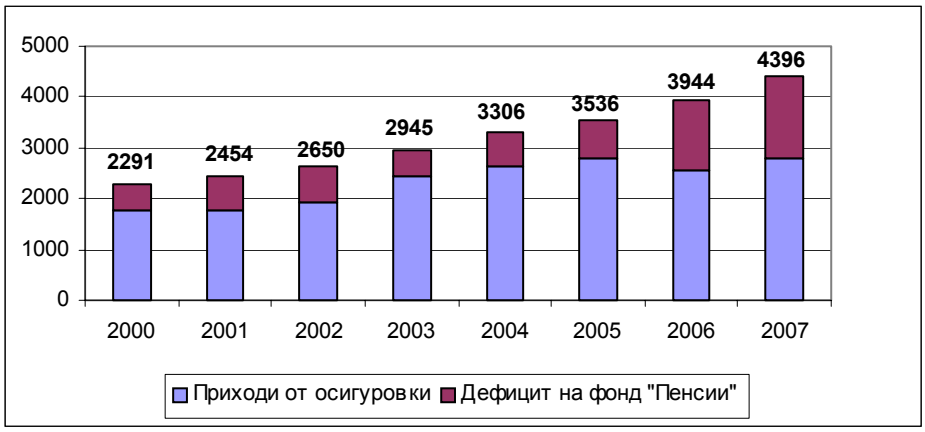
Чрез пренасочване на част от валутните резерви към пенсионните фондове, се намалява концентрацията на чуждестранни валути в дадени ценни книжа. Например, валутните резерви на Китай се държат главно в щатски ценни книжа, което влияе върху кривите на доходност в САЩ. В същото време пенсионните фондове обикновени

имат много по-диферсифициран портфейл и не концентрират голяма част от средствата в определени ценни книжа.

9. Сребърен фонд в България

Разходите за фонд "Пенсии"към НОИ се равняват на 4,29 млрд. лв. през 2007 г. или 21,1% от общите разходи по консолидирания държавен бюджет и 7,8% от БВП на страната. Приходите от социални осигуровки покриват едва около 55% от тези разходи.

Графика 5: Разходи на фонд "Пенсии" (млн. лв.)



Източник: НОИ

Прогнозите на официалните източници за състоянието на държавното обществено осигуряване в средносрочен и дългосрочен план се разминават, но като цяло издават фискална неустойчивост на системата. Според Конвергентната програма на България за периода 2007-2010 г. дефицитът на държавното обществено осигуряване ще достигне стойност от **3.49% от БВП** през 2050 г. В доклада за бюджета на Република България за 2008 г. е отделено специално внимание на пенсионната система като източник на фискална нестабилност. При сценарий на непроменена политика се очаква дефицит на първо стълб на пенсионната система в размер между **2.1% - 3.5% от БВП**. Според доклад на Европейската комисия относно социалното включване в ЕС дефицитът на системата в България ще достигне до **9% от БВП** през 2050 г.[3]

Дефицитът на фонд "Пенсии" се покрива от републиканския бюджет. Тенденцията за увеличаване на дефицита ще продължи, тъй като се увеличава коефициентът на зависимост (съотношение на населението в над-трудоспособна възраст (над 65 г.) към населението в трудоспособна (от 15 до 64 г.)) – от 24.9% през 2005 г. този коефициент се очаква да се увеличи до 60.9% през 2050 г. според данни на Евростат.

[3] Виж European Commission (2006), Joint Report on Social Protection and Social Inclusion

На 20 юли 2006 г. Министерският съвет одобри проект на Закон за Държавния фонд за гарантиране на устойчивостта на държавната пенсионна система, създаден със Закона за държавния бюджет за 2006 г. Проектозаконът предвиждаше 50% от приходите от приватизация, постъпили в централния бюджет и 10% от излишъка на републиканския бюджет за съответната година да се акумулират във фонда. До приемане на законопроекта от народното събрание, обаче, така и не се стигна.

