

# Efectele industriei fondurilor private de pensii asupra piețelor emergente

**Iulia Ban**

*Doctorand*

Universitatea de Vest Timișoara

**Abstract.** *The rapid growth of the private pension funds industry has potential quantitative and qualitative effects for the capital markets, especially for the emerging markets. There are several factors that influence the decision to invest on the emerging markets and, in the case the decision to invest on these markets had been taken, there are factors that can highly influence the performance obtained by the pension funds.*

**Key words:** emerging markets; asset allocation; investment regulations; defined benefit plans, defined contribution plans.

## 1. Introducere

Industria fondurilor de pensii a cunoscut o dezvoltare spectaculoasă în ultimul deceniu atât în țările dezvoltate, cât și în cele în curs de dezvoltare. În țările din Grupul celor 7, spre exemplu, fondurile de pensii reprezentau 29% din PIB în anul 1991 și au ajuns la 47% în anul 2003. Îmbătrânirea accelerată a populației în toate țările lumii a dus la creșterea poverii fiscale asupra sistemelor pay-as-you-go, datorită faptului că rata de susținere (raportul dintre numărul pensionarilor și populația activă) a crescut semnificativ și se estimează că, până în anul 2040, în țările Uniunii Europene, acesta va fi dublu față de cel înregistrat în anul 1990.

Neîncrederea în viabilitatea sistemelor pay-as-you-go a determinat autoritățile din majoritatea țărilor să caute modalități alternative de asigurare a bătrâneții cetățenilor lor, pentru că majorarea ratelor de contribuție la sistemele publice de pensii și vârstei normale de pensionare nu se pot realiza dincolo de o anumită limită suportabilă pentru contribuabili. Cea mai des acceptată și utilizată variantă a fost înlocuirea treptată a sistemelor de tip pay-as-you-go cu sisteme private de pensii, astfel încât pensia urmează să fie asigurată din investirea pe piețele de capital a fondurilor acumulate din contribuțiile membrilor planului privat de

pensii. Dintre țările dezvoltate, SUA și Marea Britanie au adoptat într-o măsură mai mare planurile private de pensii decât alte țări cu economie dezvoltată.

Spre deosebire de acestea, țările din America Latină și unele țări din Europa de Est au un anumit avans în procesul de înlocuire a sistemelor publice de pensii cu cele private. Dezechilibrele foarte mari ale bugetului asigurărilor publice de pensii, care nu puteau fi acoperite, au obligat guvernele acestor țări să inițieze reforma sistemului de pensii mai demult. În ceea ce privește valoarea activelor din administrarea fondurilor private de pensii însă, ca procent din PIB, sistemele private de pensii din America Latină și Europa de Est sunt mult în urma Canadei, Marii Britanii sau SUA. Chile, care a inițiat reforma sistemului de pensii în anul 1981, este singura excepție de la această regulă, cu o valoare a activelor fondurilor de pensii reprezentând 50% din PIB în anul 2004. Dezvoltarea industriei fondurilor de pensii are *potențiale implicații profunde pentru piețele de capital emergente*. Activele aflate în administrarea fondurilor private de pensii din țările dezvoltate depășesc cu mult capitalizarea piețelor emergente. Așadar, alocarea permanentă, chiar și a unei

Efectele industriei fondurilor private de pensii asupra piețelor emergente

părți mici din fondurile de pensii pentru clase de active aparținând piețelor emergente, poate avea un efect stabilizator. În țările cu piețe emergente, *industria națională a fondurilor de pensii devine rapid o sursă importantă de finanțare internă și are potențialul de a modela evoluția viitoare a piețelor interne.*

Fondurile de pensii se numără printre cei mai mari investitori instituționali în țările dezvoltate după valoarea activelor pe care le au în administrare. Valoarea fondurilor de pensii din țările dezvoltate depășește însă cu mult capitalizarea pieței din țările cu economie emergentă și, din acest motiv, prin prisma procesului investițional, realizarea de investiții pe piețele emergente poate fi benefică pentru fondurile de pensii din *perspectiva investițiilor pe termen lung (alocarea strategică a activelor)*, dar și din perspectiva *investițiilor pe termen scurt (alocarea tactică a activelor)*.

Alocarea strategică în titluri financiare străine, inclusiv cele aparținând economiilor emergente, este susținută de teoria modernă a portofoliilor inițiată de Markowitz (1952) și Roy (1952). Teoria susține că diversificarea portofoliului pe clase de active cu rentabilități imperfect corelate conduce la creșterea rentabilității totale a portofoliului pentru același nivel al riscului (volatilității) asumat. De asemenea, studiile empirice (Griffin 1998) relevă faptul că diversificarea internațională a portofoliului ajută la protejarea rentabilităților împotriva inflației.

