

СВІТОВА ФІНАНСОВА КРИЗА ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ЗАПРОВАДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО НАКОПИЧУВАЛЬНОГО РІВНЯ В СИСТЕМІ ПЕНСІЙНОГО СТРАХУВАННЯ УКРАЇНИ

*«Ніщо не потребує стільки мудрості й розуму,
як визначення тієї частини, яку у підданих
забирають, і тієї, яка в них залишається»
Шарль Луї де Монтеск'є*

Анонсована пенсійна реформа в Україні стосовно становлення ефективних накопичувальних рівнів державного та недержавного пенсійного страхування вчергове захлинається, так і не розпочавшись. Сучасні негативні тенденції в світовій фінансовій сфері ставлять під великий сумнів можливість через інвестиційний механізм накопичувальних рівнів примножити та зберегти пенсійні активи в системах пенсійного страхування. Кредитна криза на ринку іпотеки в США дала поштовх до переоцінки інвестиційних портфелів найбільших фінансових інституцій, спровокувавши цим масштабну кризу ліквідності у сферах іпотеки (New Century Financial Corporation, Fannie Mae, Freddie Mac, American Home Mortgage Investment Corp.), страхування життя (ALICO AIG Life, Fortis, Generali, ING, Allianz), банківському секторі (Morgan Stanley, Lehman Brothers Holding, Merrill Lynch), інвестиційних компаніях (Goldman Sachs Group, Bear Stearns). В результаті посилення загрози глобальних фінансових ризиків, за оцінками фінансових аналітиків Конгресу США, американські пенсійні фонди за період з липня 2007 до жовтня 2008 року втратили понад \$2 трлн., що у відносному виразі склало близько 20% [1]. При чому майже половина усіх втрат випала на період липень-вересень 2008 року. Та-

кий перебіг подій у світовій економіці поставив надзвичайно гостро питання подальшої трансформації діючої солідарної системи пенсійного страхування в Україні, адже введення загальнообов'язкової державної накопичувальної складової, що розглядається нині, як єдино можливий механізм додаткового нагромадження пенсійних активів, може себе зрештою не виправдати та призвести до втрати пенсійних коштів населення.

Характеристику системності кризи глобальних транснаціональних фінансів та окремих національних економік досить чітко було сформовано провідними фінансистами та науковцями світу ще у 2008 році. На міжнародному суспільному форумі «Діалог цивілізацій» (жовтень 2008 року, о. Родос, Греція) канцлер Австрії Альфред Гузенбауер розкритикував пануючу сьогодні в капіталістичному світі концепцію неолібералізму: «Найвизначнішим з того, що у нас було за останні 25 років – це неолібералізм, котрий, схоже, вичерпав себе, як і всі інші концепції до нього» [2]. Такої думки дотримувався також відомий вчений, соціолог та економіст Ноам Хомський: «Ринок неефективний, оскільки не враховує зовнішні системні ризики у фінансово-економічних взаємовідносинах суб'єктів (екстерналії). При цьому, чим вищий рівень лібералізації, чим слабкіший

**Володимир
Малько,**

к.е.н., доцент
ДВНЗ «КНЕУ
ім. Вадима
Гетьмана»,

**Сергій
Мельников,**

к.е.н., ст. викладач
ДВНЗ «КНЕУ
ім. Вадима
Гетьмана

ФІНАНСОВІ ІНСТИТУТИ

апарат державного регулювання та чим популярніші непрозорі фінансові інструменти, тим більшою мірою зростає схильність економіки до криз» [3]. Песимістичний прогноз Джорджа Сороса на Давоському форумі (січень 2008 року) стосовно подальшого розгортання кризи у 2009 році повністю виправдався: «Економіку США ніякі заходи не врятуються від серйозної рецесії, а світова економіка, хоча й збереже позитивний приріст, проте отримає істотні збитки» [4]. Подібна денонсація оптимістичних очікувань подальшого розвитку конкурентних ринкових відносин змушує більш ґрунтовно та виважено підходити щодо питання реформування системи пенсійного страхування в Україні, діючи на випередження відносно негативних трендів глобальних економічних трансформацій.

Дана стаття ставить на меті розгляд аспектів стійкості та спроможності вітчизняного фінансового середовища в контексті світової фінансової кризи та розпочатої у 2004 році реформи системи пенсійного страхування в Україні. Актуальність даного питання обґрунтовується нарощенням негативних тенденцій в економічному житті України та їх можливих наслідків щодо успішного запровадження системи загальнообов'язкового державного накопичувального пенсійного страхування. Висвітлення даного питання здійснюється шляхом аналізу стану фінансового ринку та оцінки фінансових ризиків при запровадженні накопичувального рівня у вітчизняній системі пенсійного страхування.

ДЕРЖАВНИЙ НАКОПИЧУВАЛЬНИЙ РІВЕНЬ

Складність та комплексність задач, що поставлені перед реформаторами, призвели до вимушеної багаторічної затримки запровадження основного прогресивного компоненту намічених трансформацій – персоналізованого накопичувального рівня загальнообов'язкового державного пенсійного страхування (другого рівня пенсійної системи). Базовий закон про «Систему пенсійного страхування в Україні», що набрав чинності з 2004 року, у своїх прикінцевих положеннях зазначив основні передумови для введення держав-

ного накопичувального рівня [5]. Однак станом на початок 2010 року цього ще відбулося.

Законопроект «Про запровадження системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування», котрий пройшов перше читання у Верховній Раді у 2008 році, передбачав, що перерахування страхових внесків до Накопичувального фонду розпочнуться з 1 січня 2009 р. [6]. Суть фінансового механізму полягає у тому, що частина обов'язкових внесків до державної пенсійної системи накопичуватиметься у єдиному Накопичувальному фонді (щорічно підвищуючись на 1% до 7%) і обліковуватиметься на індивідуальних накопичувальних пенсійних рахунках громадян, які (та на користь яких) сплачуватимуть такі внески. Ці кошти мали б інвестуватися в економіку країни з метою отримання інвестиційного доходу і захисту їх від інфляційних процесів. Кошти, що обліковуватимуться на індивідуальних накопичувальних пенсійних рахунках громадян, будуть власністю цих громадян, і вони зможуть скористатись ними при досягненні пенсійного віку або раніше цього терміну, у випадках, передбачених законом, наприклад, у випадку настання інвалідності. Виплати з Накопичувального фонду повинні будуть здійснюватися додатково до виплат із солідарної системи.