На 17 юли 2008 г. Министерският съвет и Националният съвет за тристранно сътрудничество одобриха нов законопроект за създаването на Държавния фонд за гарантиране устойчивост на държавната пенсионна система. Според проекта във фонда ще се акумулират 50% от приходите от приватизация, постъпили в централния бюджет, 25% от излишъка на републиканския бюджет за съответната година, приходите от концесии.

Фондът ще функционира като самостоятелна обособена част от централния бюджет. Средствата на фонда ще се структурират в инвестиционни портфейли, които ще се възлагат за управление на финансови институции. Основната цел на този фонд е да осигурява средства за фонд „Пенсии" в периоди, когато ще има значителен демографски натиск. Това се очаква да стане през следващите от 10 до 13 години. Според прогнозите на НСИ населението в страната ще намалее до 5 млн. и 138 хил. души през 2060 г. и ще се увеличи делът на населението в над-трудоспособна възраст от 23% до 37% през 2060 г.

Натрупаните в т. нар. Сребърен фонд средства ще служат само за покриване на недостига във фонд „Пенсии" за съответната година. Конкретните размери на трансферите ще се определят с годишния закон за държавния бюджет. В следващите 10 години средствата от Сребърния фонд няма да се използват за плащането на пенсии. Те ще бъдат на разположение на инвестиционните дружества, които ще трябва да увеличат размера им чрез инвестиции във:

- депозити в БНБ;

- в други банки (до 20%);

- в акции на дружества-емитенти от държави-членки на ЕС, които са приети за търговия на регулирани пазари на ценни книжа или търгувани на многостранни системи за търговия в държави-членки на ЕС и които имат присъден от международно призната агенция за кредитна оценка инвестиционен клас кредитен рейтинг за дългосрочните си задължения (до 70%);

- акции на дружества-емитенти от трети страни, които са приети за търговия на регулирани пазари на ценни книжа или търгувани на многостранни системи за търговия, и които имат присъден от международно призната агенция за кредитна оценка инвестиционен клас кредитен рейтинг за дългосрочните си задължения (до 30%);

- облигации и други дългови ценни книжа, които имат присъден от международно призната агенция за кредитна оценка кредитен рейтинг от инвестиционен клас (до 30%);

- инструменти на паричния пазар (до 10%);

- други прехвърляеми ценни книжа, които дават право за придобиване на акции или други ценни книжа (до 10%).

Според проектозакона ръководството на фонда ще се осъществява от управителен съвет. Негов председател ще е министърът на финансите, а заместник-председател – министърът на труда и социалната политика. Членове ще са представители на Министерство на финансите, Министерство на труда и социалната политика, на Националния осигурителен институт и на национално представителните организации на работодателите и на работниците и служителите. Изборът на финансови институции – управители на инвестиционни портфейли, ще се осъществява въз основа на критерии, начин на оценка и класиране, утвърдени от управителния съвет на фонда.