Creșterea investițiilor realizate pe piețele emergente va afecta, cu siguranță, volatilitatea (riscul) claselor de active. Însă nu este foarte clar dacă o va afecta în mod *pozitiv sau negativ*. Pe de o parte, fondurile de pensii care urmăresc o alocare strategică a activelor folosesc, în general, o strategie de cumpărare și păstrare a titlurilor. Deci fondurile de pensii ar putea avea un rol de stabilizare a piețelor emergente. Pe de altă parte însă, în cazul în care deciziile de a investi pe piețele emergente sunt ghidate, în principal, de considerații tactice pe termen scurt, fondurile de pensii se vor comporta ca și alți investitori aflați doar în trecere, care cumpără și vând rapid. Așadar, efectul total asupra volatilității depinde de acea parte a fondurilor de pensii care vede în piețele emergente instrumente de alocare strategică pe termen lung, prin opoziție cu acea parte a fondurilor de pensii care consideră intrarea pe piețele emergente doar din punct de vedere tactic. Statistic vorbind, o mare parte din fondurile de pensii din SUA consideră piețele emergente ca parte a politicii lor de alocare strategică a activelor, în timp ce majoritatea fondurilor de pensii din Europa urmează o abordare oportunistă prin intrarea pe piețele emergente.

## 2. Factori de influență ai participării pe piețele emergente

Nivelul actual al investițiilor pe piețele emergente este destul de scăzut. De exemplu, fondurile de pensii din SUA nu investesc deloc în obligațiuni de pe piețele

emergente, iar volumul investițiilor realizate în acțiuni reprezintă aproximativ 1% din valoarea totală a activelor. Din perspectiva alocării strategice există un număr de factori care determină proporția în care fondurile de pensii vor investi în titluri financiare ale piețelor emergente. Între aceștia, cei mai importanți sunt: aversiunea față de risc a administratorilor fondurilor de pensii, tipul planurilor de pensii – planuri cu contribuții determinate sau planuri cu beneficii determinate – cerința de a urma practici investiționale responsabile, reglementările investiționale și necesitatea acoperirii deficitelor înregistrate anterior.

Fondurile de pensii din țările dezvoltate s-au confruntat cu deficite financiare importante în ultimii ani și, de aceea, administratorii fondurilor de pensii s-au văzut nevoiți să crească rentabilitatea portofoliilor lor. Acest fapt a determinat multe fonduri de pensii să își mărească volumul *investițiilor tactice* pe piețele emergente.

*Aversiunea față de risc a administratorilor fondurilor de pensii.* Apariția repetată a crizelor financiare pe piețele emergente a întărit ideea că piețele emergente sunt extrem de volatile. Prin urmare, administratorii fondurilor de pensii sunt circumspecți în a investi pe piețele emergente de frica unor pierderi substanțiale pe termen scurt.

*Planurile de pensii cu contribuții determinate și planurile de pensii cu beneficii determinate.* Existența programelor de pensii cu beneficii determinate, care plasează riscul în seama sponsorului planului de pensii, îndeamnă la și mai multă prudență și la adoptarea unor strategii conservatoare de construire a portofoliilor (Kimmis, 2002).

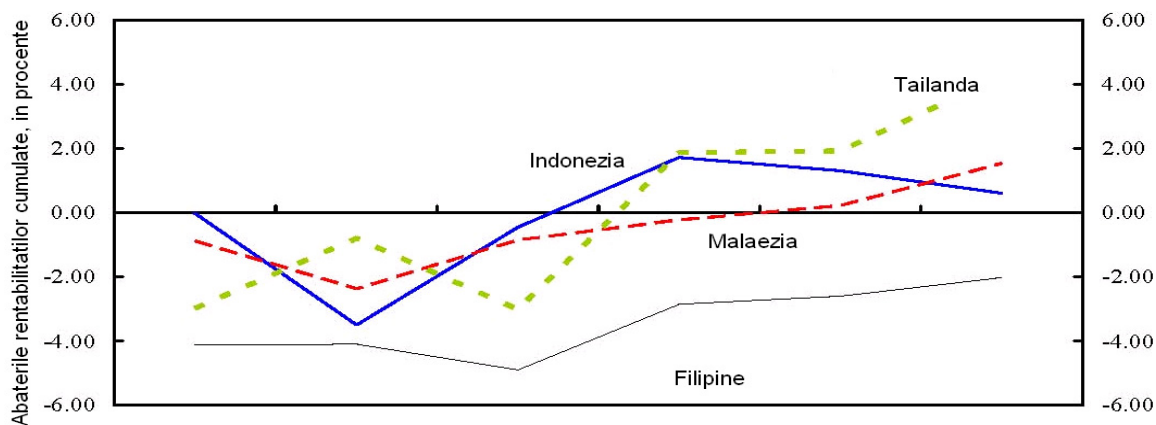
Spre deosebire de planurile cu beneficii determinate, în planurile cu contribuții determinate totul depinde de rentabilitatea portofoliului. Indiferent dacă alocarea activelor este hotărâtă de sponsorul planului de pensii sau de membrii planului, riscul investițional este suportat, în exclusivitate, de beneficiarul planului de pensii. Din acest motiv, cea mai potrivită strategie investițională o constituie maximizarea rentabilității portofoliului pentru un nivel acceptat al riscului. Prin urmare, planurile de pensii cu contribuții determinate vor investi mai mult în titluri financiare străine și ale piețelor emergente.