Наміри урядовців, виражені у «Концепції подальшого проведення пенсійної реформи в Україні» від 2008 року, запровадити обов'язкову накопичувальну систему пенсійного страхування у 2010-2011 роках вчергове пролонгували цей етап пенсійної реформи [7]. Дана концепція кардинально змінює аносований раніше механізм накопичення, відмовляючись від створення єдиного Накопичувального пенсійного фонду та пропонуючи здійснювати перерахування пенсійних коштів до недержавних пенсійних фондів. Окрім того, планується внесення змін в даний законопроект, що стосуватимуться вікового цензу участі в обов'язковому накопичувальному рівні, а саме розширення складу учасників з першого місця працевлаштування до 40 років. Деякі експерти проти подібних новацій, прогнозуючи вже у найближчі роки труднощі у фінансуванні пенсій

працівникам середнього віку з солідарної системи пенсійного страхування та затягування реформування вітчизняної пенсійної системи на десятки років [8, с. 5]. Однак інші вбачають у зміщенні акцентів пенсійної реформи безумовну вимогу часу та прогнозують більш ефективний її перебіг [9].

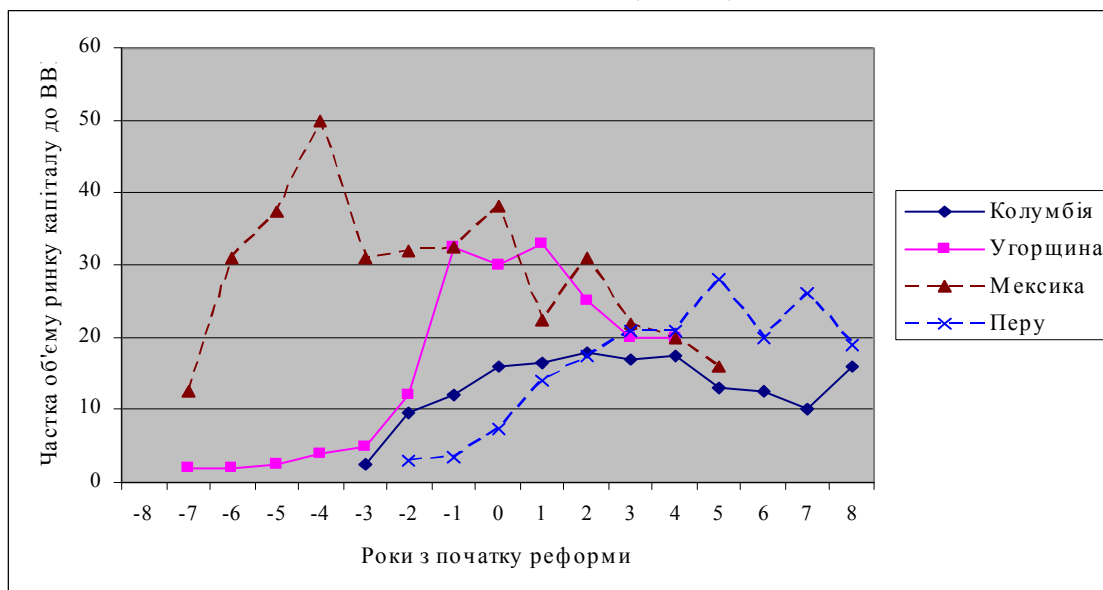
ФІНАНСОВИЙ РИНОК ТА ПЕНСІЙНЕ НАКОПИЧЕННЯ

Одне з головних питань в теорії пенсійного реформування охоплює проблематику взаємовпливу фінансового ринку та системи пенсійного страхування. Досить часто вітчизняні економісти стверджували, що пенсійна реформа виступає катализатором пришвидшеного розвитку різних сегментів фінансового ринку і тому буде підтримана широкими верствами населення, профспілками, керівництвом систем соціального забезпечення, фінансовими установами, представниками законодавчих та виконавчих гілок влади [10-11].

Водночас закордонні експерти пенсійної реформи, виходячи із практичного досвіду функціонування накопичувальних рівнів на фінансових ринках розвинутих країн світу, наголошують на істотності впливу саме фінансового ринку на ефективність трансформацій в пенсійній сфері, а не навпаки. Гордон Кларк в статті «Pension Fund Capitalism» зазначає: «Є великі сумніви відносно того, що великі пенсійні фонди здійснюють вирішальний вплив на Англо-Американських фінансових ринках. Вони

скоріше споживачі фінансових послуг, що підтримують розвиток глобальних фінансових потоків. Вони поглинають фіктивний капітал та, водночас, являються експериментальним полем для інновації фінансових продуктів. Вони основні покупці на торговельних площадках, що зумовлює більший вплив на ефективність і надійність інших ринків та фінансових інституцій, аніж на дохідність самих фондів. Окрім цього, пенсійні фонди – невід’ємний компонент інтенсивного приросту капіталу на провідних фондових ринках світу в останні десятиріччя» [12]. Аналітик Світового банку Дмитрій Вітас заперечує будь-який позитивний вплив від запровадження накопичувальних рівнів на розвиток фінансових ринків: «Пенсійні фонди у приватному управлінні не є ані важливими, ані визначальними для розвитку ринку капіталу. Водночас, проблематику зв’язку розвинутих ринків капіталу із пенсійною реформою можна розкрити через два наступних питання: перше – які основні ринкові передумови зможуть забезпечити успішну реалізацію програми пенсійної реформи?; та друге – який вплив цих передумов необхідний для реалізації потенційної дохідності інвестицій пенсійних фондів на ринку капіталу?» [13].

В таких країнах-реформаторах, як Колумбія, Угорщина, Мексика та Перу успішний початок пенсійних реформ узгоджувався із пришвидшеним зростанням ринків капіталу в середині країни (Рис. 1):



Джерело: Світовий банк. Pension Reform and the Development of Pension Systems An Evaluation of World Bank Assistance. 2006, режим доступу /www.worldbank.org/.