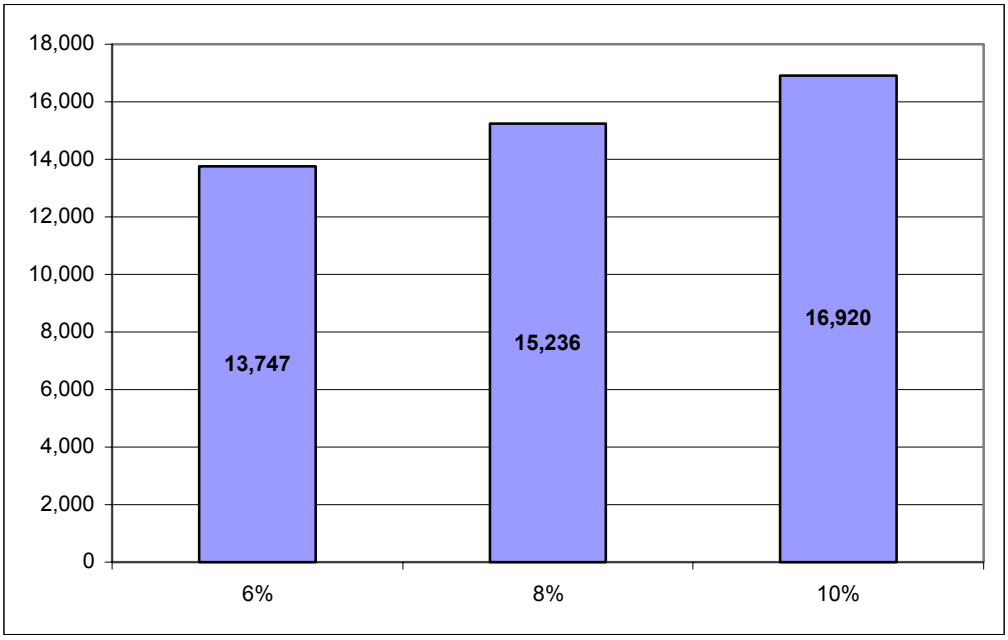
Дългосрочната и средносрочната инвестиционна стратегия на Фонда ще се определя от Министерския съвет. Дейността на Фонда ще се контролира от Сметната палата и от Народното събрание. Цялата налична информация за Фонда ще бъде публикувана в Интернет страницата на Министерството на финансите.

Според доклада по отчета за изпълнението на държавния бюджет за 2007 г. в Сребърния фонд към май 2008 г. е акумулиран ресурс в размер на **707.6 млн. лв**. В тази сума са включени трансферите за фонда, както следва:

- 211.8 млн. лв. - дължими по Закона за държавния бюджет за 2006 г. и преведени през 2007 г.
- 488.5 млн. лв. - преведени през май 2008 г., от които 224.5 млн. лв. дължими по Закона за държавния бюджет за 2007 г. и 264 млн. лв. допълнителен трансфер от излишъка по консолидираната фискална програма за 2007 г.
- 7.3 млн. лв. - приходи от лихви върху трансфера преведен през 2007 г.

На графика 6 представяме оценка на акумулираните средства в Сребърния фонд в България за период от 10 години (от 2009 до 2018 г.) при три сценария за средногодишна номинална доходност на инвестициите – 6%, 8% и 10%. За оценката сме използвали допускания за БВП на страната, реализирания бюджетен излишък и приходите от приватизация за разглеждания период, които са консистентни със средногодишната фискална прогноза за България.

Графика 6: Оценка на акумулираните активи в Сребърния фонд през 2018 г. при различни сценарии на средногодишна номинална доходност (в млн. лв.)



Източник: ИПИ

Оценките за акумулираните средства в Сребърния фонд за период от 10 години като дял от прогнозния БВП на страната през 2018 г. варират от 8.6% до 10.6%. В същото време според различни официални прогнози дефицитът на държавната пенсионна система ще достигне между 3% и 9% от БВП през 2050 г. При всички случаи натрупаните средства в Сребърния фонд няма да бъдат достатъчни за дългосрочно решаване на проблемите на разходопокривната пенсионна система и покриване на дефицита й.

Следователно, наличието на Сребърен фонд в страната не отменя необходимостта от извършване на наложителната реформа в държавната пенсионна система, базирана на разходопокривен принцип. Резервният държавен фонд само омекотява кризата и фискалната нестабилност на системата, но в дългосрочен план не може да реши проблемите на системата.

Правилното решение е да се премине изцяло към капиталова пенсионна система, при което сребърният фонд ще служи като буфер – отново средствата във фонда ще се използват за изплащане на обещаните пенсии, но няма да се трупа нов имплицитен дълг в пенсионната система, защото новоосигуряващите се ще правят вноски в лични сметки и пенсиите им ще зависят от натрупаните средства и доходността на активите по сметките им, които се управляват от частни пенсионни фондове. При преходът от разходопокривна към капиталова пенсионна система имплицитният пенсионен дълг се превръща в експлицитен.