*Necesitatea de a urma practici investiționale responsabile.* Decizia de a investi pe piețele emergente este influențată și de alți factori, în afară de cei economici. De la distanță, cel mai important dintre ei este cerința ca fondurile de pensii să investească doar în anumite „țări agreeate” care îndeplinesc condiția de investiții „responsabile din punct de vedere social”. Această cerință reduce atractivitatea piețelor emergente și impune constrângeri suplimentare în ceea ce privește tipul și numărul claselor de active financiare pe care le are la dispoziție administratorul fondului de pensii.

Reperete impuse pentru investițiile social-responsabile au potențialul caracter de a pedepsi pe nedrept anumite

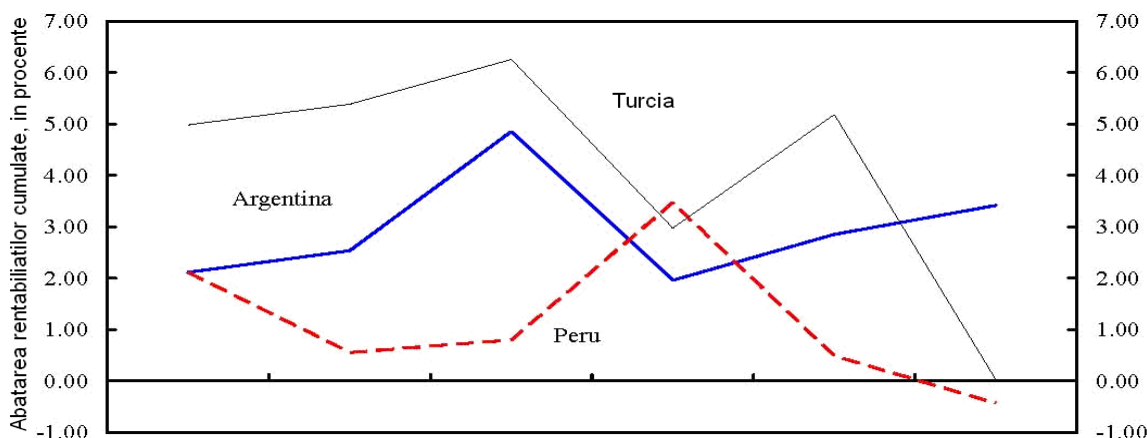
companii pentru simplul motiv că au sediul în țări neagreate. Mai mult, există suspiciunea că excluderea anumitor țări cu piețe emergente neagreate din considerente etice poate conduce la reducerea semnificativă a investițiilor străine în respectivele țări. Includerea sau excluderea de pe lista țărilor agreate poate influența piața de capital a țării respective cu toate că strategia de investiții a fondurilor de pensii pe piața respectivă poate să se realizeze pe perioade scurte, de până la un an. Impactul pe care îl are asupra prețurilor decizia unui fond de pensii de a-și retrage investițiile de pe o anumită piață poate fi cuantificat utilizând analiza abaterilor rentabilităților cumulate, adică a rentabilităților superioare rentabilității medii a anului precedent, pe o perioadă scurtă de timp, imediat următoare momentului anunțului. Dacă rentabilitățile cumulate sunt negative, atunci anunțul privind retragerea de pe o anumită piață a avut un efect negativ și invers.

Un exemplu elocvent în acest sens îl constituie cel al fondului de pensii CALPERS (California Public Employees' Retirement System) din SUA, care în data de 22 februarie 2002 a anunțat că se va retrage de pe piețele din Indonezia, Malaiezia, Filipine și Tailanda, după ce aceste țări nu au reușit să îndeplinească condițiile pentru investiții. Impactul asupra piețelor locale pe termen scurt este redat în figura 1. În urma anunțului, în toate aceste țări, piețele financiare au reacționat imediat, înregistrând scăderi semnificative în zilele imediat următoare anunțului. Scăderea s-a datorat temerii că și alți investitori instituționali străini vor urma CALPERS, dar piețele financiare și-au revenit, în general, după două sau trei zile. Filipine a fost cazul singular în care efectele anunțului s-au făcut simțite o lună de la data de 22 februarie 2002. Mai recent însă, Argentina, Peru și Turcia au fost excluse și ele de pe lista țărilor agreate, la data de 12 februarie 2004, dar, în acest caz, anunțul făcut nu a avut efecte negative asupra piețelor de capital din aceste țări, așa cum se poate observa din figura 2.



