

ASIGURĂRI & PENSII

# primm

SUPLIMENT DE PENSII PRIVATE

Anul XVII-(141) Ianuarie 2015

2,82%  
din PIB



6.2  
milioane  
participanți  
la PII



11%  
randament  
financiar  
anual de la  
lansare pînă  
în prezent

4,25  
miliarde  
euro  
active totale

950 EUR  
valoarea medie a  
contului pentru  
participanții  
cu contribuții  
constante



## SWOT

Un sistem care și-a  
demonstrat calitățile

## Interviu

**Raluca ȚINTOIU,**  
Presedinte APAPR  
CEO ING Pensii

## România

Investitori strategici  
pentru România

## CEE

Pensionarii de mîne  
plătesc deficitul de azi?

Număr special  
realizat cu sprijinul



## SWOT

Un sistem care și-a  
demonstrat calitățile ..... 1



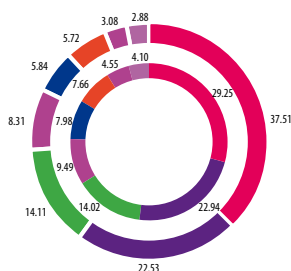
## Interviu

Raluca ȚINTOIU,  
Președinte APAPR, CEO,  
ING Pensii ..... 4



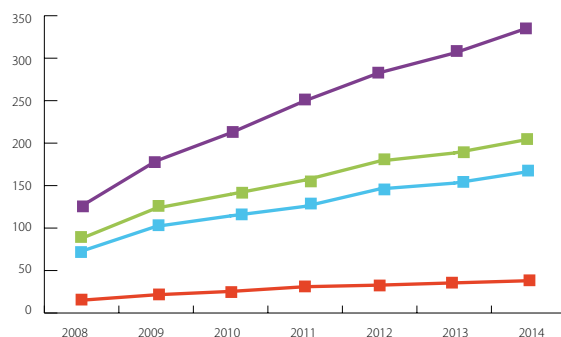
## Romania

Pilon II - Bilant real pozitiv ..... 7



## Romania

Pilon III - 2014 – primele semne de relansare ..... 9



Un semestru profitabil ..... 11

Investitori strategici pentru România ..... 12

## CEE

Pensionarii de mâine plătesc deficitele de azi? ..... 16

Pilonul II – Ungaria:

Cronica unei morți anunțate? ..... 17

Polonia – schimbare forțată de traiectorie în pensii ..... 21



## EDITOR IN CHIEF

Alex. ROȘCA

## EDITORIAL DIRECTOR

Daniela GHEȚU

## COORDINATING EDITOR

Vlad BOLDIJAR

## EDITORS

Oleg DORONCEANU, Mihai CRĂCEA

Andreea RADU, Olesia ADONEV

## EDITORIAL SECRETARY

Adina TUDOR

## CONSULTANTS

Mihaela CIUNCAN, Cristina DUCULESCU

## ART Director

Claudiu BĂJAN

## Graphic Designer

Sabin VĂNĂ

## ADVERTISING

Cătălin ENACHE, Mobile: 0762 697 066

## SUBSCRIPTIONS

Dana ZAHARIA

## PRESIDENT

Sergiu COSTACHE

## CEO

Adriana PANCIU

## MANAGING PARTNER

Alexandru D. CIUNCAN

## DEVELOPMENT DIRECTOR

Mihaela CÎRCU

## CUSTOMER RELATIONS DIRECTOR

Georgiana OPREA

## PR COORDINATOR

Oana RADU

## XPRIMM TV Coordinator

Camelia ANGELESCU

## TECHNICAL SUPPORT

Octavian GRIGOR - IT Coordinator

Dorin PALADE, Cosmin ARMĂȘESCU

Loredana MANOLACHE, Florin TURICĂ,

George MARE, Tatiana MANEA

## Head of Accounting Department

Geta HOGEA

## PREPRESS and PRINTING

MasterPrint Super Offset - Phone: +4 021 223

04 00

# Un sistem care și-a demonstrat calitățile



Daniela GHEȚU  
Editorial Director

Ponderea activelor nete administrate în sectorul pensiilor private din România în Produsul Intern Brut a atins la finele anului 2013, potrivit raportului ASF, valoarea de 2,35%, valoare care a crescut după primele 9 luni ale anului 2014 la 2,82%. Spre comparație, ponderea activelor deținute de companiile de asigurări se ridică la 2,92%, la sfârșitul lui 2013, în timp ce gradul de penetrare al asigurărilor, calculat ca pondere a primelor brute subscrise în PIB, era de 1,29%, în scădere abruptă față de anii pre-criză, când se apropiase de pragul de 2%.

În paralel, capitalizarea bursieră a marcat cel mai ridicat nivel din ultimii 6 ani, urcând la o pondere de 12,54%, în timp ce activele administrate de organismele de plasament colectiv reprezentau 5,7% din PIB. Merită remarcat în acest context faptul că segmentul pensiilor private este cel mai tânăr în peisajul instituțiilor financiare non-bancare din țara noastră, cu o "istorie" de numai 6 ani. Mai trebuie spus totodată că, în termenii evoluției, este singurul care a demonstrat o dinamică permanent pozitivă.

În acest context, ne-am propus să recapitulăm în acest supliment câteva dintre coordonatele principale ale evoluției acestui sistem și să aruncăm o privire asupra perspectivelor sale, așa cum se conturează ele la început de an 2015.

2,82%  
din PIB

11%  
randament  
financiar  
anual de la  
lansare pînă  
în prezent

cu  
constanță

Cu un total al activelor în administrare ce depășește 4,5 miliarde euro, piața pensiilor private a devenit – așa cum demonstrează și cifrele din preambulul acestui articol -, un actor relevant în peisajul serviciilor financiare din România – relevant prin dimensiune, prin capacitatea de investire și, nu mai puțin important, prin imaginea nepătată. La finalul anului trecut, care în acest domeniu pare să fi trecut fără a produce niciun fel de surprize, am solicitat profesioniștilor pieței de specialitate să contribuie la realizarea unei evaluări a stării actuale a sistemului de pensii private, cu plusurile și minusurile sale.

Stabilitatea și evoluția sistemului sunt, fără îndoială, punctele forte care se regăsesc în opiniile tuturor celor intervieuați. În plus, nu poate fi trecută cu vederea eficiența financiară a fondurilor de pensii, care au reușit să obțină randamente investiționale real pozitive pe tot parcursul perioadei, chiar dacă, pentru a se asigura siguranța sistemului, legislația în vigoare determină o atitudine investițională destul de conservatoare din partea acestora.

Legislația prudențială, care oferă un mix rezonabil de risc – garanții pentru participanți, alături de calitatea operatorilor din piață și cooperarea armonioasă cu instituțiile statului

implicate în domeniu, au făcut ca sistemul de pensii private să funcționeze fără niciun fel de sincope, oferind o alternativă reală de finanțare la pensie pentru cei care se vor retrage din activitate peste 30 – 35 de ani.



Crinu ANDĂNUȚ  
Member of the Supervisory Board SIF3 TRANSILVANIA

Sistemul a făcut dovada solidității, profitabilității și stabilității sale și se bucură pe bună dreptate de încrederea publicului.

În plus, în contextul economic românesc, fondurile de pensii și-au câștigat deja statutul de investitori instituționali strategici, cu o contribuție semnificativă la finanțarea economiei, atât prin plasamentele pe Bursa de Valori București, cât și ca principali clienți ai trezoreriei statului, prin cumpărarea în portofoliu de titluri de stat.

## Decizia politică, un risc de neignorată

Totuși, chiar dacă sistemul de pensii a avut o evoluție stabilă și pozitivă, există încă o serie de imperfecțiuni care pot afecta performanța acestuia și, la limită, chiar șansele de a-și îndeplini misiunea sa socială, aceea de a furniza o pensie suplimentară semnificativă participanților la fondurile de pensii. Între acestea, profesioniștii pieței citează



Mihai COCA-COZMA  
CEO METROPOLITAN LIFE Pensii

Fondurile de pensii administrează active de peste 4 miliarde euro, ceea ce face din ele jucători importanți pe piața financiară. De altfel, fondurile sunt principalii clienți ai trezoreriei statului, prin cumpărarea în portofoliu de titluri de stat

### Puncte tari

- » sistem stabil, funcționare în parametri, fără sincope sau evenimente negative majore
- » legislație prudențială, un mix rezonabil de risc-garanții pentru participanți
- » randamente investiționale foarte bune, în pofida traversării crizei economico-financiare
- » fondurile de pensii au un rol tot mai mare în dezvoltarea economiei reale

### Oportunități

- » creșterea contribuțiilor la PII prin respectarea calendarului legislativ existent
- » promovarea legii de plată a pensiilor private
- » flexibilizarea normei ASF de investiții pentru fondurile de pensii
- » reducerea costurilor și a birocrăției ASF
- » continuarea dezvoltării PIII (inclusiv prin majorarea deductibilității fiscale)

### Puncte slabe

- » dependența ridicată de factorul politic (risc legislativ)
- » lipsa unei legi de plată a pensiilor private (risc în relația cu participanții, lipsa de încredere)
- » nivel încă redus al contribuției la PII (acumulare lentă, nespectaculoasă)

### Amenințări

- » inițiative legislative adverse pe tema contribuției / participare / garanții / costuri sistem
- » presiuni politice divergente: mai multe garanții vs. mai multe investiții directe în economie
- » context extern nefavorabil (Ungaria, Polonia)
- » grad scăzut de educație financiară a populației

un anumit grad de supra reglementare ce încarcă suplimentar costurile de funcționare ale sistemului și limitează excesiv opțiunile investiționale ale fondurilor de pensii. În plus, rata de colectare, stabilizată în ultimii ani la un nivel de circa 60% în Pilonul II și chiar mai jos în Pilonul III, unde mulți angajatori și-au suspendat contribuțiile plătite în beneficiul angajaților, ca și lipsa informațiilor cu privire la motivele de neplată, reduc predictibilitatea fluxurilor financiare cu care operează fondurile de pensii, îngreunându-le activitatea.



Marius RAȚIU,  
CEO, AEGON  
Pensii

Sistemul de pensii private oferă o alternativă reală pentru cei care vor ieși la pensie peste 30-35 de ani. Tocmai de aceea dezinteresul aproape general al clienților trebuie să ne preocupe.

Dincolo de imperfecțiunile tehnice însă, două sunt punctele slabe cu adevărat importante:

» valoarea redusă a contribuțiilor care, pentru a permite acumularea unui volum de active cu adevărat adecvat pentru constituirea unei pensii suplimentare suficient de consistente, ar trebui să se apropie de 10% din venitul salarial, în loc de plafonul maxim de 6% prevăzut de lege și care va fi atins abia în 2016;

» dependența ridicată de factorul politic, care menține un nivel ridicat al riscului legislativ – inițiative de tipul introducerii

unei garanții asupra randamentului, de exemplu, pot altera dramatic parametrii investiționali de funcționare a sistemului în detrimentul participanților.

## Oportunități investiționale

O parte dintre elementele care lipsesc sistemului de pensii private pentru a-și valorifica pe deplin potențialul ar putea face obiectul activității legislative din anul 2015. Din această perspectivă, definitivarea legislației de plată a pensiilor private și adoptarea unor măsuri normative care să permită diversificarea investițiilor sunt privite ca posibile oportunități ale anului, cele două măsuri aflându-se pe agenda de priorități strategice a Autorității de Supraveghere Financiară pentru anul 2015, alături de revizuirea pachetului de pensii facultative (Pilonul III) și explorarea modelelor „life cycle” și „pensii ocupaționale” care ar putea aduce un plus de protecție participanților și o lărgire a opțiunilor pentru dezvoltarea sistemului de pensii private în legătura cu locul de muncă.