10. Изводи

- Инвестирането на средствата в публичните пенсионни фондове, които действат на капиталов принцип, води до **запазване на тяхната покупателна способност и дори до увеличаването им,** ако се спазват правилата за добро и професионално управление на средствата.
- При управлението на средствата във фонда трябва да се спазват принципите на **прозрачност,** професионализъм и отговорност и да се **минимизира опасността от политическо влияние** върху инвестиционната стратегия на фонда.
- Сребърните фондове създават възможност за **временно неутрализиране** на негативните ефекти от застаряване на населението върху държавната разходопокривна система чрез финансиране на дефицитите и осигуряване на средства за изплащане на обещаните пенсии без драстично увеличаване на данъчното облагане на работещото бъдеще поколение.
- Наличието на публичен резервен фонд не е достатъчно условие за поддържането на стабилността на пенсионната система, която е основана на разходопокривен принцип. Следователно, съществуването на този фонд **не отменя необходимостта** от цялостна реформа в социално-осигурителната система на страната в условията на застаряващо население. Необходимо е едновременно с наличието на този фонд да се провежда реформа, насочена към приватизиране на пенсионната система и постепенно преминаване към изцяло капиталонатрупваща система.
- Сребърният фонд в страната може да се използва като **буфер за провеждане на реформа в пенсионната система**, което ще помогне да се покрие дефицита на прехода при преминаване към изцяло капиталова пенсионна система, основана на лични сметки на работещите в частни пенсионни фондове.

Литература

Доклад по отчета за изпълнението на държавния бюджет на Република България за 2007 година

Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu and Juan Yermo, "**Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**", *Financial Market Trends,* OECD, 2008

European Commission, "Joint Report on Social Protection and Social Inclusion", 2006

Juan Yermo, "**Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries**", *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 15, OECD Publishing*, 2008

National Pensions Reserve Fund Commission, "**Annual Report and Financial Statements 2007",** Ireland, June 2008

OECD, ***Pension Markets in Focus*,** November 2007

Tore Eriksen, "**The Norwegian Petroleum Sector and the Government Pension Fund – Global",** Ministry of Finance, Norway, June 2006

Приложение 1: Инвестиционна стратегия на пенсионния фонд в Ирландия

Целта на публичния резервен фонд в Ирландия е да осигури в максимална степен финансиране на дефицита на публичната пенсионна система от 2025 г. до 2055 г. Резервният фонд е създаден през 2001 г. в отговор на неблагоприятните демографски тенденции, които се очертават в страната. Делът на населението в работоспособна възраст към населението в над-трудоспособна възраст се очаква да намалее от 5:1 в началото на 21 век до 2:1 в средата на века. Това несъмнено ще постави на изпитание държавната разходопокривна система. Ако не се предприемат действия веднага, последиците ще бъдат или драстично увеличаване на данъчното облагане за работещите в страната или намаление на реалната стойност на пенсиите.

Публичният пенсионен фонд представлява стъпка встрани от съществуването на пенсионна система, основана изцяло на разходопокривен принцип. Дефакто, публичният фонд внася капиталов елемент в държавното социално осигуряване. Според нормативната база в Ирландия 1% от брутния национален продукт на страната трябва да се заделя в този фонд и да се инвестира според заложената инвестиционна стратегия. Не могат да се теглят средства преди 2025 г., а след това тегленето ще продължи поне до 2055 г.според правила, които се определят от Министерство на финансите в зависимост от финансовото състояние на социално-осигурителната система.