Рис. 1. Об'єми ринків капіталу в період до та після початку пенсійної реформи

З наведених графіків помітно, що подальший перебіг процесів пенсійного реформування щодо запровадження накопичувальних рівнів відбувався в роки економічного піднесення, коли ринкова вартість капіталу в країні зростала. Випереджальні темпи приросту ринків капіталу сприяли формуванню більшого числа фінансових інструментів для інвестування пенсійних активів, що акумулювалися в результаті ініційованих пенсійних трансформацій.

Інвестиційне нарощення грошових фондів накопичувальних пенсійних рівнів щонайменше вимагає від фінансового сектору здатності абсорбувати пенсійні кошти наявними фінансовими інструментами. Така готовність ідентифікується за трьома ключовими аспектами: макроекономічною стабільністю, стійкою фінансовою інфраструктурою та адекватним регулюванням і контролем [14]. Для успішного поступу пенсійної реформи ці пункти слід розширити четвертим – державною підтримкою структурних реформ стосовно становлення економічної моделі ринкового господарства, що ґрунтується на приватній власності, фінансових інноваціях та загальному інституціональному укріпленні.

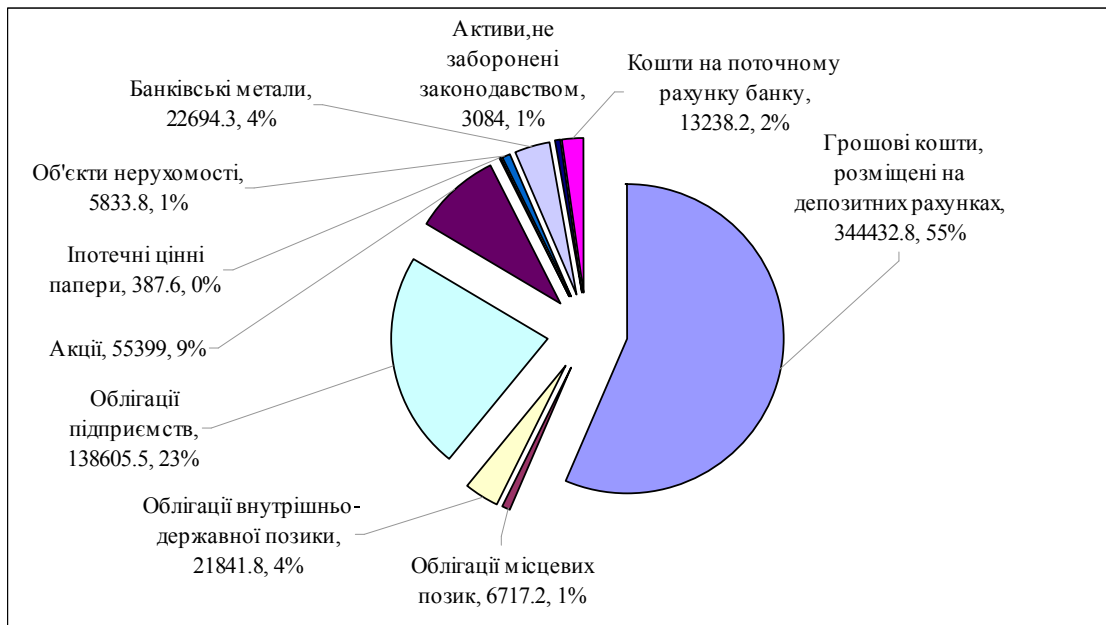
Групою провідних науковців пенсійної сфери було обраховано інтегровану оцінку готовності фінансового сектору до впровадження обов'язкового накопичувального рівня. Загалом вчені окреслили 10 ключових факторів, з яких три – виважена фіскальна політика, спроможність економічних суб'єктів до податкових платежів та історичний аспект – зовнішні чинники щодо успішного запровадження державного обов'язкового накопичувального рівня. Решта – законодавча та інституціональна інфраструктура, інституційна структура, доступна та якісна інформація, гарантії забезпечення розрахунків, наявність та можливість критики пропонованих фінансових послуг, дій держави та надійності фінансових інструментів, а також фінансова освіченість населення та рівень фінансової освіти – здійснюють безпосередній вплив на інтегровану оцінку готовності фінансових ринків. Серед досліджуваних п'яти країн Центральної-Східної Європи (Болгарія, Хорватія, Угорщина, Польща, Словенія), в яких було рані-

ше розпочато пенсійну реформу, четверо показало суттєве зростання індексу готовності фінансових ринків станом на 2006 рік, наблизившись до 90% унормованого показника, при цьому лише Словенія продемонструвала його зниження до 0,7 [15]. Наведені аналітичні дані підтверджують, що лише в тих країнах, де фінансові ринки більш інтенсивно розвиваються, пенсійна реформа може отримати подальший розвиток.

Відображення світових кризових тенденцій в Україні носить доволі гострий характер, підсилюючись внутрішніми економічними проблемами в галузях металургійної та хімічної промисловості, будівництві, на ринках енергетичних ресурсів та особливо в фінансовому секторі. Неврегульованість кругообігу грошової маси в економіці та, як наслідок, важкокеровані валютні коливання спричинили зростання недовіри населення до суб'єктів фінансових послуг та безпосередньо до фінансових інструментів, як джерел заощадження приватних коштів. В таких умовах концепція накопичення пенсійних активів через їх інвестування на фінансовому ринку виглядає вкрай ризикованою та соціально небезпечною. Водночас надзвичайно важливого значення набуває питання аналізу його фінансового стану, а також окреслення ймовірних ризиків в умовах нестабільного фінансового середовища в Україні щодо функціонування накопичувальних рівнів пенсійної системи.

СТАН ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

За прикладом функціонування вітчизняного недержавного пенсійного сектору, найбільш затребуваними фінансовими інструментами для цілей пенсійного страхування на фінансовому ринку виступають банківські депозити, облігації та акції підприємств. На початок 2009 року в загальній структурі активів недержавних пенсійних фондів (НПФ) частка коштів, розміщених на банківських депозитах, становила 55% (344,4 млн. грн.), в облігаціях – 23% (138,6 млн. грн.), і в акціях – 9% (55,4 млн. грн.). На решту передбачених законодавством напрямів диверсифікації, припадає близько 13% загального обсягу пенсійних фондів (Рис. 2):



Джерело: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, режим доступу / www.ssmc.gov.ua/.