Alte oportunități sunt așteptate din punct de vedere financiar din sfera pieței de capital, prin listarea unor noi emitenți pe Bursa de Valori București. Ca investitori de prim rang, fondurile de pensii ar putea juca un rol important în cadrul acestor operațiuni, contribuind o dată în plus la finanțarea dezvoltării economice și realizând totodată investiții profitabile în beneficiul participanților.

## Educația financiară, o prioritate

Riscul politic rămâne amenințarea potențială cea mai importantă, mai cu seamă în contextul regional extrem de defavorabil, ținând cont de precedentele periculoase consemnate prin afectarea sistemelor de pensii private din Polonia și Ungaria. În țara noastră, sistemul de pensii private pare a se bucura, în mare măsură ca urmare a performanțelor



Ioan VREME  
CEO  
GENERALI Pensii

Valoarea redusă a contribuțiilor este încă un punct slab al Pilonului II în condițiile în care ar fi nevoie de un procent de contribuție de peste 10% pentru a permite acumularea unor resurse suficiente. Lipsa unui concept clar asupra plăților viitoare de pensii (anuități) este, de asemenea, un punct slab pentru că nu este încă vizibilă finalitatea sistemului

sale pozitive, de susținere politică la toate nivelurile. Mai mult, el s-a bucurat permanent și de atenția și susținerea organismelor internaționale. Totuși, experiența altor țări arată că presiunile bugetare pot determina oricând o schimbare de atitudine, ceea ce justifică o atitudine de veghe atentă a pieței de specialitate.

Sub semnul riscului politic, nivelul încă redus de cunoștințe și de interes al publicului față de pensiile private poate fi considerat și el o amenințare: pe de o parte posibilele alterări ale sistemului n-ar fi înțelese la justa lor gravitate de către publicul larg, pe de altă parte un public neinteresat și needucat din punct de vedere financiar este un partener dificil pentru industria pensiilor private. Tocmai de aceea, continuarea și extinderea acțiunilor de educare a publicului cu privire la subiectul pensiilor este privită ca o prioritate a pieței de specialitate.

„Un sistem care și-a demonstrat calitățile” se poate spune fără ezitare despre sistemul pensiilor private din România. Stabilitatea și evoluția sistemului sunt, fără îndoială, punctele sale forte, în timp fondurile de pensii devin pe an ce trece actori din ce în ce mai relevanți în peisajul serviciilor financiare din România. Despre evoluția și perspectivele pensiilor private românești am discutat cu ...

# Raluca ȚINTOIU

Președinte APAPR (Asociația pentru Pensii Administrative Privat din România), CEO, ING Pensii

**PRIMM: Cum ați caracteriza, pe scurt, starea actuală a sistemului de pensii private, în ansamblul său?**

**Raluca ȚINTOIU:** Dacă ar fi să caracterizez în câteva cuvinte sistemul pensiilor administrate privat aş spune că este un sistem fără probleme, stabil, aflat într-o continuă dezvoltare și cu un rol social extrem de important. Într-o altă perspectivă, rezultatele obținute în beneficiul participanților caracterizează acest sistem: cu peste 6,2 milioane de participanți, active nete de peste 18,7 miliarde de lei la finalul lui noiembrie 2014, Pilonul II a realizat un randament mediu anual de la lansare de peste 11%. Astfel, acest sistem a devenit un instrument transparent aflat la dispoziția tinerilor de azi pentru constituirea unui venit suplimentar la vârsta pensionării și, totodată, singura formă de economisire pentru pensie pentru o mare parte a populației active actuale.

În cei șase ani de existență, piața pensiilor administrate privat a găsit un model pentru dezvoltare caracterizat printr-un mix între concurența constructivă între operatori, administrare prudențială a activelor,

Oamenii ar trebui să știe că pensiile private reprezintă un sistem care a performat excelent de la lansare, cu randamente medii anuale foarte bune, de peste 11%, că este un sistem solid și un posibil răspuns la problemele demografice cu care ne confruntăm.

management activ al portofoliilor și stabilitate legislativă. O veste foarte bună în acest sens, care va avea un impact pozitiv pentru continuarea dezvoltării sistemului, este creșterea cotei de contribuție către pensiile private obligatorii - Pilonul II de la 4,5% la 5% din salariul brut în 2015, așa cum prevede proiectul Legii Bugetului anului următor. Nu în ultimul rând, dezvoltarea Pilonului II a adus cu sine și contribuția acestuia la dezvoltarea economiei locale, fiind o sursă de capital autohton și, totodată, un investitor important pe piața de capital.

**PRIMM: Care sunt din punct de vedere legislativ modificările/adăugirile care ar mai trebui aduse cadrului actual pentru a crește eficiența operațională a sistemului de pensii private?**

**Raluca ȚINTOIU:** Experiența ultimilor ani ne-a arătat și care sunt principalele arii în care îmbunătățirea legislației ar putea determina crearea unui cadru care să permită fondurilor să obțină, pe termen lung, rezultate foarte bune. În acest domeniu, consider că prioritățile ar trebui să fie continuarea flexibilizării cerințelor investiționale pentru fondurile de pensii, definitivarea legii de plată a pensiilor private (proiectul legii fiind în prezent în circuitul de avizare interministerială), precum și ajustarea legislației secundare pentru pensiile facultative, pentru îmbunătățirea substanțială a cadrului de dezvoltare a Pilonului III. Totodată, este necesar și controlul costurilor de funcționare a sistemului, cu atât mai mult cu cât veniturile administratorilor sunt limitate prin lege și, pentru administratori, Pilonul II reprezintă o investiție asumată pe termen lung.

**PRIMM: Cu un volum de active în administrare care a crescut substanțial, fondurile de pensii au atins un nivel al capacității investiționale care le conferă o importanță sporită în economie. Cât de important este rolul pe care fondurile de pensii îl joacă în prezent și care sunt perspectivele în această privință? În ce direcții ar avea fondurile de pensii de jucat un rol cu adevărat relevant? Dispun ele de condițiile necesare îndeplinirii acestui rol?**

**Raluca ȚINTOIU:** Peste tot în lume, fondurile de pensii private sunt investitori instituționali mari, stabili, cu un profil de risc conservator, care caută investiții pe termen lung, cu volatilitate redusă, în companii cu guvernanta corporativă solidă – fiind, așadar, acționari dezirabili în orice companie. În România, nu facem excepție, iar pe măsură ce volumul activelor în administrare a crescut, fondurile de pensii au devenit, într-adevăr, un investitor relevant pe piețele financiare – circa 95% din resursele administrate de noi fiind plasate în România. Avem deja o prezență importantă pe piața de capital, unde fondurile de pensii au avut o participare esențială la ofertele publice de privatizare prin Bursă din ultimii doi ani, cumpărând 18,6% din oferta Electrica, 20,6% din oferta

Peste tot în lume, fondurile de pensii private sunt investitori instituționali mari, stabili, cu un profil de risc conservator, care caută investiții pe termen lung, cu volatilitate redusă, în companii cu guvernanta corporativă solidă – fiind, așadar, acționari dezirabili în orice companie.



Raluca ȚINTOIU, Președinte APAPR (Asociația pentru Pensii Administrate Privat din România), CEO, ING Pensii

Nuclearelectrica și 22,8% din oferta Romgaz (conform ASF). Practic, suntem cei mai mari investitori instituționali locali și un factor de echilibru pe piața secundară de acțiuni. Din păcate, însă, piața de capital din România este încă mică, reprezentarea economiei românești pe Bursă este limitată, iar companiile locale performante ezită să o folosească pentru finanțare, ceea ce limitează posibilitățile de investiții inclusiv pentru fondurile de pensii.

Cred că una dintre direcțiile în care putem avea un rol relevant este exact acesta – de a susține, prin această sursă alternativă de finanțare, întreg mediul de afaceri românesc. În plus, sperăm că modernizarea în continuare a pieței de capital și continuarea programului de privatizări vor crește încrederea companiilor private în bursă și vom avea mai mulți emitenți privați de acțiuni și obligațiuni corporatiste interesați să acceseze piața de capital.

În ceea ce privește cadrul de investiții, avem la nivelul industriei un dialog constructiv cu autoritatea de reglementare în direcția îmbunătățirii Normei care definește criteriile investiționale pentru fondurile de pensii, dialog ale cărui prime rezultate pozitive începem să le vedem deja.

**PRIMM: Segmentul pensiilor private facultative s-a dezvoltat mai lent în raport cu estimările inițiale. Care sunt principalele probleme cu care acest segment se confruntă și ce soluții vedeți pentru depășirea lor în viitor?**

**Raluca ȚINTOIU:** Într-adevăr, sistemul de pensii private facultative a evoluat în cei șapte ani de la lansare sub potențialul său și sub așteptările inițiale ale industriei. Motivele pentru care s-a întâmplat acest lucru țin, cred eu, de un mix de factori. În primul rând, pensiile facultative au fost lansate cu doar puțin timp înainte de declanșarea crizei financiare și, ca atare, contextul economic în care s-au dezvoltat a fost unul dificil, în care companiile și-au limitat programele de beneficii extra-salariale acordate angajaților, iar veniturile disponibile pentru economisire au scăzut. Acești factori se vor atenua treptat, pe măsură ce economia își va reveni. Apoi, în România cultura planificării pe termen lung a viitorului financiar este foarte puțin dezvoltată, oamenii fiind obișnuiți ca statul să le asigure un trai decent la pensie. În această direcție, continuarea demersurilor de informare a publicului este esențială, atât cu privire la beneficiile pe care le oferă pensiile private, cât și la sistemul de pensii în general și la problemele demografice cu care, ca societate, ne confruntăm. Cu siguranță că, în timp, oamenii vor începe să înțeleagă că, în absența unor demersuri proprii de economisire, traiul la pensie va fi unul dificil, iar atunci și Pilonul III va crește în amploare. Așa cum am menționat deja, există încă în legislația Pilonului III o serie de aspecte care, în opinia noastră,

pot fi îmbunătățite pentru flexibilizarea vânzării și administrării produsului, respectiv revitalizarea acestuia. Avem în acest sens un dialog permanent cu autoritatea de reglementare, o parte dintre măsurile propuse de noi fiind deja adoptate.

În România cultura planificării pe termen lung a viitorului financiar este foarte puțin dezvoltată, oamenii fiind obișnuiți ca statul să le asigure un trai decent la pensie.

**PRIMM: APAPR s-a declarat preocupată în repetate rânduri cu privire la lipsa de interes a participanților cu privire la pensiile lor private. Credeți că s-a înregistrat un progres în această privință? Care sunt acțiunile pe care le au în vedere operatorii din piața pensiilor private pentru a îmbunătăți nivelul de informare?**

**Raluca ȚINTOIU:** Este foarte adevărat că nivelul de informare și interes al publicului cu privire la Pilonul II este încă limitat – chiar și în rândul persoanelor care dețin deja un astfel de produs, dar și al tinerilor care acum intră în câmpul muncii și trebuie să opteze pentru un fond. În vara aceasta am realizat, la ING Pensii, un studiu tocmai cu obiectivul de a identifica nivelul de informare, înțelegere și încredere pe care îl au actualii participanți, iar rezultatele arată că mai este încă mult loc de îmbunătățiri. Unul din trei respondenți nu știe că are o pensie administrată privat, deși deține un astfel de produs, iar în rândul tinerilor de până în 25 de ani tendința este și mai vizibilă. Doar doi din trei respondenți au apreciat că sunt suficient de informați cu privire la sistemul de pensii administrate privat. Ce este însă foarte interesant de observat – și o direcție asupra căreia

putem „lucra” în timp și din timp, și doar prin eforturi susținute de informare - e faptul că, în rândul respondenților care se consideră insuficient informați, principalul motiv ține de propria lipsă de interes (57% dintre respondenți).