Sursa: Chan-Lau (2004).

Figura 1. Impactul retragerii Fondului CALPERS de pe piețele asiatice



Sursa: Chan-Lau (2004).

Figura 2. Impactul retragerii Fondului CALPERS din Turcia, Argentina și Peru

*Reglementările investiționale.* Acestea nu par să reprezinte un impediment major în calea realizării de investiții pe piețele emergente. Un studiu recent al OCDE

arată că doar Germania și Italia au impus limite restrictive în ceea ce privește investițiile în active străine. În Germania, spre exemplu, fondurile de pensii pot investi cel mult 10%

din activele lor în titluri financiare aparținând unor țări din afara Uniunii Europene. În Italia, plafonul maxim pentru investiții în titluri financiare aparținând unor țări din afara Uniunii Europene este de 5%. Fondurile de pensii pot investi până la 50% din fondurile de care dispun în titluri financiare aparținând piețelor emergente membre ale OCDE cum sunt Mexic, Coreea și unele țări în curs de aderare la Uniunea Europeană. La capătul celălalt se află țări precum Japonia, Marea Britanie, SUA, țări care dețin împreună majoritatea activelor fondurilor de pensii și care nu impun limite cantitative pentru investițiile realizate pe piețele emergente.

Țările care nu au stabilit plafoane la investițiile în titluri străine merg pe principiul *regulii investitorului prudent*. Această regulă presupune ca administratorii fondurilor de pensii să ia decizii privind construirea portofoliilor bazându-se pe practicile investiționale ale majorității investitorilor instituționali care manifestă prudență în strategia investițională. Această categorie de investitori instituționali cuprinde societățile de asigurări, fondurile mutuale, societățile de investiții. Așadar, regula investitorului prudent oferă fondurilor de pensii un spectru larg de posibilități de construire a portofoliilor, dându-le posibilitatea să aleagă dintr-o gamă largă de titluri financiare, inclusiv unele aparținând piețelor emergente. Urmând regula investitorului prudent, administratorul fondului de pensii poate investi practic aproape oriunde, dar în practică se întâmplă exact contrariul, iar politica investițională este responsabilă pentru similitudinile existente între portofoliile diferitelor fonduri de pensii, așa cum se poate observa din tabelul de mai jos.

Piețele mature

Tabelul 1

	Titluri financiare naționale (%)	Titluri financiare străine (%)
<b>Piețele mature</b>		
Marea Britanie	RIP	RIP
SUA	RIP	RIP
Germania <sup>(1)</sup>	30	20
Japonia	30	30
Canada	fără limită	30
Franța		
Italia	RIP	20
<b>Piețele emergente</b>		
Argentina	49	10
Brazilia	50	0
Chile	39	30
Columbia	30	10
Mexic	0	10
Peru	35	8
Ungaria	50	5
Polonia	50	30
Hong Kong <sup>(2)</sup>	fără limită	fără limită
Singapore	RIP	RIP

Sursa: OCDE-Rapoarte anuale (2001) și Roldos (2003)

<sup>(1)</sup> 6% în acțiuni străine din țări din afara UE, 5% în obligațiuni din țări în afara UE

<sup>(2)</sup> cel puțin 30% din active trebuie investite în titluri financiare denumite în dolari Hong Kong.

*Acoperirea deficitelor.* Fondurile de pensii care trebuie să acopere deficite bugetare anterioare sunt presate să acopere aceste deficite și au tendința de a investi, mai mult decât alte fonduri, pe piețele emergente, pentru că aici există posibilitatea înregistrării unor rentabilități potențiale mai mari decât pe piețele mature. Performanțele mai slabe înregistrate de piețele financiare mature comparativ cu piețele emergente în perioada 2002-2003 au condus la o deplasare tactică a investitorilor de pe piețele dezvoltate către piețele emergente, dar fluxurile de capital asociate acestei conjuncturi duc la creșterea volatilității claselor de active de pe piețele emergente.

### 3. Efectele participării fondurilor de pensii asupra piețelor locale de capital

*Fondurile private de pensii*, prin eliminarea statului din procesul economisirii pentru pensie, contribuie la creșterea ratei economisirii, sprijină dezvoltarea sectorului investitorilor instituționali și a volumului activelor din administrarea acestora, precum și consolidarea sectorului investitorilor naționali. Întărirea sectorului investitorilor naționali, la rândul său, a condus la dezvoltarea piețelor financiare naționale. Dar creșterea activelor fondurilor de pensii a depășit creșterea piețelor financiare din America Latină și Europa de Est, iar această situație ridică o problemă serioasă pentru administratorii fondurilor de pensii, care trebuie să administreze un risc de portofoliu concentrat în câteva titluri financiare private și obligațiuni publice.