Рис. 2. Структура консолідованого портфеля інвестованих пенсійних коштів на 31.12.08

Виходячи із наведеного в діаграмі розподілу активів НПФ за напрямками диверсифікації, можна зробити висновок, що ключову роль у запровадженні загальнообов'язкового державного накопичувального рівня в Україні повинен відігравати банківський сектор та фондовий ринок. Водночас, внутрішні кризові прояви у економічній, соціальній та політичній площинах, підсилені світовою фінансовою кризою, негативно відобразилися на становищі вітчизняних комерційних банків та фондового ринку в період кінця 2008 – 2009 р.

У 2009 рік ринок грошей увійшов із глибокими кризовими тенденціями та ризиками дефолту найбільших банківських установ України. Девальвація національної валюти в травні 2008 р. та її різке ослаблення у листопаді-грудні цього ж року викликали зростання песимістичних очікувань серед населення, що, як наслідок, спричинило значний відтік коштів з банківського сектору. На початку жовтня 2008 року відтік коштів з банківських депозитів становив майже 3 млрд. грн. за один тиждень, що зумовило прийняття Національним банком України рішення про введення мораторію на дострокове повернення депозитів та замороження їх активів (постанова НБУ № 319

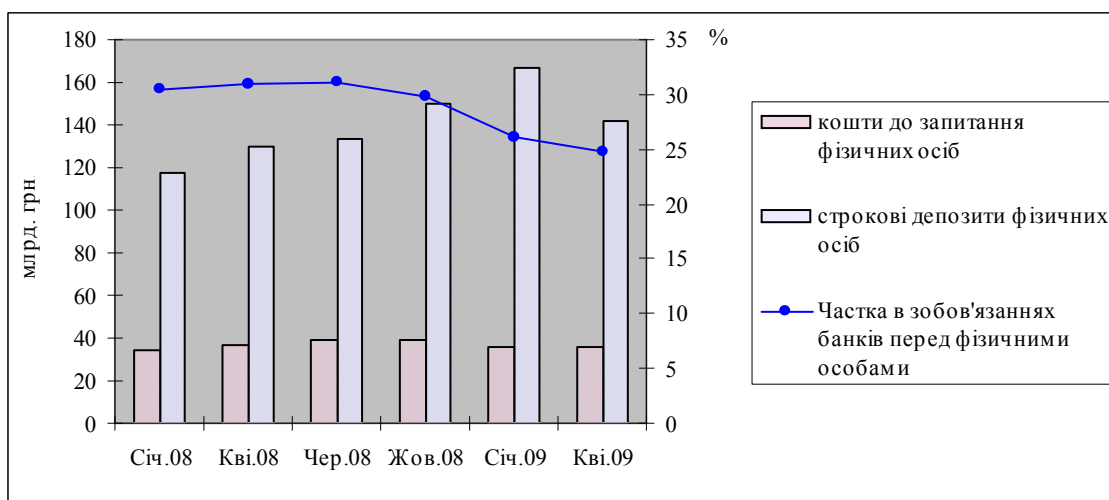
від 11.10.08). Дане рішення було швидким та невваженим, що спричинило блокування на рахунках банків не тільки коштів фізичних та юридичних осіб, але й деяких фінансових інституцій, для яких банківські депозити являються ключовим елементом диверсифікації активів, що знаходяться в їх управлінні. Лише телеграма НБУ №18-311/3496-14715 від 28 жовтня роз'яснила норми постанови, згідно з якою вимоги п. 2.4 про фактичну заборону на дострокове зняття депозитів не розповсюджуються на операції інститутів спільного інвестування (ІСІ) відкритого типу, ІСІ інтервального типу (впродовж дії інтервалу), пов'язані з виконанням зобов'язань ІСІ з обов'язкового викупу власних цінних паперів на вимогу інвестора, і на операції НПФ, пов'язані з виплатами своїм учасникам. Хоча активи недержавних пенсійних фондів за станом на 1 липня 2008 становив порівняно незначну частку в структурі банківських активів, близько 405 млн. грн., труднощі із отриманням коштів для здійснення пенсійних виплат суб'єктами недержавного пенсійного страхування були відчутними. Загалом подібні хвилювання на ринку грошей негативно впливають на подальше запровадження другого пен-

сійного рівня, оскільки виникають сумніви щодо спроможності банківського сектору не тільки зберегти та примножити пенсійні активи, але й повернути їх застрахованим особам на першу вимогу, що безпосередньо передбачено ст. 1060 Цивільного кодексу України [16].

Темпи скорочення залишків на депозитних рахунках фізичних осіб у першому кварталі 2009 року доводять, що довіра населення до банківського сектору суттєво зменшилася. Незважаючи на заборону дострокового вилучення коштів з банківських депозитів, за підсумками першого кварталу 2009 року залишки фізичних осіб відносно попереднього кварталу скоротилися на 17,5% і становили 141 млрд. грн. При цьому кошти фізичних осіб до запитання скоротилися на 1,5% до 35,5 млрд. грн. (Рис. 3):

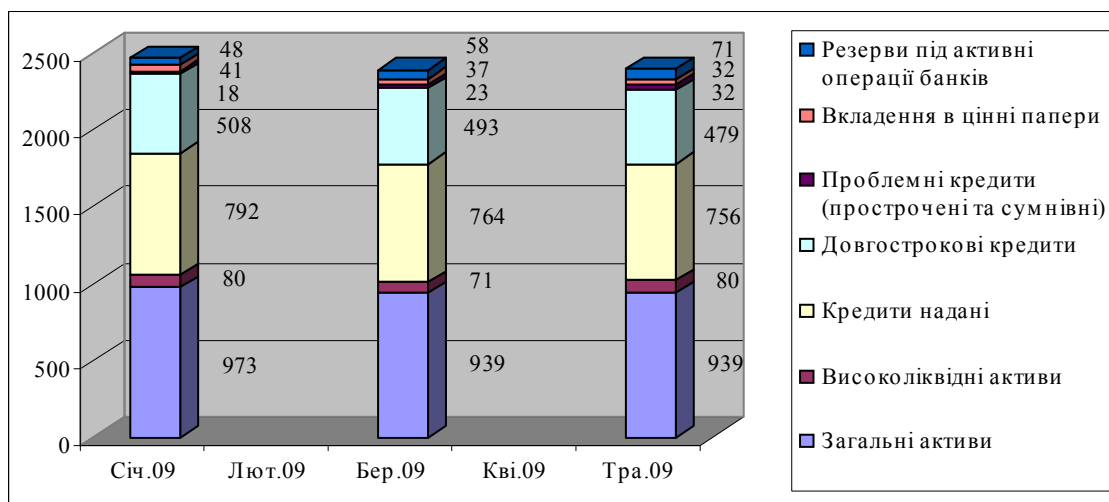
З наведеного графіку також помітно, що частка в структурі зобов'язань комерційних банків перед фізичними особами скоротилася протягом року на четверту частину і становила на кінець першого кварталу 2009 року 24,5%. Ці структурні зрушення вказують на скорочення бази внутрішніх джерел фінансування комерційних банків, що, в умовах обмеженого доступу до зовнішніх джерел фінансування, уповільнюватиме реанімаційні заходи уряду щодо оздоровлення банківської системи України.