**PRIMM: Care sunt lucrurile cele mai importante pe care cetățenii României ar trebui să le cunoască cu privire la sistemul de pensii private?**

**Raluca ȚINTOIU:** În primul rând, participanții ar trebui să știe că Pilonul II are potențialul de a le asigura acestora o pensie decentă, prin suplimentarea ratei de înlocuire a salariului prin pensie, iar Pilonul III permite persoanelor care vor să aibă o pensie mai mare decât cea obținută prin contribuția la Pilonul I și Pilonul II să economisească până la 15% din salariul brut în condiții reglementate, beneficiind în plus de avantaje specifice. Participarea la Pilonul II nu presupune niciun cost pentru participanți, contribuția individuală fiind un procent din contribuția CAS care se virează la sistemul public de pensii. În 2014, valoarea contribuției individuale este de 4,5% din salariul brut, iar procentul urmează să crească anual cu 0,5%, până la 6%.

Este, de asemenea, important de știut faptul că, atât în cazul Pilonului II cât și al Pilonului III, fondurile acumulate aparțin participanților, sunt colectate în conturi individuale și nu sunt redistribuite actualilor pensionari, iar întreaga sumă acumulată și randamentul realizat de administrator se vor întoarce la ei în viitor sub forma unei pensii suplimentare. În situația decesului, suma economisită în contul individual va fi moștenită de familie.

Cred, totodată, că oamenii ar trebui să știe că pensiile private reprezintă un sistem care a performat excelent de la lansare, cu randamente medii anuale foarte bune, de peste 11%, că este un sistem solid și un posibil răspuns la problemele demografice cu care ne confruntăm.



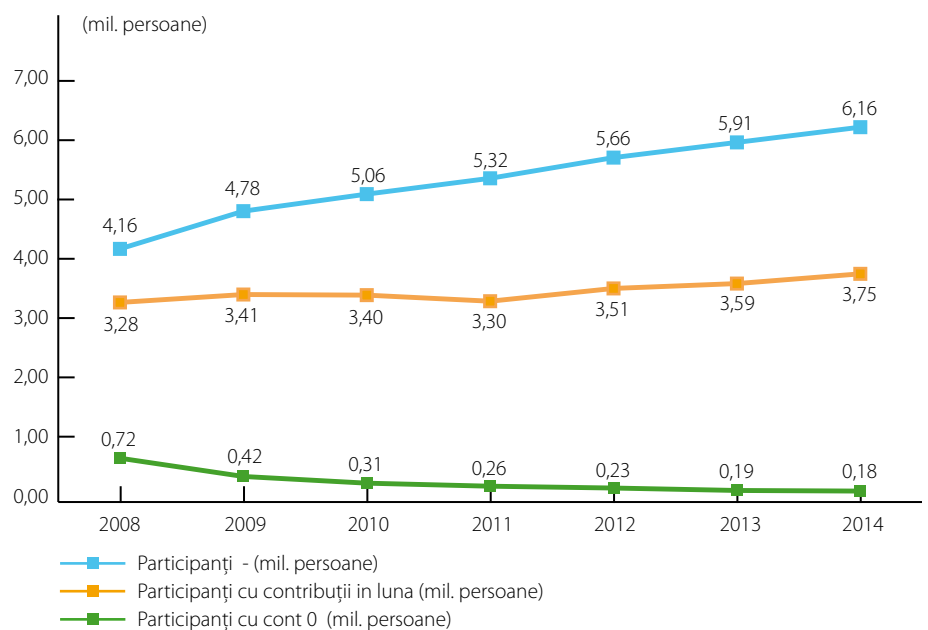
# Pilon II

## Bilanț real pozitiv

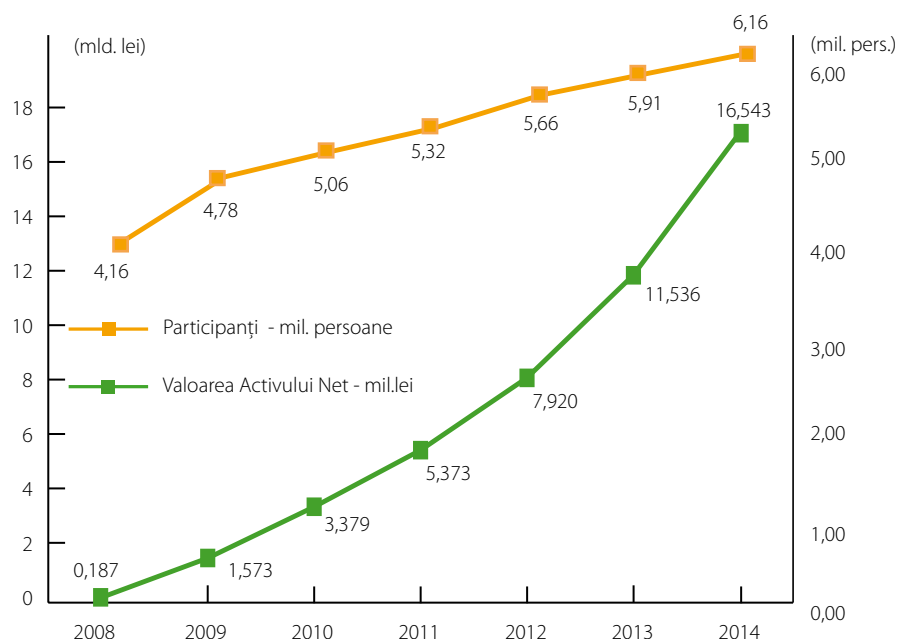
Pilonul II de pensii private obligatorii reprezintă fără îndoială segmentul cel mai important al pieței pensiilor private. În fapt, la sfârșitul primei jumătăți a anului 2014, în administrarea fondurilor de Pilon II se aflau peste 94% din activele nete totale ale pieței de pensii private.

**Numărul participanților** la Pilonul II a crescut continuu, de la 4,14 milioane în iunie 2008, la 6,16 milioane la jumătatea lui 2014, atingând 6,25 milioane la finele acestuia. Totuși, în pofida creșterii constante a numărului de participanți înrolați în sistem, numărul celor care primesc efectiv contribuții nu a crescut la fel de substanțial. În fapt, dacă inițial în fiecare lună ponderea celor care primeau contribuții se ridica la peste 70%, în ultimii ani, pe fondul dificultăților de pe piața muncii, valoarea acestui indicator pare să se stabilizeze mai degrabă în zona valorilor de circa 60 – 61%. Astfel, dacă în iunie 2008 circa 3,28 milioane conturi primiseră contribuții, în iunie 2014 numărul acestora a crescut la doar puțin peste 3,75 milioane. În ultimele luni ale anului numărul conturilor alimentate lunar cu contribuții s-a apropiat de 3,85 milioane confirmând tendința stabil crescătoare instalată încă de la jumătatea anului 2013 pe fondul ușoarei redresări consemnate pe piața muncii și, pe de altă parte, ca urmare a cuprinderii în Pilonul II a unui număr important de participanți din sectorul instituțiilor militarizate. **Numărul conturilor goale**, care n-au primit nicio contribuție de la începutul sistemului, a scăzut continuu, ajungând la circa 175.5 mii la jumătatea anului 2014 și ușor sub 170 mii la finalul anului.

### Evoluția numărului de participanți cu contribuții

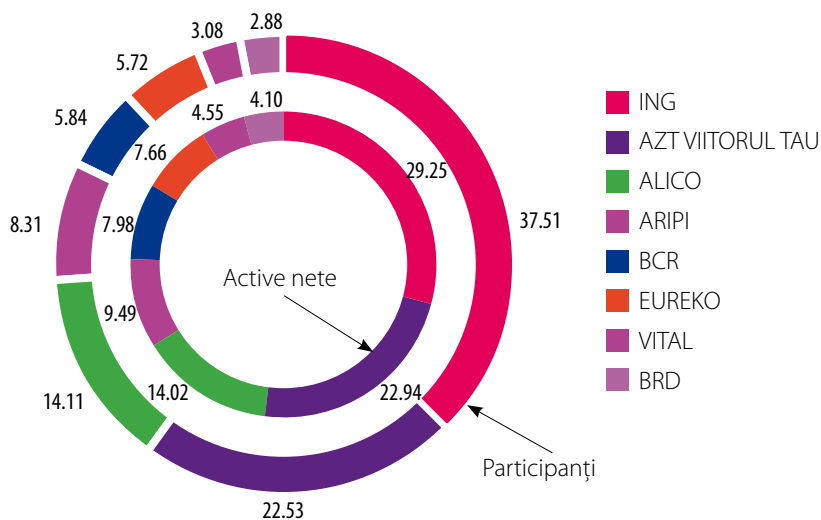


### Evoluția numărului de participanți și a volumului de active nete în administrare



	Participanți mii pers		Valoarea Activului Net mil,lei		Valoarea Unitară a Activului Net lei		Participanți fără contribuții pers	
	Jun-14	Sep-14	Jun-14	Sep-14	Jun-14	Sep-14	Jun-14	Sep-14
ING	1.802,26	1.809,79	6.206,21	6.662,14	19,971	20,313	46.977	45.982
AZT VIITORUL TAU	1.413,51	1.419,25	3.727,36	3.974,24	18,863	19,017	48.522	47.537
ALICO	863,94	869,64	2.334,46	2.519,16	19,776	20,191	30.262	29.590
ARIPI	584,49	590,34	1.375,24	1.476,68	19,655	19,928	1.675	1.623
BCR	491,44	497,28	966,83	1.050,25	19,177	19,568	14.368	14.089
EUREKO	472,17	472,04	947,08	1.018,55	18,554	18,799	18.133	17.699
VITAL	280,33	286,12	509,77	552,67	18,114	18,375	10.458	10.259
BRD	252,82	259,15	476,71	521,67	17,135	17,532	5.116	4.992
<b>TOTAL</b>	<b>6.160,97</b>	<b>6.203,61</b>	<b>16.543,66</b>	<b>17.775,37</b>			<b>175.511</b>	<b>171.771</b>

## Pilonul II Cotă de piață în funcție de participanți și active nete - septembrie 2014



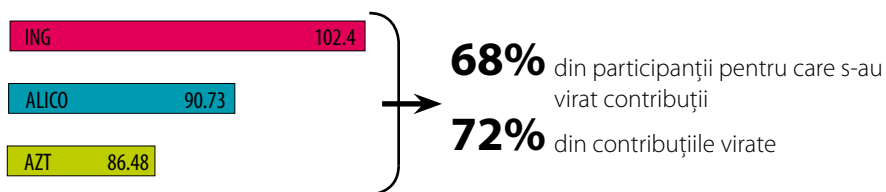
(lunile de referință iunie 2013 – februarie 2014) și 4,5% pentru 2014 (lunile de referință martie 2014 – iunie 2014).

Alte 2 miliarde de lei s-au adăugat în a doua jumătate a lui 2014. De la debutul sistemului până în luna iunie 2014 (contribuții pentru luna de referință aprilie), Pilonul II de pensii private a primit contribuții în valoare totală de 13,182 miliarde lei.

Față de această sumă, **activele nete totale** administrate se ridicau, în iunie 2014, la 16,54 miliarde lei, valoare netă de toate comisioanele și taxele de administrare. Diferența de circa 3,36 miliarde lei reprezintă rezultatul activității de investire, cu alte cuvinte profitul înregistrat de fondurile de pensii în beneficiul participanților. La sfârșitul anului 2014, potrivit estimărilor noastre, această diferență pozitivă în beneficiul participanților a atins sau chiar depășit ușor pragul de 4 miliarde lei.

În termenii performanței investiționale, fondurile de pensii private obligatorii au obținut în ultimul an un **randament mediu** de 12,1% (valoare calculată la sfârșitul semestrului I), în timp ce randamentul mediu de la lansare (luna mai 2008 - luna iunie 2014) este de 11,4% pe an, un rezultat excepțional pentru profilul de risc redus specific acestor fonduri.