*Creșterea rapidă a activelor din administrarea fondurilor de pensii a constituit o coordonată majoră a procesului de dezvoltare a piețelor de capital locale.* Creșterea piețelor de capital în țările în curs de dezvoltare a mers în paralel cu creșterea piețelor de capital din țările dezvoltate. Această creștere paralelă a ambelor tipuri de piețe se datorează în principal creșterii instituționalizării funcției de administrare a activelor.

Fondurile de pensii din America Latină și Europa de Est dețin poziții comparabile de titluri financiare cu venit fix, în special de titluri de stat denumite în monedele naționale (FIAFP 2003). Partea covârșitoare a portofoliilor fondurilor de pensii din aceste țări este formată din titluri de stat, a căror proporție ajunge până la 70% în țări ca Malaiezia și Polonia, 80% în Argentina, Mexic, India și chiar 90% în Ungaria. În Filipine, ponderea titlurilor de stat cu venit fix în ultimul deceniu a fost de aproximativ 40% din totalul portofoliilor fondurilor de pensii.

Creșterea adâncimii și lichidității sectorului obligațiunilor de stat a ajutat la stabilirea unor curbe de randament denumite în monedele naționale. Aceste

curbe de randament, folosite ca repere, au condus, la rândul lor, la dezvoltarea sectorului obligațiunilor private pe piețele locale. Statistic, emisiunea de obligațiuni private pe piețele interne a depășit emisiunea de obligațiuni internaționale din 1997 încoace. Însă valoarea obligațiunilor private emise este mică comparativ cu piețele locale de obligațiuni publice (IMF 2002). Lichiditatea scăzută, evaluarea necorespunzătoare a riscului de credit, contractele de garanție scumpe au stânenit creșterea sectorului obligațiunilor corporatiste. De asemenea, dobânzile mici practicate la împrumuturi de băncile din Ungaria și Polonia au contribuit și ele la neatractivitatea emisiunilor de obligațiuni corporatiste în aceste țări.

*Fondurile de pensii au avut un rol limitat în dezvoltarea piețelor locale de acțiuni și responsabili pentru acest fapt sunt doi factori principali. Primul dintre ei este acela că fondurile de pensii administrează cantități mari de active financiare comparativ cu flotațiile normale ale acțiunilor companiilor locale. În cazul majorității piețelor emergente, numai câteva titluri financiare ale unor companii foarte bine cotate îndeplinesc condițiile fondurilor de pensii privind calitatea și limitele deținerilor în portofolii ale unui singur emitent. În Polonia, spre exemplu, 75% din acțiunile deținute în portofolii sunt concentrate în 15 companii. Cel de-al doilea factor este acela că, în unele țări, reglementările privind funcționarea fondurilor de pensii impun anumite limite cantitative privind deținerea de acțiuni în portofolii, cum este cazul Mexicului, unde fondurile de pensii nu pot deține deloc acțiuni în portofoliile lor.*

Volumul mic al emisiunilor de titluri financiare private (acțiuni și obligațiuni corporatiste) a condus la apariția unei probleme pentru fondurile de pensii din Europa de Est și America Latină, și anume *creșterea rapidă a activelor fondurilor de pensii a depășit repede oferta de titluri financiare de pe piețele locale*. Prin urmare, administratorii fondurilor de pensii se găsesc în situația imposibilității realizării unei diversificări optime a portofoliului. Mai mult, portofoliile fondurilor de pensii au tendința de a deține ponderi prea mari de active investite în titluri publice în detrimentul celor private.

*Creșterea rapidă a activelor din administrarea fondurilor de pensii a afectat piața acțiunilor și în mod negativ. Aceste piețe au devenit ținta fluctuațiilor rapide de curs ale titlurilor, pe măsură ce un volum tot mai mare de fonduri trebuia investit într-un număr determinat de titluri. De asemenea, volumul tranzacțiilor pe piață a scăzut substanțial pentru că fondurile de pensii cumpără active pe care să le păstreze în portofolii o anumită perioadă de timp și, în acest fel, partea de titluri rămase pe piață pentru tranzacționare a scăzut foarte mult.*

*Factorii conjuncturali* au complicat și mai mult lucrurile acționând și ei împotriva cererii crescânde de titluri financiare de pe piețele naționale. De exemplu, în țările în curs de aderare la Uniunea Europeană oferta de obligațiuni de stat se va reduce, pe termen mediu, pe măsură ce statele respective își vor reduce deficitele bugetare, cu scopul de a adopta moneda euro. În Asia de Est fondurile de economii pentru pensii nu au contribuit în mod decisiv la dezvoltarea piețelor locale de capital, în ciuda faptului că administrează importante cantități de fonduri. Strategia investițională în aceste țări este foarte conservatoare, având ca rezultat faptul că investițiile se concentrează masiv în titluri publice. Ba mai mult, administrarea centralizată a fondurilor de pensii poate chiar împiedica dezvoltarea unei piețe competitive a acestora.