Ризик активних операцій комерційних банків теж динамічно зростає протягом першої половини 2009 року. Частка проблемних (прострочені та сумнівні) кредитів в структурі банківських активів зросла на 80% з 18 до 32 млрд. грн. (Рис. 4):



Джерело: Асоціація банків України, режим доступу /www.aub.com.ua/.

Рис. 3. Строкові депозити та кошти до запитання фізичних осіб в банківській системі України.



Джерело: Національний банк України, режим доступу /www.bank.gov.ua/.

Рис. 4. Структура активів банківської системи України у першому півріччі 2009р.

Наведена негативна динаміка стрімкого збільшення кількості проблемних кредитів вказує на посилення загрози фінансової розбалансованості банківської системи через неспроможність суб'єктів розрахуватися за кредитними зобов'язаннями перед комерційними банками, що у короткостроковій перспективі посилюватиме дефіцит фінансових ресурсів на міжбанківському ринку та погіршуватиме рівень ліквідності комерційних банків.

Фінансове ослаблення банківського сектору виступає вельми негативним чинником щодо запровадження Накопичувального рівня в системі пенсійного страхування. Серед заходів, що органи державної влади анонсували як першочергові для забезпечення стабілізації фінансового стану комерційних банків, можна назвати:

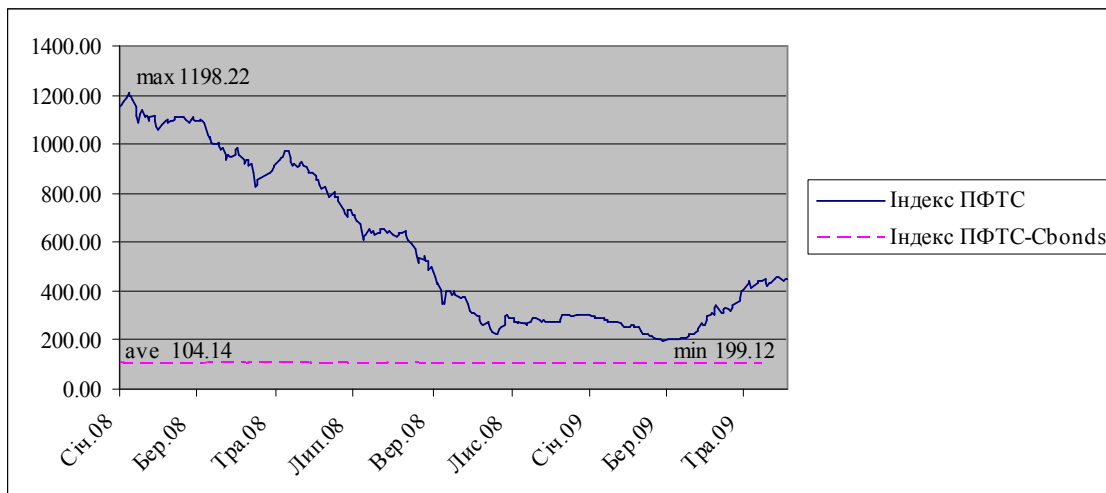
- Рекапіталізацію комерційних банків урядом в обмін на частки власності;
- Забезпечення національним банком стабільного обмінного курсу національної валюти;
- Підвищення норм гарантування вкладів фізичних осіб;
- Стимулювання банківського сектору до відновлення програм з кредитування пріоритетних галузей економіки (житлового будівництва з високим ступенем завершення, аграрного сектору, промислове будівництво в межах підготовки до чемпіонату з футболу Euro 2012);
- Організацію валютних аукціонів для погашення фізичними особами кредитних зобов'язань у іноземній валюті;

- Введення тимчасового обмеження на дострокове розірвання депозитних договорів з фізичними та юридичними особами.

Лише за умов якнайшвидшого балансування фінансового стану банківської системи та відновлення довіри населення до банківського сектору реформа пенсійного страхування на засадах накопичення пенсійних активів може бути розпочата в найближчі роки.

Не менш негативні прояви фінансової кризи відслідковуються також і на фондовому ринку. Протягом 2008 – першого півріччя 2009 року індекс фондової біржі ПФТС, на яку припадає близько 90% операцій організованого ринку України, впав майже у шість разів, досягши в березні історичного мінімуму індексу на рівні 199.12 (Рис. 5).

Стрімке падіння індексу ПФТС стало наслідком швидкого охолодження інтересу інвесторів до цінних паперів вітчизняних емітентів, намагання зафіксувати прибутки та перевести наявні кошти у валютні еквіваленти на фоні різкого ослаблення валютного курсу гривні. Водночас негативна динаміка фондового індексу послугувала сигналом до остаточної зупинки пенсійної реформи та запровадження державного накопичувального рівня. Неспроможність фондового ринку згенерувати внутрішні механізми балансування та прозорі правила гри в такому сегменті фінансових відносин формують загалом низьку довіру населення до спроможності фінансових інституцій забезпечити гарантовану дохідність пенсійним активам.



Джерело: фондова біржа ПФТС, режим доступу /www.pfts.ua/.

Рис. 5. Показники індексів акцій та облігацій на фондовій біржі ПФТС.