## Contribuția medie în luna septembrie 2014 (lei)



sursa: ASF

Potrivit datelor publicate de ASF, la 30 septembrie 2014 **valoarea medie a unui cont** în Pilonul II pentru cei 3,19 milioane participanți care au avut contribuții lunare (în perioada mai 2008 - septembrie 2014) a fost de 4.189 lei (aproximativ 950 euro), un avans de 25% comparativ cu decembrie anul trecut. Circa 2,4 milioane participanți înregistrau sume în cont de până în

5.000 lei (~1.140 euro). Valoarea contului pentru aproximativ 569 mii persoane era cuprinsă între 5.000 și 10.000 lei, iar pentru aproximativ 266 mii persoane peste 10.000 de lei (2.280 euro).

Perioada 1 iulie 2013 – 30 iunie 2014 a adus în Pilonul II de pensii private **contribuții totale** în valoare de circa 4 miliarde lei, corespunzător unui procent de contribuție de 4% pentru anul 2013

## Pilon III

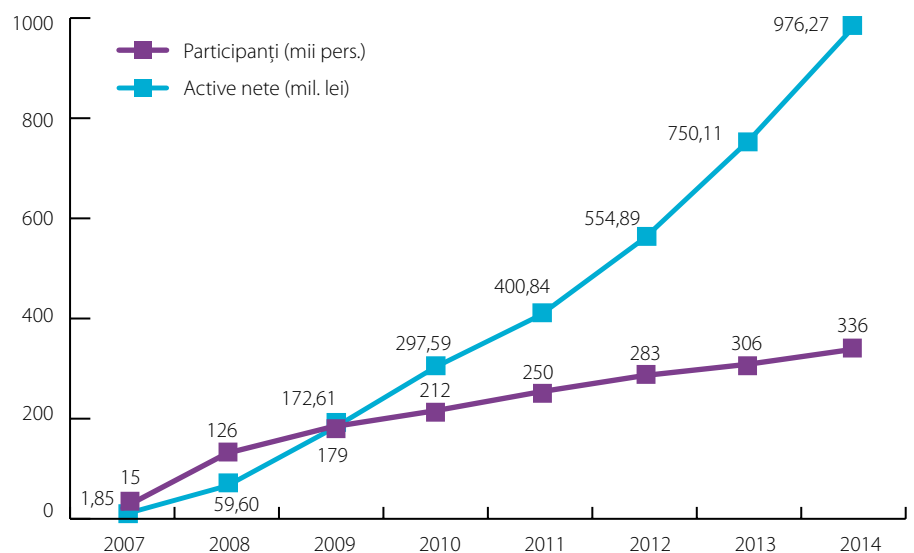
# 2014 – primele semne de relansare

La finele lunii septembrie 2014, activele nete acumulate în Pilonul III de pensii private facultative atinseseră suma de 976,27 lei (circa 221 milioane euro), în timp ce numărul participanților se ridica la circa 336,5 mii persoane - un bilanț care, fără să fie nesatisfăcător din punct de vedere al eficienței financiare, se situează mult sub așteptările inițiale formulate la debutul activității, în 2007. Cu siguranță, criza economică a jucat un rol semnificativ în această „subdezvoltare” a segmentului facultativ. Totuși, dincolo de contextul economic nefavorabil, cauzele principale ar putea fi căutate mai degrabă în registrul mentalității colective prea puțin orientate către planificarea pe termen lung a resurselor.

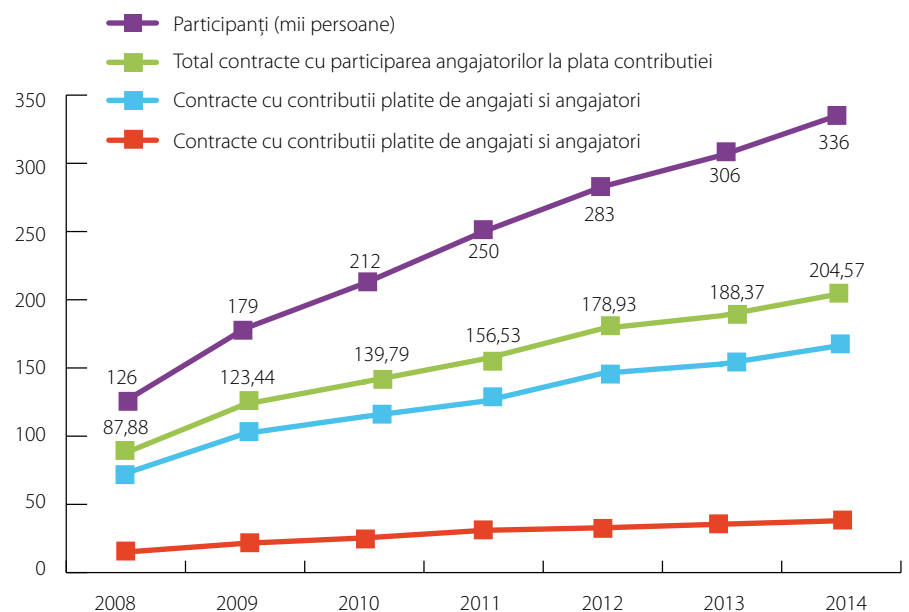
Pilonul III de pensii private facultative a debutat în România în vara anului 2007, primele date statistice publicate în luna septembrie a anului respectiv arătând un portofoliu de clienți de circa 14,5 mii clienți. După „boom”-ul primului an de activitate, când ritmul de aderare părea să îndreptățească așteptări dintre cele mai optimiste, realitățile economice adverse au început să-și spună cuvântul și media lunară a **volumului de noi aderări** a scăzut de la circa 9.250 contracte în 2008, la puțin sub 2.000 de unități în 2012, cu o ușoară relansare în 2014, când acest indicator a urcat la circa 2.700 de noi aderări/lună.

Și-au pierdut românii atât de repede entuziasmul față de această modalitate de a economisi pentru pensie? S-au degradat veniturile cetățenilor atât de mult încât contribuția la o pensie privată să devină inaccesibilă?

## Evoluția numărului de participanți și a volumului de active nete în administrare

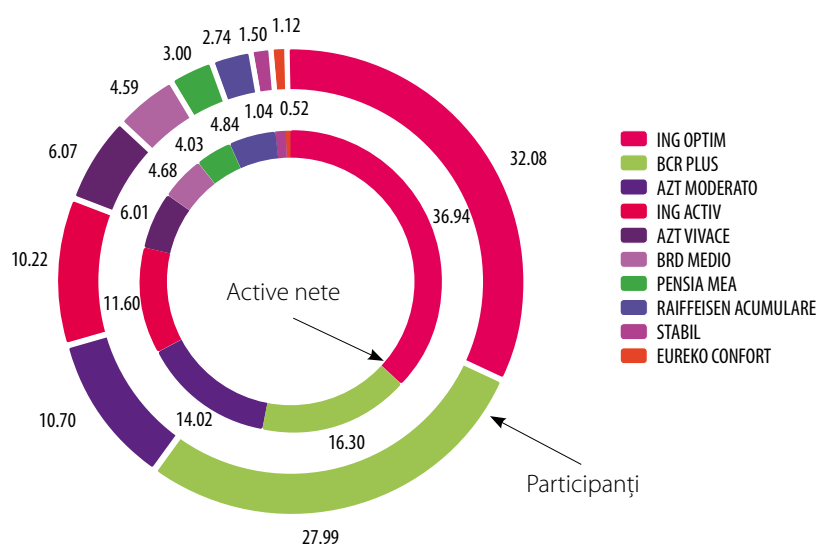


## Participarea angajatorilor la plata contribuției pentru pensii private facultative



Fond de pensii facultative	Participanti		Active nete		Valoarea Unitară a Activului Net	
	persoane		milioane lei		lei	
	Jun-14	Sep-14	Jun-14	Sep-14	Jun-14	Sep-14
ING OPTIM	105,754	107,923	339.23	360.59	18.949	19.132
BCR PLUS	91,582	94,164	149.33	159.12	16.317	16.647
AZT MODERATO	35,866	36,010	131.00	136.91	17.167	17.309
ING ACTIV	33,588	34,378	107.51	113.23	18.383	18.596
AZT VIVACE	20,419	20,439	56.26	58.71	16.642	16.856
BRD MEDIO	14,807	15,433	42.38	45.71	14.015	14.329
PENSIA MEA	10,120	10,090	38.14	39.38	16.359	16.515
RAIFFEISEN ACUMULARE	8,942	9,225	45.13	47.30	18.847	19.112
STABIL	5,040	5,042	9.59	10.19	15.506	15.694
EUREKO CONFORT	3,755	3,752	4.91	5.11	12.481	12.700
TOTAL	329,873	336,456	923.48	976.27		

## Pilonul III Cota de piață în funcție de participanți și active nete - septembrie 2014



Răspunsul la aceste întrebări este afirmativ numai în parte. În realitate, dezvoltarea Pilonului III de pensii private a depins de la bun început, într-o foarte mare măsură, de implicarea angajatorilor, de nevoia acestora de a acorda beneficii salariale cu costuri cât mai rezonabile. Promovarea făcută pensiilor facultative în aceasta lumină a fost inițial încununată de rezultate pozitive, în condițiile în care la sfârșitul anului 2008 angajatorii plăteau integral contribuțiile a 58% dintre participanți și contribuiau parțial pentru încă 12% din totalul acestora. Însă, potrivit datelor istorice și statistice

colectate din piață, în perioada crizei economice s-au înregistrat două "valuri" de reducere a implicării angajatorilor: în semestrul 1 din 2009, odată cu debutul recesiunii în România, și în primul semestru al anului 2011. Astfel, la sfârșitul anului 2014, ponderea contractelor cu contribuții plătite integral de angajatori era de 49,5%, în timp ce a celor cu contribuții plătite parțial de angajatori s-a menținut la un nivel apropiat celui inițial (11,5%).

Cu alte cuvinte, odată cu „răcirea” pieței muncii și cu lipsa de lichidități adusă de anii de criză, atât interesul,

cât și capacitatea reală a angajatorilor de a se implica în susținerea unui plan de economisire pentru pensie în beneficiul angajaților, au scăzut. Deși deductibilitatea fiscală asociată pensiilor facultative a rămas, fără îndoială, un factor capabil să stimuleze companiile angajatoare ca, în configurarea unui pachet de beneficii salariale să prefere pensiile facultative, există și o serie de neajunsuri care nu de puține ori pot avea un efect decisiv. Între acestea, flexibilitatea prea mare în favoarea angajatului și un caracter excesiv de birocratic diminuează atractivitatea produsului de pensie, influențând negativ decizia de cumpărare din partea angajatorilor.

Ca urmare, creșterea numărului de participanți la fondurile de pensii facultative s-a făcut în ultimii ani mai ales pe seama „retail”-ului, necesitând eforturi de vânzare mult mai mari din partea administratorilor și producând, în același timp, rezultate mai modeste. În acest context, lipsa de cultură financiară, veniturile modeste ale populației, și înclinația de a da prioritate obiectivelor personale pe termen scurt, precum și obișnuința cetățenilor - consolidată de-a lungul deceniilor -, de a aștepta soluții din partea statului cu privire la veniturile la pensie, și-au spus cuvântul, concretizându-se într-o apetență scăzută pentru participarea la fondurile de pensii facultative.

Criza economică și-a manifestat efectele și într-un alt mod, mai puțin vizibil observatorilor externi domeniului, dar nu mai puțin important: sistarea contribuțiilor pentru contractele existente. Cu privire la acest subiect nu există informații oficiale, dar este un fapt unanim acceptat în piață că în ultimii 2-3 ani gradul efectiv de colectare în Pilonul III a coborât dramatic, fondurile de pensii facultative colectând contribuții în mod constant de la ceva mai puțin de jumătate dintre participanți. Ca urmare, un mare număr de conturi continuă să acumuleze active numai din valorificarea

financiară a contribuțiilor trecute, ritmul general de creștere a volumului agregat al activelor administrate de piața de specialitate fiind încetinit.