Таблица 4: Стратегическа инвестиционна стратегия на публичния резервен фонд в Ирландия

Вид активи	% Разпределение на активи
Акции на компании с голяма капитализация	56
Акции на компании с малка капитализация	5
Акции на компании от развиващи се страни	5
Общо дял на акции	**66**
Дялове на частни компании	10*
Недвижима собственост	8
Търгуеми стоки	2
Общо допълнителни активи	**20**
Облигации	13
Фондове в чужда валута	1
Общо парични активи	**14**

*включително 2% разпределение на средствата към инфраструктурни проекти

Източник: интернет страница на National Pensions Reserve Fund

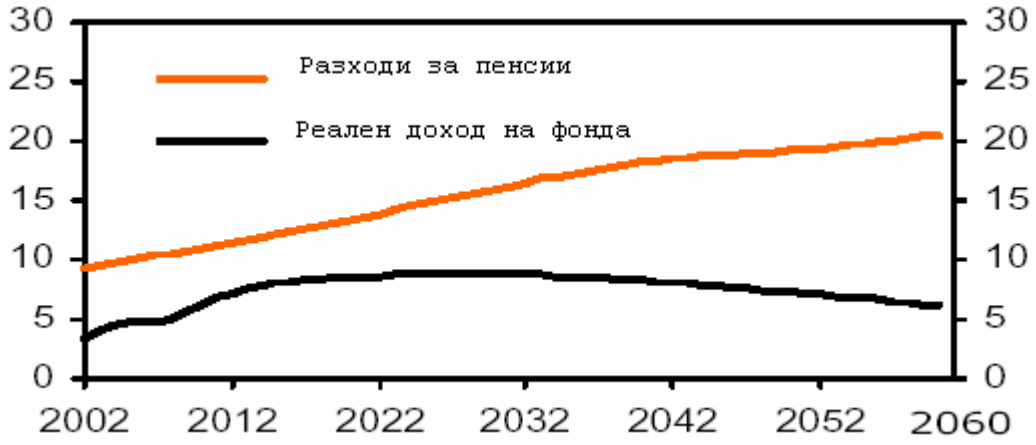
Приложение 2: Пенсионен фонд на Норвегия

През 1990 г. правителството на Норвегия създава специален фонд "Държавен петролен фонд". На 1 януари 2006 г. фондът се преименува на "Държавен пенсионен фонд", което ясно показва целта му - да осигури дългосрочна стабилност на пенсионната система в страната, която е базирана на разходопокривен принцип.

Единственият начин да се "захранва" фондът е чрез реализирането на бюджетни излишъци. В началото на 90-те години на миналия век правителството реализира бюджетни дефицити, но след 1995 г. започват да се трупат средства във фонда на базата на бюджетни излишъци. В края на 2005 г. активите на фонда възлизат на 210 милиарда долара или 99% от БВП на страната, като се изключи петролният сектор. Според прогнозите активите на фонда ще нараснат до 180% от БВП (без петрол) в края на 2010 г., а през 2030 г. – до 250%, след което ще започнат да намаляват постепенно поради очаквано намаление на производството на нефт и газ.

Въпреки средствата, които вече са се натрупали и ще продължат да растат поради излишъците от петролни приходи в Норвегия и очакваната доходност на инвестираните средства, те съвсем не са достатъчни, за да покрият пасивите на пенсионната система под формата на разходи за пенсии. На следната графика са показани очакваните разходите за пенсии и реалната възвръщаемост на фонда, измерени в процент от БВП, който не включва петролния сектор (виж графика 7).

Графика 7: Прогнози за разходите за пенсии и реалната възвръщаемост на норвежкия пенсионен фонд до 2060 г. (като % от БВП без петролния бизнес)



Източник: Министерство на финансите на Норвегия на база Tore Eriksen (2006)

Графика 7 показва, че въпреки че акумулираните средства са значителни и норвежкият фонд е на първо място в света по размер на натрупаните активи като процент от БВП, тези средства не са

достатъчни за поддържането на стабилността на пенсионната система, която е основана на разходопокривен принцип. Единственото решение, за да се разрешат проблемите на държавните пенсионни системи в света, е да се премине км частна пенсионна система, основана на капиталов принцип, по подобие на системата в Чили, въведена през 1981 г.