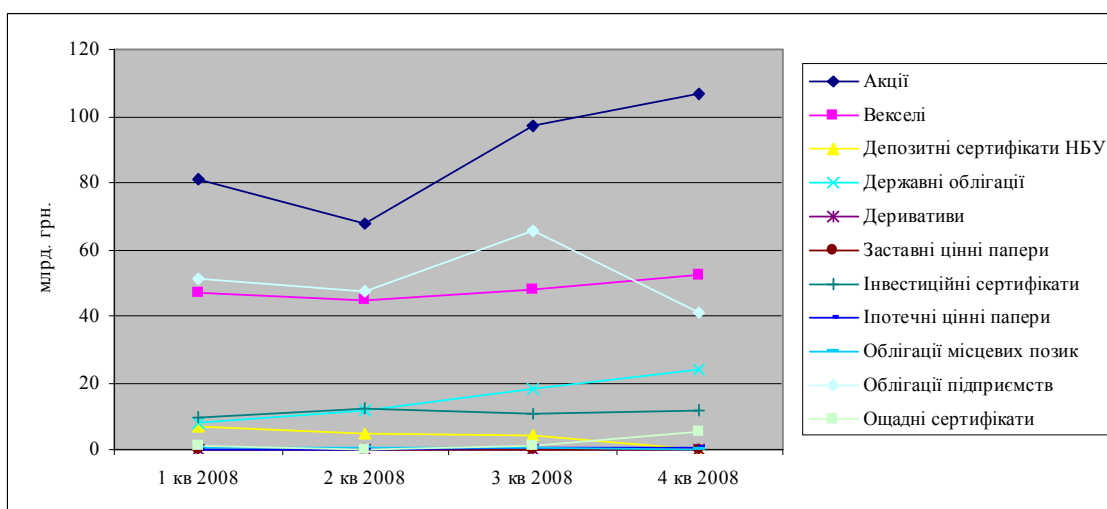
Відсутність об'єктивної оцінки вартості фондових інструментів, за умов наявності в Україні значної частки неорганізованого ринку свідчить про його низьку якість відносно вимог, які диктує специфіка пенсійних заощаджень. Насторожує той факт, що в пік загострення фінансової кризи в Україні, у другій половині 2008 року, найбільша вартість укладених угод відбувалася саме з акціями, що вважаються найбільш спекулятивними та ризикованими цінними паперами. В цей самий час боргові зобов'язання підприємств, за якими стоять (повинні стояти) реальні виробничі активи, ставали дедалі непопулярними на ринку і протягом 4 кварталу 2008 року вартість угод за даним інструментом скоротилася більш як на 60% до 40 млрд. грн. (Рис. 6):

Слід зазначити, що природною виглядає тенденція до зростання більш як у 2 рази обсягів укладених угод щодо державних облігацій протягом 2008 року, котрі в умовах посилення кризових тенденцій мають найменш ризиковий характер. Проте загальна картина трендів показників торгівлі фондовими інструментами не спонукає до зростання довіри на фондовому ринку, оскільки в такому середовищі досить складно детермінувати фактори впливу ринкових коливань та побудувати на їх основі релевантні прогнози. Російський вчений Г. Курдюмов зазначає: «Що б не казали професійні фондові аналітики, думка про те, що акції, для яких немає і не передбачається адек-

ватних дивідендів, за своєю суттю пірамідальні, є доволі переконливою. Дійсно, якщо їх купували задля зростання курсової вартості, то суттєва відмінність їх від «пірамід» полягає лише в темпах та тривалості зростання... Що стосується міноритарних акціонерів (в США їх основу складають пенсіонери та пенсійні фонди), то їм залишається втішати себе добре розвинутим почуттям господаря та сподіватися на «світле майбутнє», котре, як відомо, приходить не до всіх... В епохи криз і потрясінь люди похилого віку часто втрачають свої заощадження...» [17]. Така позиція хоча й уособлює досить критичне ставлення до використання фондових інструментів для збереження та примноження пенсійних активів, проте акцентує увагу на важливій проблематиці генерування реальної та справедливої оцінки об'єктів інвестування пенсійних заощаджень населення в умовах кризи.

ФІНАНСОВІ РИЗИКИ ПЕНСІЙНОГО НАКОПИЧЕННЯ

Притаманність ризику соціально-економічним відносинам у суспільстві стверджує існування ризику й в окремих його системах, наприклад, в системі пенсійного страхування. Складність, структурованість та багатаспектність стосунків в системах пенсійного страхування, котрі охоплюють широкі верстви населення працездатного та пенсійного віку, функціонують з тривалістю життєвого циклу людини та будуються на ймовірнісних очікуваннях



Джерело: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, режим доступу / www.ssmc.gov.ua/.

Рис. 6. Вартість укладених угод торгівцями цінних паперів за інструментами у 2008р.

дожиття та дохідності, свідчить про багатомірність, властивих даних системі, ризиків. З урахуванням типу фінансового механізму пенсійної системи, що існує в тій чи іншій країні, виділяють наступні базові ризики: демографічний, макроекономічний, фінансовий, «моральний» та політичний [18].

Конкретизуючи фінансові ризики функціонування накопичувальних пенсійних рівнів, в контексті вітчизняної пенсійної реформи їх можна розділити на дві категорії: перша – це ризики, пов'язані із слабкою взаємодією елементів фінансової інфраструктури системи пенсійного страхування; друга – власне ризик інвестування.

До ризиків внутрішньої взаємодії фінансової інфраструктури відносяться:

- Труднощі організації надходжень обов'язкових пенсійних внесків.

За умов адміністрування пенсійних внесків державним накопичувальним рівнем можливі затримки при переведенні коштів на індивідуальні рахунки. В Англії реєстрація надходжень та податкові перевірки щорічних пенсійних внесків тривали від 12 до 18 місяців, що знецінювало їх під дією інфляції та спричиняло недоотримання інвестиційного доходу. Також слід враховувати помилки й невідповідності під час розподілу внесків на індивідуальні рахунки в системі обліку; подібні технічні труднощі мали місце в Польщі [18]. У свою чергу, безпосереднє перерахування пенсійних внесків на індивідуальні рахунки в НПФ може спровокувати пресинг роботодавця щодо вибору того чи іншого фонду та затримки у виплаті заробітних плат (Казахстан).

- Облік коштів на індивідуальних рахунках і переміщення грошей в системі.