Din fericire, politica investițională a fondurilor de pensii facultative a dat rezultate foarte bune. În 2014, **randamentul mediu** obținut de cele 10 fonduri de pensii private facultative active a fost de 7,45%, în timp ce valoarea randamentului mediu anualizat de la lansarea segmentului facultativ, în mai 2007, și până în prezent, a fost de 8,16%.

Astfel, în cursul anului 2014, **activele administrate** de fondurile de pensii de Pilon III au crescut cu peste 28%, depășind ușor la sfârșitul anului – potrivit estimărilor APAPR –, pragul de 1 miliard lei (circa 232 milioane euro). Această evoluție a fost în linie cu așteptările industriei, care indicau un potențial de circa 30%. Doar în 2014, participanții la fondurile de pensii facultative au virat în sistem contribuții în valoare de peste 176 milioane lei, cu 17% mai mult decât în 2013 și în același timp cel mai ridicat nivel anual de la startul sistemului, în urmă cu șapte ani. În fapt, merită menționată aici o tendință pozitivă remarcată de operatorii din sistem, în sensul unei crescute stabilizări a contribuțiilor la fondurile facultative, mai ales pe segmentul participanților care au aderat în ultimii ani. Asociată și cu volumul mai mare al aderărilor din anul recent încheiat, această tendință ar putea reprezenta poate un prim semnal în sensul conștientizării nevoii de economisire pentru pensie și a îmbunătățirii abilităților de gestionare a finanțelor personale. Într-o abordare optimistă, am putea vorbi chiar despre primele semne de redresare pentru segmentul facultativ al sistemului de pensii private.

## Un semestru profitabil

Prima jumătate a lui 2014 s-a încheiat cu rezultate financiare pozitive pentru toate fondurile de pensii. Potrivit rezultatelor publicate de administratorii de pensii private pe site-urile proprii, fondurile de pensii de Pilon II au obținut un profit agregat de 762.4 milioane lei, în creștere cu 73% față de perioada similară a anului 2013. Profitul cumulat al fondurilor de Pilon III se ridică, pentru aceeași perioadă, la 59,77 milioane lei, consemnând o creștere de circa 2,5 ori în raport cu semestrul 1 din 2013.

În ceea ce privește profitabilitatea companiilor de administrare, anul 2014 pare să aducă o imagine îmbunătățită și în această direcție, aproape toate companiile de administrare reușind să încheie semestrul 1 cu un rezultat financiar pozitiv. De remarcat însă că, pentru cea mai mare parte a operatorilor va fi încă nevoie de ani buni de activitate profitabilă până la recuperarea integrală a investiției inițiale.

### Semestrul I 2014

Pilon II	VENITURI (milioane lei)		CHELTUIELI (milioane lei)		PROFIT (milioane lei)	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013
<b>Fond de pensii</b>						
ALICO	577.59	401.05	449.59	322.60	128.00	78.45
ARIPI	323.32	149.33	261.12	107.27	62.21	42.06
AZT VIITORUL TAU	511.49	294.66	373.20	181.98	138.29	112.67
BCR	223.02	165.84	177.62	141.22	45.40	24.62
BRD	na	23.93	na	15.91	na	8.03
EUREKO	195.47	91.37	145.51	74.37	49.96	17.00
ING	1,413.79	669.13	1,103.94	522.47	309.86	146.67
VITAL	103.52	29.66	74.83	18.76	28.69	10.90
<b>TOTAL</b>	<b>3,348.20</b>	<b>1,824.97</b>	<b>2,585.79</b>	<b>1,384.58</b>	<b>762.41</b>	<b>440.40</b>

Pilon III	VENITURI (milioane lei)		CHELTUIELI (milioane lei)		PROFIT (milioane lei)	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013
<b>Fond de pensii</b>						
AZT MODERATO	19.67	12.77	15.29	8.56	4.38	4.21
AZT VIVACE	13.00	9.73	10.83	7.98	2.17	1.75
BCR PLUS	39.65	32.28	33.17	28.43	6.49	3.84
BRD Medio	na	2.13	na	1.55	na	0.58
EUREKO CONFORT	1.03	0.46	0.74	0.36	0.29	0.10
ING ACTIV	28.56	19.41	23.76	18.19	4.80	1.21
ING OPTIM	67.02	31.40	53.28	23.79	13.74	7.61
PENSIA MEA	8.71	5.62	7.02	4.46	1.69	1.16
RAIFFEISEN ACUMULARE	15.30	14.79	12.73	13.16	25.72	1.63
STABIL	2.19	0.99	1.71	0.71	0.47	0.28
<b>TOTAL</b>	<b>195.14</b>	<b>129.57</b>	<b>158.52</b>	<b>107.20</b>	<b>59.77</b>	<b>22.37</b>

Administrator fonduri de pensii	Capitaluri proprii	Profit/Pierdere
	milioane lei	
GENERALI SAFPP	55.28	2.78
METROPOLITAN Life Pensii	36.08	3.54
ALLIANZ-TIRIAC Pensii Private	43.21	7.38
ING Pensii	86.40	8.95
ING Asigurari de Viata	6.58	3.78
BCR Pensii	88.18	8.98
AEGON Pensii	30.29	0.71
EUREKO SAFPP	23.27	1.49
APF SAFPP	24.01	-0.25
RAIFFEISEN Asset Management	na	na
BRD Pensii	na	na

Sursa : ASF, administratorii

Investițiile fondurilor de pensii private – septembrie 2014

# Investitori strategici pentru România

Dacă fondurile de pensii private din România au raportat constant randamente investiționale real pozitive a căror medie anualizată de la lansarea sistemului până în prezent se ridică la peste 11%, acesta este rezultatul politicii lor investiționale – o politică caracterizată de prudență, dar și de o tendință de diversificare din ce în ce mai puternică în ultimii ani, o politică orientată într-o proporție covârșitoare către instrumentele financiare de origine românească, 94% din active fiind investite în România. Ca urmare, dincolo de a-și îndeplini obiectivul de bază al activității lor – obținerea de rezultate investiționale cât mai bune în beneficiul participanților -, fondurile de pensii private au devenit cu fiecare an care a trecut actori din ce în ce mai importanți în peisajul financiar autohton, investitori instituționali de calibrul, un factor de stabilitate pe piețele financiare.

La finele lunii septembrie 2014, activele totale investite de fondurile de pensii private românești - Pilon II și Pilon III – se ridicau la 18,75 miliarde lei (circa 4,25 miliarde euro), iar instrumentele cu profil de risc redus reprezentau 75-80% din totalul acestor investiții.

## ● Titluri de stat

La finele lunii septembrie 2014, investițiile în titluri de stat reprezentau 67,74% din activele fondurilor de pensii de Pilon II, procent în scădere substanțială față de septembrie 2013 (73,56%). În sumă absolută însă, sumele plasate în titluri de stat se ridicau la 12,05 miliarde lei, cu circa 28,3% mai mult decât cu 12 luni în urmă.

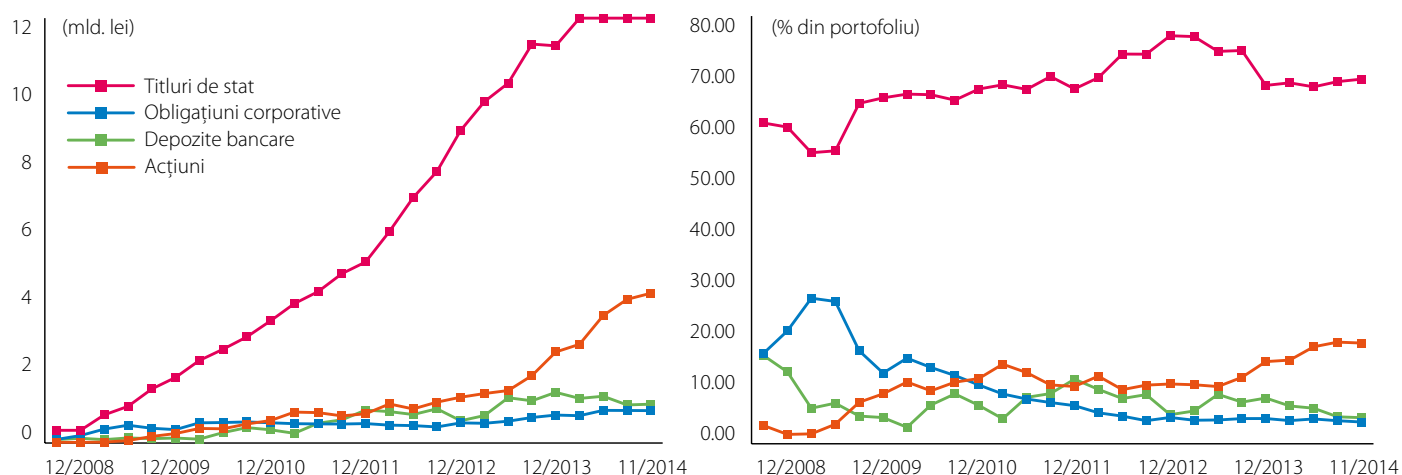
Pe segmentul facultativ, investițiile în titluri de stat reprezentau, după primele nouă luni din 2014, 65,69% din totalul plasamentelor, în scădere cu circa 2pp față de perioada corespunzătoare

a anului 2013 (67,58%), în timp ce în sumă absolută volumul plasamentelor în aceste instrumente financiare se ridică la 642,4 milioane lei, sumă cu circa 26% mai mare decât cu 12 luni în urmă.

Față de ultima zi a anului 2013 însă, pe ambele segmente ponderea plasamentelor în titluri de stat se afla într-o ușoară creștere la data de 30 septembrie 2014.

Per ansamblu, fondurile de pensii dețineau la finele primelor trei trimestre din 2014 circa 11% din titlurile de stat ale României, fiind cei mai mari deținători de datorie publică, după bănci. Preferința pentru maturitățile lungi – potrivit BNR, scadența medie a instrumentelor cu venit fix la sfârșitul anului 2013 era de 5,8 ani, în scădere ușoară față de anul precedent - face din fondurile de pensii un factor de reducere a volatilității în perioadele de turbulențe financiare și apetit advers al investitorilor internaționali.

## Evoluția principalelor clase de instrumente financiare în portofoliul agregat al pieței de Pilon II



## ● Acțiuni

A doua clasă de investiții, ca pondere în portofoliu, este cea a acțiunilor. Ponderea deținerilor de acțiuni a crescut progresiv de-a lungul anilor, atât în portofoliul agregat al fondurilor de pensii de Pilon II, cât și pe segmentul pensiilor facultative, Pilon III. La sfârșitul lunii septembrie 2014, plasamentele în acțiuni reprezentau 19% din portofoliul fondurilor de Pilon II și peste 21,4% din portofoliul fondurilor de Pilon III, procente situate cu 5pp, respectiv circa 6,5pp peste nivelul consemnat la sfârșitul lui septembrie 2013.

În termeni absoluți, la 30 septembrie 2014 plasamentele în acțiuni ale fondurilor de pensii totalizau, per ansamblu, circa 3,6 miliarde lei, volum dublu față de aceeași perioadă a anului 2013. Din acest total, o proporție covârșitoare (peste 86% la sfârșitul lui septembrie 2014) era plasată pe Bursa de Valori București, în acțiuni ale unor companii autohtone.

Accentuarea preferinței fondurilor de pensii private pentru plasamentele în acțiuni denotă tendința fondurilor de pensii private de a investi, în condițiile de prudențialitate definite de lege, „în active cu grad de risc mai ridicat, în căutarea unor randamente superioare, cu intenția de a beneficia de pe urma primei de risc așteptate pe termen lung”, după cum notează a recentă analiză a BNR.