#### **4. Factorii determinanți ai performanței investițiilor pe piețele emergente**

Principalii factori de influență a performanței investiționale pot fi grupați în trei categorii: *reglementările investiționale, practicile investiționale și capacitatea administratorilor de fonduri de pensii de a-și diversifica portofoliile în străinătate.*

*Reglementările investiționale.* În majoritatea țărilor cu piețe emergente, reglementarea fondurilor private de pensii se face impunând limite cantitative în ceea ce privește investițiile. Autoritățile din aceste țări merg pe principiul că impunerea unor limite cantitative în privința investițiilor protejează mai bine drepturile viitorilor pensionari decât regula investitorului prudent. Restricțiile privind investițiile urmăresc să asigure o diversificare minimă a portofoliului și evitarea realizării de investiții în activele sponsorului planului de pensii. Cu cât titlurile în care se investește sunt mai volatile, cu atât sunt mai restrictive limitele impuse (tabelul 1). De exemplu, majoritatea fondurilor de pensii nu au voie să investească deloc în derivate financiare datorită faptului că acestea sunt considerate foarte riscante și complexe. Chile constituie – și în acest caz – excepția de la regulă, fondurile de pensii din această țară participând activ pe piețele de derivate financiare ale cursurilor valutare și ratelor dobânzilor. Exemplul dat de Chile a fost urmat de Mexic, care a permis, începând din anul 2004, fondurilor de pensii să intre pe piețele derivatelor financiare, iar în prezent se preconizează măsuri similare pentru Polonia și Ungaria.

Tot din tabelul 1 se poate observa că există restricții severe și în ceea ce privește posibilitatea fondurilor de pensii de a investi peste hotare. Această măsură este dictată de faptul că autoritățile de reglementare a fondurilor de pensii din majoritatea țărilor apreciază că

administratorii fondurilor de pensii nu pot administra așa cum trebuie riscul valutar asociat investițiilor în străinătate. Dar răspunzător în și mai mare măsură pentru această reglementare strictă este faptul că, în majoritatea țărilor, există convingerea fermă din partea statului, dar și a opiniei publice, că volumul – și așa redus – de resurse financiare interne trebuie investit în țară. Un exemplu concludent în acest sens este faptul că majoritatea fondurilor de pensii din Asia nu au voie să investească deloc în titluri financiare străine.

Cu toate că impunerea limitelor cantitative în privința investițiilor are avantajele ei, există câteva *argumente solide împotriva utilizării acestor limite* cantitative ca instrument de reglementare a fondurilor de pensii. Un prim argument este acela că limitele cantitative asupra investițiilor pot duce la o *alocare suboptimală* a portofoliului restrângând considerabil alternativele la dispoziția administratorilor. Limitele cantitative asupra investițiilor presupun, de asemenea, ca *activele să fie evaluate în funcție de nivelul individual de risc* în loc să fie apreciate din punctul de vedere al contribuției lor la riscul agregat al portofoliului. Pe lângă argumentele enumerate mai sus, mai trebuie menționat și faptul că *limitele investiționale sunt inflexibile* și nu se pot adapta ușor la schimbările rapide care se produc pe piețele financiare sau la modificările structurale ale acestora.

Un alt argument împotriva utilizării limitelor cantitative în privința investițiilor este acela că ele *nu sunt aplicate în mod egal titlurilor emise de companii private și a celor emise de instituțiile statului*. În consecință, investițiile fondurilor de pensii sunt polarizate către titluri financiare publice în detrimentul unei alocări optime a portofoliului. Tratatamentul inegal aplicat titlurilor financiare private și publice a condus la dezvoltarea și adâncirea sectorului piețelor obligațiunilor publice. Această dezvoltare s-a produs în detrimentul rentabilității portofoliilor și împiedicând dezvoltarea pieței obligațiunilor emise de companii private.

Pe lângă limitele cantitative, în țările din America Latină și Europa de Est, au fost întreprinse și alte măsuri menite să protejeze economiile pentru pensie ale participanților la fondurile de pensii. De departe, cea mai utilizată dintre ele este *necesitatea obținerii unor rentabilități minime ale portofoliilor*. De asemenea, obligativitatea *publicării periodice a valorii de piață a activelor* fondurilor de pensii reprezintă și ea o practică frecventă a autorităților de reglementare a fondurilor de pensii.