Облік грошей на індивідуальних рахунках значно ускладнює технічну організацію накопичувальної пенсійної системи в порівнянні з солідарною: можлива значна плутанина, втрата частини коштів, особливо при переході з фонду у фонд. Вітчизняним законодавством передбачено право переходу застрахованої особи від державного до недержавного накопичувального рівня, а також добровільна зміна НПФ – це генерує певний ризик. Єдиним способом уникнути цього є створення чіткого механізму обов'язкового інформування вкладників про стан їхніх накопичувальних

рахунків. У 2005-2006 роках в Сокальському та Жидачівському районах Львівської області проводився експеримент з провадження персоніфікованого обліку накопичувальної системи, проте ризик функціональної спроможності та надійності системи обліку в національному масштабі залишається [19].

- Невизначеність адміністративних витрат.

Мінімізація витрат на маркетинг і управління активами державного Накопичувального фонду та НПФ – найважливіший фактор для оцінки і підтримки ефективності системи. Високі витрати за низької прибутковості можуть привести до фактичного розмивання пенсійних активів. З іншого боку, примусове заниження винагород компаній з управління активами зберігача, аудитора, інвестиційного радника, адміністратора НПФ може обмежити конкуренцію, знизити якість управління пенсійними активами, що в результаті негативно вплине на їх прибутковість. У вітчизняних нормативних актах передбачені граничні тарифи винагород з Накопичувального фонду для КУА – 0,9% річного обсягу чистої вартості пенсійних активів, зберігачу – 0,3% загальної річної суми страхових внесків; адміністраторам НПФ з активів НПФ – 6% та 5% від суми пенсійних внесків, сплачених протягом року, для відкритого та корпоративного (професійного) фондів відповідно. Водночас чітко не вказані розміри винагород Накопичувального фонду страховим компаніям («середня» вартість оплати договорів страхування довічної пенсії), раднику з інвестиційних питань (лише вимога фіксованої суми в договорі), стосовно оплати послуг аудитора – взагалі не висунуто жодних вимог.

- Потенційні суперечності у вимогах регуляторів.

Система пенсійного страхування в Україні одночасно підпадає під регулювання ПФУ, Міністерства праці та соціальної політики, Держфінпослуг, ДКЦПФР, НБУ, щороку зазнає змін під дією законів про Державний бюджет України на відповідний рік. Це значно посилює ризик встановлення суперечливих вимог з боку регуляторів у пенсійній сфері, враховуючи загальну проблему існування надлишкових ад-

міністративних бар'єрів. Вирішення надмірної зарегульованості фінансової інфраструктури пенсійного страхування знаходиться в загальній площині вдосконалення системи державного регулювання і чіткого розподілу компетенції регулюючих органів у цій сфері.

До ризиків інвестування належать:

- Тривалий строк збереження пенсійних активів.

Вважається, що в довгостроковому періоді значимість інвестиційного ризику значно знижується. Однак така позиція не завжди правильна. Наприклад, в 1973-1975 роках падіння фондового ринку США склало приблизно 50% у реальному вираженні і знадобилося близько 10 років для його повернення на рівень початку 1973 року [20]. В інших найбільш розвинутих країнах протягом останніх 100 років реальний ріст фондового ринку в довгостроковій перспективі становив усього близько 1,5% [21]. Таким чином, навіть для довгострокових інвесторів, якими традиційно є пенсійні фонди, проблема ризиків, пов'язаних з інвестуванням на ринку, є першочерговою. За умов потрясінь фондового ринку в Україні, як було описано вище, його здатність забезпечити довгостроковий ріст пенсійних активів являється, в значній мірі, проблематичним.

- Кількісні обмеження інвестиційних інструментів.

Для зниження інвестиційного ризику регулюючі органи зазвичай використовують кількісні обмеження пенсійного портфеля (встановлюється закритий перелік активів для інвестування коштів пенсійних фондів, іноді із вказівкою максимально допустимої частки в портфелі). Подібні обмеження є у вітчизняному пенсійному законодавстві; водночас високі вимоги до цінних паперів закордонних емітентів призвели до ситуації, що на сьогодні жодна пенсійна гривня не диверсифікує національні інвестиційні ризики фондового ринку [22, с. 11]. В інших розвинених країнах (США, Канада, Австралія, Великобританія, Ірландія, Голландія) при регулюванні діяльності пенсійних фондів не встановлюються прямі кількісні обмеження на вкладення пенсійних активів, а використовуються більш гнучкі правила, засновані на так називаній «концепції обережної людини» (з англ. the prudent person

rules). Згідно з нею, управляючі компанії у прийнятті інвестиційних рішень повинні додержуватися логіки обережних професіоналів, що піклуються рівною мірою як про інвестиційний дохід, так і про збереження основного капіталу.

- Ризик «повзучої націоналізації».

При запровадженні державного накопичувального рівня з визначними лімітами на вклади у вітчизняні іменні цінні папери (до 40% портфеля), інвестування величезних пенсійних активів може призвести до так званого феномена «повзучої націоналізації». Концентрація значних пакетів акцій приватних компаній у руках державного Накопичувального фонду фактично означатиме посилення присутності держави у приватному секторі. Зважаючи на те, що на кінець 2007 року державі належало 28,5 млрд. грн. в іменних цінних паперах, що становило 4% загальної номінальної вартості іменних цінних паперів усіх емітентів, в процесі реформування системи пенсійного страхування даний ризик може спровокувати результуюче послаблення економічної активності в приватному секторі [23].

- Відсутність диференційованого управління ризиком.

В державному та недержавному накопичувальному рівнях відсутній поділ пенсійних програм та структурування інвестиційних портфелів пенсійних активів залежно від віку вкладника. Оптимальна інвестиційна стратегія залежить від віку інвестора і, як наслідок, його схильності до ризику. Групування за віковим критерієм і встановлення окремих лімітів для інвестування в кожній групі дозволить підвищити прибутковість на початковому етапі накопичення, шляхом інвестування в більше ризиковані активи – в цьому випадку ризику компенсуються за рахунок можливості додаткового накопичення протягом життя, а в міру наближення до пенсійного віку – відбувається трансформація пенсійного портфеля у бік більш консервативних інструментів з фіксованою прибутковістю. Така інвестиційна політика в управлінні пенсійними активами накопичувального рівня допоможе мінімізувати інші фінансові ризики на старті вітчизняної пенсійної реформи.