## Top10 dețineri ale fondurilor de pensii pe BVB la mijlocul anului 2014

Loc	Emitent BVB	Dețineri fdp
1	Fondul Proprietatea	438,736,038
2	Banca Transilvania	400,257,282
3	Romgaz	357,369,228
4	Petrom	316,364,363
5	Electrica	291,213,780
6	Transgaz	183,537,966
7	BRD	145,862,108
8	SIF5 Oltenia	129,387,137
9	SIF2 Moldova	82,749,608
10	Transelectrica	67,362,840

Pe parcursul anului 2014 oportunitățile de acest tip au fost mai numeroase decât în anii precedenți având în vedere randamentele atractive oferite de piața de capital și oportunitățile de investiții în titluri ale noilor companii listate la BVB. Ca urmare, fondurile de pensii au devenit deja o prezență importantă pe piața de capital, cumpărând 18,6% din oferta Electrica, 20,6% din oferta Nuclearelectrica și 22,8% din oferta Romgaz (conform ASF) și devenind, într-o perioadă relativ scurtă, cei mai mari investitori instituționali locali, care asigură peste 10% din lichiditatea bursei, și un factor de echilibru pe piața secundară de acțiuni.

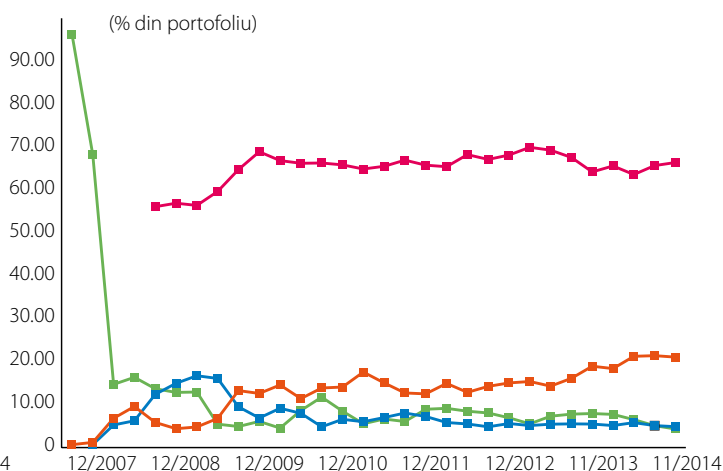
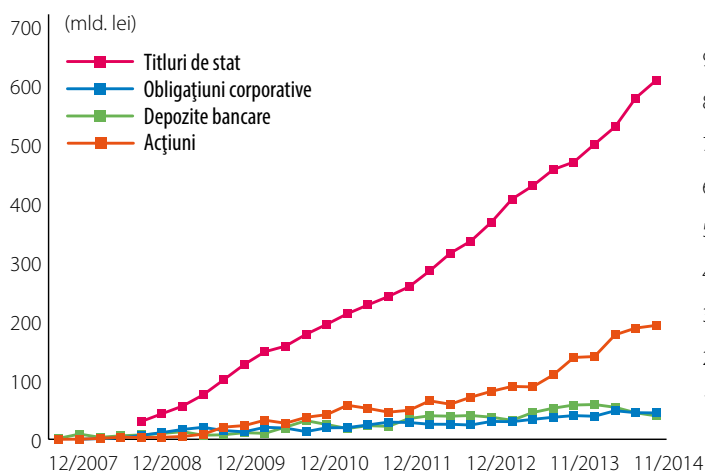
## ● Depozite bancare

Dacă la lansarea sistemului depozitele bancare au jucat un rol important, ca pondere în structura portofoliului de investiții, pe măsură ce volumul activelor a crescut, permițând o politică de investire activă și diversificarea plasamentelor, locul ocupat în portofoliu de plasamentele în bănci s-a restrâns. La finele lui septembrie 2014, depozitele bancare reprezentau circa 5% din totalul activelor investite, atât pentru fondurile de Pilon II, cât și în Pilonul III, în scădere cu circa 2pp pe ambele segmente.

În sumă absolută, fondurile de pensii de Pilon II și III dețineau la 30 septembrie 2014, în băncile românești, depozite în valoare totală de 946,5 milioane lei, cu circa 11% mai puțin față de septembrie 2013.

De remarcat însă că, potrivit celui mai recent raport BNR asupra stabilității financiare, „investițiile fondurilor de pensii administrate privat în sectorul bancar reprezintă aproximativ 12% în total portofoliu și constau, în principal, în depozite bancare, dar și în acțiuni sau obligațiuni tranzacționate la Bursa de Valori București. Ponderea primelor 5 bănci în totalul resurselor atrase de la fondurile de pensii era de 67% la 31 decembrie 2013. De asemenea, indicele Herfindahl-Hirschman indică

## Evoluția principalelor clase de instrumente financiare în portofoliul agregat al pieței de Pilon III



## Structura portofoliului agregat de investitii la 30 sept 2014 - fonduri Pilon II

	sept. 2013		dec. 2013		sept. 2014		sept 2014 / sept 2013
	mil. lei	%	mil. lei	%	mil. lei	%	
Depozite Bancare	993.81	7.79%	1,192.52	8.55%	896.67	5.04%	↘
Titluri de stat	9,389.30	73.56%	9,348.51	67.03%	12,046.99	67.74%	↘
Obligațiuni Municipale	36.46	0.29%	36.44	0.26%	68.19	0.38%	↗
Obligațiuni corporative	600.88	4.71%	657.99	4.72%	765.98	4.31%	↘
Obligațiuni ale organismelor străine neguvernamentale	79.20	0.62%	80.66	0.58%	143.95	0.81%	↗
Acțiuni	1,587.28	12.43%	2,142.95	15.37%	3,381.60	19.01%	↗
Titluri de participare - OPCVM	124.27	0.97%	410.33	2.94%	547.17	3.08%	↗
Alte organisme de plasament colectiv AOPC	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
Marfuri și metale pretioase	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
Fonduri de marfuri și metale pretioase	5.97	0.05%	5.33	0.04%	5.73	0.03%	↘
Instrumente de acoperire a riscului	7.48	0.06%	2.30	0.02%	5.50	0.03%	↘
Private equity	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
Infrastructură	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
Alte instrumente financiare	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	

un grad moderat de concentrare la nivelul expunerilor față de instituții de credit (1.172 puncte). O eventuală vulnerabilitate ar putea proveni din concentrarea activității de depozitare și custodie în proporție de peste 70% la o singură bancă. Din perspectiva sectorului bancar, fondurile de pensii reprezintă o sursă de finanțare care cumulează 0,44% din totalul pasivelor bancare”.

### ● Obligațiuni corporative

Obligațiunile corporative și-au menținut o prezență de valoare relativ constantă în portofoliul fondurilor de pensii. Ponderea acestora în portofoliul agregat a oscilat în jurul valorii de 4,5% pentru fondurile de Pilon II, și 5,5% pentru Pilonul III. Pe ambele segmente, la sfârșitul lunii septembrie 2014 se consemna o descreștere ușoară a ponderii în portofoliu în raport cu perioadele anterioare. Astfel, în Pilonul II obligațiunile corporative reprezentau 4,31% din total active, în scădere ușoară față de 2013 (4,71% în septembrie și 4,72% în decembrie), în timp ce pentru Pilonul III cota acestora se ridica la 5,12% din total active fonduri, de asemenea în ușoară scădere atât față de septembrie 2013 (5,52%) cât și față de decembrie 2013 (5,48%).

În termeni absoluți însă, sumele plasate în obligațiuni corporative de

fondurile de Pilon II se ridicau la 0,77 miliarde lei, cu 27,48% mai mult față de septembrie 2013, în timp ce pentru fondurile de Pilon III plasamentele în aceste instrumente financiare atingeau 50,11 milioane lei, cu 21% față de anul precedent.

### ● Obligațiuni municipale

Obligațiunile municipale reprezentau în portofoliul investițional al fondurilor de Pilon II, la sfârșitul lunii septembrie 2014, 0,38% din total active, procent în ușoară creștere comparativ cu 2013 (0,29% în septembrie și 0,26% decembrie). În investițiile realizate de fondurile de Pilon III, ponderea obligațiunilor a înregistrat un trend descrescător, de la 0,62% în septembrie 2013 și 0,56% în decembrie 2013, la 0,42% din total active fonduri în septembrie 2014.

În cifre absolute, activele investite de fondurile de Pilon II au atins valoarea de 0,07 miliarde lei, înregistrând o creștere de aproximativ 87% față de septembrie 2013, în timp ce sumele plasate de fondurile de Pilon III au scăzut cu 12,00% comparativ cu septembrie 2013, atingând la 30 septembrie a.c. 4,13 milioane lei.

Deși pentru primele 3 trimestre ale anului 2014 nu a fost publicată o

structură detaliată a plasamentelor în obligațiuni municipale, merită menționat că la finele anului 2013 79,60% din obligațiunile municipale erau emise de autorități publice românești, în timp ce 20,4% erau emise de o autoritate din Suedia, structură care este de presupus că s-a păstrat, în linii mari, și în 2014.

### ● Obligațiuni ale organismelor străine neguvernamentale

Și în cazul obligațiunilor emise de organismelor străine neguvernamentale evoluțiile consemnate în 2014 în structura plasamentelor financiare din Pilonul II și III au fost diferite. Astfel, dacă în portofoliul agregat al fondurilor de Pilon II această clasă de instrumente financiare a consemnat o creștere ușoară a ponderii, de la 0,62% în septembrie 2013 la 0,81% din total active în septembrie 2014, pe Pilonul III fondurile de pensii și-au redus, în termeni relativi, aceste plasamente de la 1,66% în septembrie 2013, la 1,43% în septembrie 2014.

În valori absolute însă, sumele plasate în obligațiuni ale organismelor străine neguvernamentale pe ambele segmente au crescut la 0,14 miliarde lei în Pilonul II (82% în plus față de septembrie 2013) și 13,97 milioane lei pentru Pilonul III (12,16% în plus față de septembrie 2013).



## Structura portofoliului agregat de investitii la 30 sept 2014 - fonduri Pilon III

	sept. 2013		dec. 2013		sept. 2014		sept 2014 / sept 2013
	mil. lei	%	mil. lei	%	mil. lei	%	
Depozite Bancare	58.55	7.79%	64.51	7.93%	49.88	5.10%	↘
Titluri de Stat	507.80	67.58%	521.97	64.21%	642.41	65.69%	↘
Obligatiuni Municipale	4.70	0.62%	4.58	0.56%	4.13	0.42%	↘
Obligatiuni corporative	41.50	5.52%	44.57	5.48%	50.11	5.12%	↘
Obligațiuni ale organismelor straine neguvernamentale	12.45	1.66%	12.73	1.57%	13.97	1.43%	↘
Actiuni	121.22	16.13%	154.06	18.95%	209.36	21.41%	↗
Titluri de participare - OPCVM	7.18	0.96%	8.52	1.05%	10.62	1.09%	↗
Alte organisme de plasament colectiv AOPC	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
Marfuri si metale pretioase	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
Fonduri de marfuri si metale pretioase	0.03	0.004%	0.03	0.004%	0.03	0.00%	↘
Instrumente de acoperire a riscului	0.52	0.07%	0.67	0.08%	0.73	0.08%	↗
Private equity	0.07	0.01%	0.09	0.01%	0.13	0.01%	
Infrastructura	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
Alte instrumente financiare	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	

La sfârșitul lui 2013, obligațiunile emise de Banca Europeană de Investiții - BEI și Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare - BERD formau în totalitate acest segment de portofoliu.