*Practicile investiționale*. Spre deosebire de fondurile de pensii din țările dezvoltate, cele din țările cu piețe emergente iau decizii interne în privința alocării activelor fără a apela la consultanți externi. Mai mult, în fondurile de pensii administrate de instituții financiare private

există o delimitare foarte precisă între administratorii activelor fondurilor de pensii și administratorii altor tipuri de active.

În țările din America Latină și Europa de Est, impunerea rentabilităților minime garantate și a obligativității publicării frecvente a valorii de piață a fondului a indus un anumit comportament în rândul administratorilor de fonduri, și anume ei încearcă să se copieze unul pe altul, să construiască portofolii similare, din dorința de a reduce cât mai mult riscul obținerii unor performanțe mai mici decât media pe țară. Din dorința de a păstra participanții la fondul de pensii și de a împiedica migrarea lor către alte fonduri, administratorii pun accent mai mare pe rezultatele pe termen scurt în detrimentul celor pe termen lung, așa cum s-a întâmplat în cazul Ungariei și Poloniei. Activele financiare mai riscante, dar aducătoare de rentabilități mai mari, sunt și ele lăsate deoparte de administratorii fondurilor de pensii pentru că sporesc volatilitatea rentabilității totale a portofoliului.

*Investițiile în străinătate*. Limitele cantitative impuse în ceea ce privește investițiile în titluri financiare autohtone și impactul negativ pe care acestea îl au asupra diversificării portofoliului ridică problema necesității creșterii plafoanelor maxime pentru investițiile în titluri străine. Însă autoritățile naționale de reglementare a fondurilor de pensii manifestă o anumită reticență în promovarea investițiilor peste hotare, având în vedere puțina experiență în administrarea riscului a administratorilor din industria fondurilor de pensii. În Mexic, de exemplu, autoritatea de reglementare nu permite fondurilor de pensii să investească în fonduri mutuale internaționale pentru că acest fapt presupune adăugarea unor taxe de administrare suplimentare celor existente deja. De asemenea, monitorizarea poziției fondurilor de pensii ar fi mult mai dificilă pentru că ar presupune și cunoașterea poziției investiționale a fondurilor mutuale.

Autoritățile naționale de reglementare a funcționării fondurilor de pensii din țările cu piețe emergente sunt interesate să păstreze capitalurile locale pe piețele naționale respective. În Singapore, spre exemplu, deși reglementările investiționale se bazează pe principiul investitorului prudent, fondurile obligatorii de economii pentru pensii investesc în exclusivitate în obligațiuni de stat netranzaționabile. Această stare de fapt ridică probleme privind transparența și răspunderea privind deciziile investiționale. Un alt exemplu este Hong Kong, unde fondurile de pensii sunt obligate să investească 30% din valoarea activelor din administrare în titluri financiare denumite în moneda națională.

Experiența în domeniu înregistrată în Columbia arată faptul că eliminarea restricțiilor privind investițiile peste hotare nu este suficientă pentru a asigura o diversificare

optimă a portofoliului, în absența unor măsuri complementare. Începând cu luna aprilie 2002, fondurile de pensii din Columbia au primit dreptul de a investi 10% din volumul activelor din administrare în fonduri mutuale internaționale. Dar teama de a nu obține rentabilitățile minime dorite i-a determinat pe mulți dintre administratorii fondurilor de pensii să evite investițiile în străinătate.

Slaba experiență în domeniu a administratorilor fondurilor de pensii are și ea o influență negativă în ceea ce privește creșterea proporției portofoliului investit în titluri străine. Spre exemplu, dintre țările cu piețe emergente, Ungaria este țara în care reglementările legale permit fondurilor de pensii să investească 30% din valoarea portofoliului lor în active străine. În ciuda acestui fapt, valoarea efectivă a alocărilor de active în titluri străine este de 5%.

## 5. Concluzii

Concluzionând, putem spune că există *trei factori* care conduc la creșterea alocărilor de fonduri din partea țărilor cu economie dezvoltată către piețele emergente. *Primul* este acela că se înregistrează de mult o tendință accentuată de trecere de la planurile de pensii cu beneficii determinate către planurile cu contribuții determinate. Cauza care a condus spre această modificare este subfinanțarea cronică a planurilor cu beneficii determinate care, la rândul său, a fost determinată de scăderea bruscă a cursurilor acțiunilor de la sfârșitul anilor '90. Efectul acestei crize a fost că sponsorii planurilor de pensii au transferat riscul investițional asupra angajaților lor. Pe măsură ce crește tot mai mult numărul planurilor de pensii cu contribuții determinate, trebuie analizate mai atent strategiile investiționale bazate pe maximizarea rentabilităților în condiții date de risc asumat, în defavoarea strategiilor de minimizare a riscului în condițiile unor rentabilități minime așteptate. Experiența practică înregistrată în SUA arată că trecerea de la planurile de pensii cu beneficii determinate către planurile de pensii cu contribuții determinate se poate face crescând proporția alocărilor de active pe piețele străine, inclusiv cele emergente, având potențiale efecte favorabile asupra acestora.