ВИСНОВКИ

Підбиваючи підсумок розгляду питання впливу світової фінансової кризи на перебіг пенсійної реформи в Україні, слід підкреслити, що негативний вплив безумовно знайшов свій прояв. Фінансові труднощі в банківському секторі та різкі коливання на фондовому ринку не сприяють якнайшвидшому запровадженню державного накопичувального рівня та подальшому розвитку системи недержавного пенсійного страхування. З вищенаведеного можна зробити декілька ключових висновків:

1. Затримка пенсійної реформи щодо запровадження державного накопичувального рівня у сьогоденних фінансових проявах кризи слід розцінювати як позитивний фактор, що забезпечив кошти пенсіонерів.

2. Система відносин пенсійних фондів та фінансового ринку повинна вибудовуватися із врахуванням пріоритетності цілей пенсійного захисту населення. В даному контексті фінансовий ринок повинен обслуговувати пенсійні активи, а не навпаки.

3. Функціонуванню накопичувальних рівнів притаманне посилення фінансових ризиків разом із іншими суб'єктами фінансових відносин, що вимагає розроблення та імплементації специфічних балансуєчих механізмів фінансового стану системи пенсійного страхування.

4. Використання напрацьованих механізмів реформування згідно із західними моделями країн-реформаторів може бути корисним у вітчизняному середовищі, проте особливо важливо зосередити увагу на адаптаційних аспектах.

5. Системний характер світової фінансової кризи вимагає системних підходів до реформування системи пенсійного страхування в Україні, що повинні охоплювати не лише питання фінансового механізму пенсійних накопичень, але й проблематику трансформації пенсійної інфраструктури.

ЛІТЕРАТУРА

1. Julie Hirschfeld Davis. Retirement accounts have lost \$2 trillion so far. Associated Press. Режим доступу: /www.ap.org/.

2. *Alfred Gusenbauer*. We are at the beginning of a new time. The Rhodes Forum in Facts and Figures. The 6th General Meeting of the World Public Forum «Dialogue of Civilizations». / Режим доступу: /www.wpfdc.com/.

3. *Noam Chomsky*. The Financial Crisis of 2008. October 13, 2008. Режим доступу: /www.zmag.org/.

4. *George Soros*. The worst market crisis in 60 years. Financial Times. January 22, 2008. Режим доступу: /www.FT.com/.

5. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» № 1058-IV за станом на 1 грудня 2009 року / Режим доступу: www.rada.gov.ua.

6. Постанова Верховної Ради України «Про прийняття за основу проекту Закону України про запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування» № 979-V за станом на 1 грудня 2009 року / Режим доступу: www.rada.gov.ua.

7. Проект Розпорядження КМУ «Про схвалення Концепції подальшого проведення пенсійної реформи в Україні» від 11.06.08. Інформація інтернет-сторінки Міністерства праці та соціальної політики. / Режим доступу: www.mlsp.gov.ua.

8. Якою має бути пенсійна реформа? // Урядовий кур'єр. – 2008. – №135. – С. 5-6.

9. *Федоренко А.* Механізм запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування / Світ Фінансів. № 4(17) – грудень 2008 – С. 112-121.

10. *Якубович В. А.* Економічне зростання та реформа пенсійної системи. Наукові записки. Том 18, Спеціальний випуск: у двох частинах. Частина 2 / Національний університет «Києво-Могилянська академія». Київ: КМ «Academia», 2000. – С.260-263. Режим доступу: /www.ukma.kiev.ua/.

11. М. Шаповал, О. Коцюба, В. Ніколаєнко, Ю. Резнікова. Дослідження впливу запровадження накопичувальної складової державної системи пенсійного страхування на підвищення рівня соціального захисту населення в Україні. «Соціальний захист»-щомісячний інформаційний та науково-виробничий журнал, №12 Грудень 2005.

12. G.Clark. Pension Fund Capitalism. Oxford: Oxford University Press, 2000 – 342.

13. D.Vittas. Pension Reform and Capital Market Development «Feasibility» and «Impact» Preconditions. World Bank. Policy Research Working Paper No. 2414. Режим доступу: / www.worldbank.org/.

14. Rudolph, H., and R. Rocha. 2007. «Financial Preconditions for Second Pillars.» Draft, World Bank, Washington, DC. Режим доступу: / www.worldbank.org/.

15. Holzmann, R., C. Feher, and H. von Gersdorff. 2008. «Multi-Pillar Pension Reforms in CESE Countries: How Far Has the Financial System Been Prepared or Adjusted?» In Aging Populations, Pension Funds, and Financial Markets: Global Challenges and Regional Perspectives for Central, Eastern and Southern Europe, ed. R. Holzmann, R. Bebczuk, C. Feher, A. Musalem, R. Rocha, H. Rudolph, and H. von Gersdorff. Prepared for ERSTE Foundation, Vienna, June.

16. Закон України «Цивільний кодекс України» № 435-IV за станом на 1 грудня 2009 року. Режим доступу: / www.rada.gov.ua/.

17. Курдюмов Г. О кризисе без кошмаров / Русский предприниматель. № 7 (6) сентябрь 2002. Режим доступу: / www.ruspred.ru/arh/05/18.php/.

18. Хлон-Доминчак А. Варианты реформирования распределительного компонента: условно-накопительная система / А. Хлон-Доминчак. «Варианты реформирования существующих систем пенсионного обеспечения для стран с переходной экономикой» (курс дистанционного обучения) 11 нояб. – 18 дек. 2003 г. Режим доступу: / www.worldbank.org/.

19. Постанова Кабінету Міністрів України «Про проведення експерименту із створення автоматизованої системи Накопичувального фонду загальнообов'язкового державного пенсійного страхування» №909, за станом на 1 грудня 2009 року / Режим доступу: / www.rada.gov.ua/.

20. История мировых экономических кризисов. Мировой финансовый кризис: Справка. Режим доступу: / www.rian.ru/.

21. Экономика не влияет на рост фондового рынка. Национальная фондовая организация: Доклад. Режим доступу: / www.nfa.ru/.

22. Звіт Держфінпослуг: «Поточний стан справ у системі недержавного пенсійного забезпечення (за підсумками 2 кварталу 2007 року)». – 19 с. Режим доступу: / www.dfp.gov.ua/.

23. Інформаційна довідка ДКЦПФР щодо структури державної власності в акціонерних товариствах та холдингових компаніях зі значною державною часткою в статутному капіталі за III квартал 2007 року. – 5 с. Режим доступу: / www.ssmc.gov.ua/.