### ● Titluri de participare – OPCVM

La sfârșitul lui septembrie 2014, plasamentele în titluri de participare – OPCVM reprezentau 3,08% din totalul activelor administrate de fondurile de Pilon II, o creștere importantă față de septembrie 2013, când ponderea lor se ridica la numai 0,97%. Un trend crescător mai atenuat a fost înregistrat în Pilonul III unde plasamentele în aceste instrumente financiare au crescut, ca pondere, de la 0,96% în septembrie 2013, la 1,09% în septembrie 2014.

Valoarea activelor investite a crescut la 0,55 miliarde lei pentru fondurile de Pilon II, valoare de patru ori mai mare în comparație cu aceeași perioadă a anului 2013, și 10,62 milioane lei pentru fondurile de Pilon III, un avans anual de 47,87%.

Celelalte categorii de instrumente financiare admise pentru plasamentele fondurilor de pensii private dețin încă ponderi marginale în structura portofoliului. Între acestea, numai

plasamentele în fonduri de mărfuri și metale prețioase, ca și în instrumente de hedging, se ridică la sume de ordinul milioanelei de lei, dar sunt încă departe de a reprezenta instrumente de referință în politica investițională a fondurilor de pensii.

### ● Investitori pentru România

Nevoia de finanțare a economiei românești este acută. Este suficient să ne uităm la nenumărate proiecte de infrastructură sau de dezvoltare economică regională neconcretizate din lipsa fondurilor. În acest context fondurile de pensii – românești și nu numai -, s-ar putea număra printre cei mai dezirabili finanțatori. Printre caracteristicile care califică aceste instituții pentru un rol important în finanțarea proiectelor naționale de anvergură este suficient să recapitulăm:

- » fondurile de pensii investesc, prin însăși natura activității lor, pe termen lung și foarte lung. Ca atare, sunt partenerii cei mai indicați pentru proiectele de mare extindere și durată;
- » fondurile de pensii sunt investitori stabili, fără caracter speculativ, cu o volatilitate redusă și profil de risc redus/mediu;
- » fondurile de pensii pot avea un rol important în economia reală, prin

cumpărarea de bonduri și participarea la operațiuni IPO/SPO;

» fondurile de pensii sunt cei mai mari investitori instituționali locali, de importanță crucială în succesul listărilor Transelectrica (TEL), Transgaz (TGN), Nuclearelectrica (SNN), Romgaz (SNG);

» fondurile de pensii sunt acționari de calitate pentru companiile listate, parteneri care – prin transferul propriilor standarde de transparență, guvernanță corporatistă, etică etc. pot aduce un plus de calitate managementului acestor companii.

Pentru moment însă statul român pare să nu acorde importanța cuvenită adoptării unor măsuri care să permită fondurilor de pensii să participe în condițiile legii la finanțarea marilor proiecte. Dacă acest lucru s-ar întâmpla, perspectivele investiționale ale fondurilor de pensii s-ar îmbogăți semnificativ, cu un dublu beneficiu: pensii sustenabile pentru viitor, finanțări avantajoase pentru prezent.

Daniela GHEȚU



# CEE – pensionarii de mâine plătesc deficitele de azi?

Fenomenul care a debutat în 2008, în Argentina, cu naționalizarea forțată a activelor fondurilor de pensii private, a atins și sistemele multipilon din Europa Centrală și de Est unde numeroase intervenții guvernamentale au stopat sau chiar reversat în unele cazuri reforma pensiilor începută în anii '90. În 2008 – 2009 înghețarea sau reducerea contribuțiilor la Pilonul II a devenit aproape o practică comună guvernelor din regiune. Totuși, cele mai spectaculoase cazuri de "contra-reformă" au fost înregistrate mai târziu, în două piețe care până nu demult făceau obiectul de studiu al exemplelor de "success story" în materia reformei pensiilor și introducerii economisirii pentru pensie în regim privat: Ungaria și Polonia.

Prima replică a "loviturii argentinienne" s-a înregistrat în CEE în 2011, în Ungaria, țară care – în termeni practici –, a distrus dintr-o singură lovitură sistemul său de pensii private. Astăzi, Polonia – cea mai mare piață de

specialitate din regiunea ECE –, a preluat ideea, punând în practică o restrângere majoră a Pilonului II de pensii private. În ambele cazuri măsurile de contra-reformă vor afecta profund nu numai situația financiară a viitorilor pensionari, dar și echilibrul bugetar și economia țării pentru următoarele decenii.

Cu siguranță, pentru un guvern care se confruntă cu o situație financiară dificilă, adoptarea unei scheme mai „zgârcite” de indexare a pensiilor publice se poate face mai ușor și infinit mai „discret” decât nerespectarea, fie și într-o mică măsură, a obligațiilor asumate față de deținătorii titlurilor sale de stat. Ca atare, promisiunile viitoare cu privire la pensiile publice trebuie privite cel puțin cu circumspecție, iar înlocuirea economiilor realizate în conturile individuale - concrete, cuantificabile în orice moment -, din sistemul de pensii private, cu ipotetice viitoare pensii publice indexate după reguli oricât de generoase reprezintă un pariu cu un grad de risc mult mai ridicat decât riscul investițional.

N-ar trebui uitat însă că orice tip de naționalizare a economiilor private este extrem de distructiv, punând sub semnul întrebării însăși ideea de proprietate privată, reducând încrederea generală în economie. În fine, eliminarea din peisajul financiar a unor investitori de calibrul, cum sunt fondurile de pensii, nu poate produce decât efecte negative în economie.

Cu toate acestea, pare că tentația guvernelor – preocupate prea puțin de strategiile pe termen lung -, de a-și însuși această avere „la îndemână” este mai puternică decât orice alte argumente. Mai mult, în această privință se poate spune că eficiența financiară a fondurilor de pensii devine un factor de risc într-un sens cu totul neașteptat: adevărata problemă nu mai este eventuala lor subperformanță, ci performanțele bune care, conducând la acumulări de active importante, fac din averea viitorilor pensionari o țintă de primă mărime.



# Pilonul II - Ungaria

## Cronica unei morți anunțate?

Finanțele publice ungare au constituit în ultimii ani teatrul unei lupte acerbe pentru menținerea deficitului bugetar în limitele definite de acordurile europene, o luptă pe parcursul căreia, împachetate în motivații populiste, s-au impus numeroase măsuri cu o fundamentare și urmări cel puțin discutabile.

În această existență agitată, alterările aduse încă o dată sistemului de pensii private ar putea reprezenta episodul final, care pune capăt ființării fondurilor de pensii administrate privat. Oficial motivate de dorința „asigurării securității economiilor realizate pentru pensie de membrii fondurilor de pensii private”, măsurile adoptate recent pornesc, în fapt, din dorința reală, dar discret trecută sub tăcere, de a mai aduce la bugetul de stat o sumă care să ajute Ungaria să-și mențină deficitul bugetar în limitele admise și datoria publică la un nivel rezonabil. Iată ce s-ar putea întâmpla: un proiect de lege propus recent de Mihály VARGA, Ministrul Economiei, prevede desființarea fondurilor de pensii care au încasat două luni consecutive, din șase, contribuții de la mai puțin de 70% dintre participanți, cei înscriși în aceste fonduri având la dispoziție două opțiuni: transferul activelor către alt fond de pensii sau către sistemul public de pensii. Totuși, așa cum reiese din comentariile analiștilor maghiari, este vorba despre o falsă opțiune atâta timp cât rata de încasare a contribuțiilor este foarte redusă în toate cele 4 fonduri de pensii private care au supraviețuit „naționalizării” din 2011, ceea ce înseamnă că toate ar putea fi

desființate, participanții neavând în mod real altă opțiune decât aceea de a se îndrepta către sistemul public de pensii.

### Scurtă recapitulare

În Europa Centrală și de Est, Ungaria constituie de departe exemplul cel mai dramatic în ceea ce privește reversarea reformei pensiilor sub presiunea accentuării deficitelor bugetare ca efect al crizei.

Valoare medie a contului

Iunie 2011

**7.781 EUR**

Septembrie 2014

**10.698 EUR**

După 14 ani de funcționare corectă, Pilonul II de pensii a fost practic desființat. O măsură adoptată de Guvernul ungar a supus participanții la Pilonul II de pensii la un adevărat „șantaj”, obligându-i să aleagă între a rămâne în sistemul de pensii privat, cu prețul renunțării totale la pensia de stat – pentru care, deși excluși de la beneficii, urmau totuși să plătească contribuții în continuare –, sau a-și transfera integral activele acumulate în Pilonul II către sistemul public de pensii. În fața acestei „oferte de nerefuzat”, peste 95% dintre participanți au optat pentru întoarcerea în sistemul public de pensii.

Ca urmare, cele 18 fonduri de pensii existente au fost obligate să transfere către o agenție de stat

specializată active în valoare de circa 10,4 miliarde euro, bani cu care Ungaria și-a redresat poziția bugetară în 2011, printre altele reducându-și datoria publică prin anularea titlurilor de stat deținute de fonduri (cca. 5% din PIB), dar efectele pozitive ale acestei mișcări „haiducești” s-au oprit aici. În circa doi ani și jumătate, banii „recuperați” din visteria fondurilor de pensii au fost consumați integral, în timp ce sistemul public de pensii s-a luptat în continuare cu un mare deficit. Cât despre soarta viitorilor pensionari... chiar dacă motivația oficială a acestei mișcări a fost protecția intereselor lor, capacitatea statului de a le plăti pensii decente peste 10 – 15 – 20 de ani nu se poate cuantifica decât folosind mulți de „dacă”, „depinde”, „în funcție de...”.

Pentru Pilonul II de pensii private, pseudo-naționalizarea din 2011 a însemnat, în termeni concreți, reducerea numărului de participanți de la circa 3,5 milioane, la 100.000, număr care a mai scăzut în anii următori până la puțin peste 61.000, la finele lunii septembrie 2014. Din punct de vedere financiar, activele gestionate de fondurile de pensii de Pilon II s-au redus de la 3.162,8 miliarde forinți (aprox. 11,2 miliarde euro), la circa 244 miliarde forinți, imediat după transferul către sistemul public. La sfârșitul lui septembrie 2014, valoarea activelor în administrare se ridica la circa 205 miliarde forinți, adică 0,66 miliarde euro.

Din cele 18 fonduri existente la începutul lui 2011, o bună parte și-au încetat activitatea imediat după transferul fondurilor, numai 11 din cele 18 fonduri de Pilon II active pe piață



**Rusia** a extins pentru anul 2015 moratoriul instituit în 2014 asupra contribuțiilor la pensiile private, care prevede că sumele aferente contribuțiilor vor fi direcționate către pilonul public de pensii. Potrivit estimărilor Băncii Naționale a Rusiei moratoriul va avea ca efect „pierderea” pentru Pilonul II a unui volum total de contribuții de circa 525 miliarde ruble (~ 9,5 miliarde euro), aferent anilor 2014 și 2015.

Totodată a fost decis transferul activelor administrate de Vnesheconombank (VEB), instituția de stat care administrează activele participanților care nu și-au ales în mod explicit un fond de pensii de Pilon II, către administratorii privați. Astfel, un volum de circa 7,9 miliarde euro, incluzând contribuțiile înghețate în a doua jumătate a anului 2013, va fi transferat în administrarea celor 44 de fonduri care au obținut deja acreditarea Băncii Naționale Ruse, înscriindu-se în sistemul de garantare.