În *al doilea rând*, schemele publice de pensii de tip pay-as-you-go din întreaga lume sunt supuse unor presiuni datorită scăderii ratelor natalității și creșterii speranțelor medii de viață. Politicile de pensionare anticipate practicate în țările membre la OCDE au agravat și mai mult problema subfinanțării sistemelor lor de pensii. Așadar

există presiuni tot mai numeroase pentru reformarea sistemelor publice de pensii și trecerea către sisteme private de pensii. Această schimbare va duce la creșterea cererii de titluri financiare, tendință care poate produce efecte favorabile pe piețele emergente.

În *ultimul rând*, fondurile private de pensii se confruntă cu deficite de finanțare substanțiale, determinate de structura alocării activelor lor pe piețele de capital ale țărilor dezvoltate în a doua jumătate a anilor '90. În consecință, administratorii fondurilor de pensii privesc spre piețele emergente ca înspre o potențială sursă de creștere a profiturilor. Reversul medaliei este faptul că fluxurile de capital care se îndreaptă spre piețele emergente devin din ce în ce mai volatile, pe măsură ce crește numărul și volumul strategiilor de alocare tactică a activelor. Provoacărilor la care sunt supuse fondurile de pensii din America Latină și Europa de Est sunt cauzate, în principal, de creșterea bruscă a activelor din administrare în industria fondurilor de pensii. Piețele autohtone de capital nu au capacitatea să absoarbă cantități tot mai mari de fonduri provenind de la planurile de pensii și, prin urmare, aceste piețe au devenit din ce în ce mai vulnerabile la fluctuațiile bruște ale cursurilor titlurilor financiare, pe măsură ce crește în mod continuu cererea pentru aceste titluri. Vulnerabilitatea portofoliilor fondurilor de pensii crește și datorită faptului că portofoliile sunt constituite din obligațiuni de stat și titluri financiare emise de un număr restrâns de companii private.

Creșterea rapidă a activelor din administrarea fondurilor de pensii poate avea *potențiale efecte cantitative și calitative* pentru piețele locale de capital, însă măsura în care vor răspunde aceste piețe rămâne încă incertă. Diferențele mari existente între țări fac dificilă formularea unui set unic de recomandări, dar există câteva linii mari de politică în acest domeniu, aplicabile mai multor țări care au început reforma sistemelor de pensii. În primul rând, experiența din Chile demonstrează că este de dorit o abordare graduală a îmbunătățirilor cadrului de reglementare a funcționării fondurilor de pensii. Este esențial însă să se facă un efort concomitent în direcția îmbunătățirii supravegherii activității fondurilor de pensii și în direcția acordării de timp suficient administratorilor fondurilor de pensii de a se obișnui și cunoaște noile produse financiare și tehnici de administrare a riscului. În al doilea rând, o relaxare a restricțiilor și limitelor privind investițiile în străinătate duce la o relaxare a controlului asupra fluxurilor de capital spre exterior, iar efectele macroeconomice ale unei asemenea măsuri trebuie evaluate corect.

---

**Bibliografie**

---

- Chan-Lau, Jorge, A., „Pension Funds and Emerging Markets”, IMF Working Paper, September 2004
- Federacion Intenacional de Administradoras de Fondos de Pensiones, *Informe Semestral Numero 14*, 2003
- Griffin, M.W., „A Global Perspective on Pension Fund Asset Allocation”, *Financial Analysts Journal*, vol. 54, 1998, pp. 60-68
- Holzman, R., Stiglitz, J., Fox, Louise, James, Estelle, Orszag, P., R., *Toward Sustainable Pension Systems in the 21 th Century, New Ideas about Old Age Security*, World Bank, Washington D.C., 2001
- International Monetary Fund, *Annual Report*, 2002
- Kimmis, Jenny, Gottschalk, R., Armendariz, Edna, Griffith-Jones, Stephany, „UK Pension Fund Investment and Developing Country Assets”, *Working Paper*, Institute of Development Studies Sussex, 2002
- Markowitz, H., „Portfolio Selection”, *Journal of Finance* 7, 1952, pp.77-91
- Pinera, J. (2000), *Clopoțelul pisicii*, Editura Expert, București
- Roldos, J. E., „Pension Reform, Investment Restrictions and Capital Markets”, *IMF Working Paper*, September, 2003
- Roy, A.D., „Safety First and the Holding of Assets”, *Econometrica*, vol.20, 1952, pp. 431-449