Separat, Banca Rusiei și-a anunțat intenția de a înăspri reglementările cu privire la investițiile fondurilor de pensii administrate privat, limitând plasamentele pe fiecare emisiune de titluri a statului rus la 35%, în timp ce pentru emisiunile de obligațiuni municipale limita va fi fixată la 40%. Procentul total de investiții în acțiuni rusești și străine nu va putea depăși 65%, în timp ce bond-urile emise de organisme financiare internaționale și fonduri de investiții străine nu vor putea reprezenta mai mult de 20% din portofoliu. Tranzacțiile nu vor fi permise decât pe piețe controlate, la cel mai bun preț.

reușind să-și mențină un portofoliu care depășea pragul minim de 2.000 de participanți, cerut de lege pentru funcționarea unui fond. În următorii trei ani numărul fondurilor s-a redus și mai mult ca urmare a faptului că, operând

Este clar că Uniunea Europeană asistă în acest caz la o politică fiscală nesustenabilă și anti-creștere. Întrebarea este dacă Bruxelles-ul va face ceva

Balázs ROMHÁNYI  
Managing Director  
Institutul pentru Responsabilitate  
Fiscală, Budapesta

pe o piață atât de îngustă, pentru unele dintre ele a devenit practic imposibil să-și mai acopere costurile de funcționare. În prezent, mai funcționează 4 fonduri de pensii de Pilon II: Budapest, Horizont, MKB, Szövetség (Alliance).

Cât privește numărul contribuitorilor efectivi, deși datele publicate de organismul de supraveghere – Banca Națională a Ungariei –, nu oferă detalii în această privință, pare destul de evident, interpretând informațiile disponibile, că numărul acestora este mult mai mic decât cel al participanților înscriși în fonduri. Potrivit opiniilor citate de presa maghiară, ponderea conturilor care înregistrează lunar contribuții se situează undeva în vecinătatea nivelului de 10%. Cu toate acestea, valoarea conturilor deținute de puținii participanți rămași în Pilonul II nu este una neglijabilă. La finele lui septembrie 2014, valoarea medie a activelor nete acumulate per participant era de circa 10.700 euro. În fapt, deși „rebelii” care n-au cedat șantajului guvernamental și au decis să rămână în Pilonul II în 2011 reprezentau cu

puțin peste 3% din participanți, activele acumulate de aceștia la momentul respectiv depășeau, ca pondere, 8% din totalul volumului de active administrate de fonduri în perioada pre-naționalizare. *Estimăm că acești clienți, care au decis conștient să rămână în fondurile private de pensii, sunt dintre cei mai bine plătiți și sunt participanți ai sistemului încă de la început, având un istoric îndelungat de contribuții, aprecia la momentul respectiv Janos SAMU, Economist al firmei CONCORDE Securities, cu sediul la Budapesta, citat de Financial Times.* Mai mult, deși volumul total al activelor administrate în Pilonul II a scăzut față de momentul iunie 2011, urmare a reducerii numărului de participanți cu circa 40%, fondurile au obținut randamente investiționale bune și conturile individuale rămase în administrare au înregistrat creșteri vizibile chiar și în absența unor noi contribuții.

## De ce ți-e frică...

Pentru cei 61.000 de cetățeni maghiari încă participanți la Pilonul II, adoptarea proiectului de lege propus de ministrul Mihály VARGA ar însemna o ilustrare practică a proverbului „de ce ți-e frică, nu scapi”.

Interesant este însă că, potrivit multor analiști financiari, măsura propusă n-ar ajuta nici guvernul maghiar să se sustragă acestei „reguli” identificate de înțelepciunea populară.

Potrivit datelor disponibile pe site-ul State Debt Management Agency (AKK), organism care gestionează fondurile „recuperate” în 2011 din Pilonul II, din totalul de 2.945 miliarde forinți transferați agenției în urmă cu trei ani și jumătate, circa 2.515 miliarde forinți au fost cheltuiți până la finele lui 2012 pentru reducerea datoriei de stat (1.773 miliarde) și plata pensiilor publice sau finanțarea altor capitole ale bugetului de stat (460 miliarde), în timp ce aproximativ 283 miliarde forinți reprezintă pierderile financiare prin valorificarea activelor transferate într-un moment neprielnic

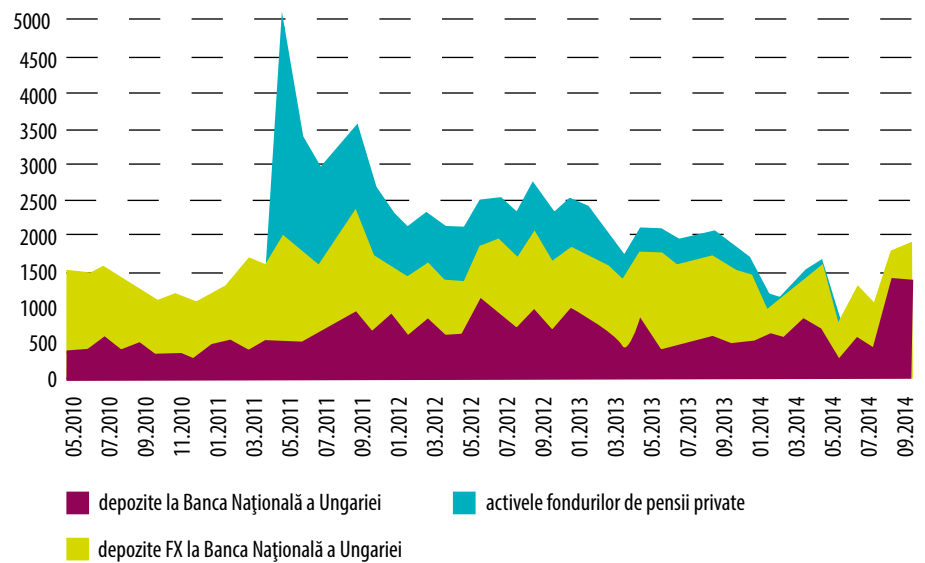
al piețelor financiare. La sfârșitul anului 2013, misiunea „Fondului de reformă a pensiilor și reducerea datoriilor” s-a încheiat, raportul AKK pentru 2013 menționând lichidarea unui ultim stoc de titluri de stat în valoare de 87 milioane forinți și transferul către bugetul de stat, în cash, a 349 miliarde forinți, sume care au lichidat complet activele „recuperate” din Pilonul II.

Care au efectele obținute în echilibrul bugetar al Ungariei în urma naționalizării activelor din Pilonul II? Potrivit analiștilor locali, ele au fost pozitive pentru un termen foarte scurt, dar lasă nerezolvate pe termen lung problemele fundamentale ale balanței bugetare. Mai mult, într-o perspectivă îndelungată, adaugă o presiune suplimentară pe bugetul greu încercat al asigurărilor sociale.

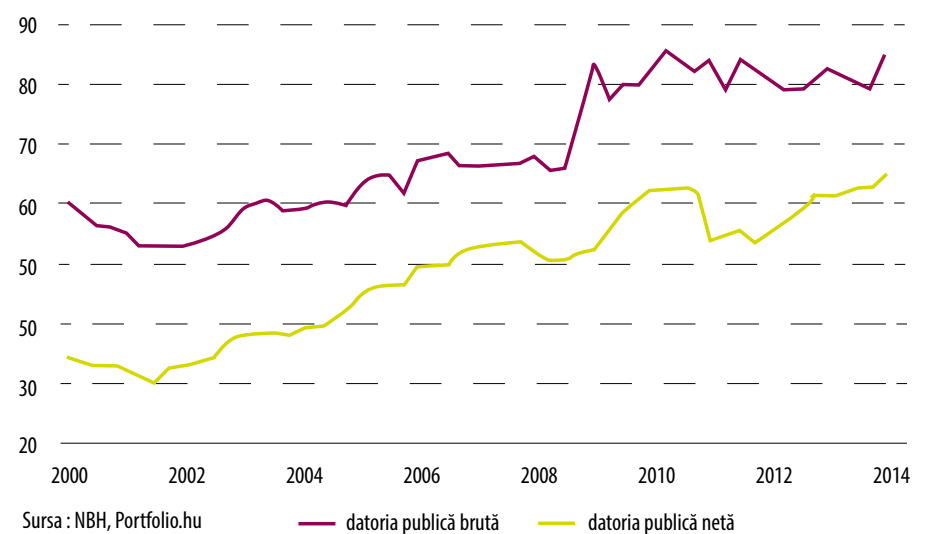
Nivelul datoriei publice brute a Ungariei a urcat substanțial în primul trimestru din 2014, la 84,6%, față de 79% din PIB la sfârșitul lui decembrie 2013. Deși specialiștii apreciază că este vorba de un „vârf” temporar, ei subliniază că totuși tendința de evoluție a datoriei publice nu este nici pe departe, per ansamblu, una descrescătoare. În fapt, spun aceștia, dincolo de fluctuațiile de moment, rata datoriei publice a Ungariei s-a menținut în ultimii cinci ani într-o plajă de valori cuprinse între 80% și 85% din PIB, nivel care cu siguranță ar fi fost depășit dacă în această perioadă nu s-ar fi „consumat” și activele naționalizate din Pilonul II de pensii, valorând circa 10% din PIB. De altfel, datele publicate recent de Banca Națională Ungară arată ca nici datoria netă a statului nu a luat un curs descendent, iar distanța dintre aceasta și datoria brută s-a menținut la circa 20 puncte procentuale, cu excepția anului 2011 când „aruncarea” în joc a activelor provenite din Pilonul II a mărit această distanță la circa 30 puncte procentuale.

Pe de altă parte, chiar dacă datoria de stat a Ungariei nu pare să fi luat un curs puternic ascendent, iar statul maghiar se arată a fi capabil să

## Activele financiare totale ale statului ungar, în termeni restrânși (miliarde HUF)



## Datoria guvernamentală generală brută și netă (% din PIB)



dețină rezerve financiare suficiente de solide pentru a acoperi datoriile ajunse la scadență de până la 3-4% din PIB fără a emite alte titluri, este clar că menținerea datoriei de stat în limitele admise, eventual sub nivelul din anul precedent, va stoarce Guvernul de resurse și depinde totodată de atingerea, puțin probabilă, a unei rate de creștere a GDP de cel puțin 4% - 5%.

Anunțând – fie și indirect –, intenția de a-și însuși activele rămase în Pilonul II de pensii, Executivul recunoaște implicit că există o gaură serioasă în bugetul pe 2015, a comentat Balázs ROMHÁNYI, Managing Director al Institutului pentru Responsabilitate Fiscală de la Budapesta. El a reamintit că, prin „operațiunea” din 2011, Guvernul s-a trezit în posesia unor fonduri mult mai mari decât cele circa



În **Cehia**, relativ nou înființatul Pilon II se află în pragul desființării, urmare a lipsei de interes cu care a fost întâmpinat de cetățenii cehi. Eșecul datorat în parte caracterului facultativ, în parte obligației impuse participanților de a plăti o contribuție personală de 2%, suplimentar față de cei 3% redirecționați din contribuția de asigurări sociale, ca și altor factori, s-a concretizat în faptul că nici unul dintre cele șase fonduri de pensii autorizate pe Pilonul II nu reușise la începutul anului 2014 să se apropie nici pe departe de pragul minim impus de lege, de 50.000 participanți.

Ca urmare, Guvernul social-democrat la putere a decis ca începând cu anul 2016, fondurile acumulate în Pilonul II vor fi transferate către Pilonul III, segment care a funcționat în Cehia cu mare succes (circa 5 milioane membri). Alternativ, participanții care nu dețin un cont de Pilon III, sau nu doresc să-l suplimenteze, pot solicita transferul activelor într-un cont bancar sau returnarea acestora în sistemul public de pensii.

600 milioane forinți necesare pentru a umple golul lăsat de scăderea taxelor pe venituri, ceea ce a rezultat într-un excedent bugetar de circa 4% din PIB și o reducere unică a datoriei publice, dat fiind că legislația europeană permitea la momentul respectiv încadrarea acestui venit extraordinar ca venit la buget. Între timp însă, metodologia UE a început să ia în considerare adevărul potrivit căruia rezultatul unei astfel de „haiducii” nu mai poate fi considerat ca venit, dat fiind că în schimbul obținerii acestor fonduri statul se încarcă cu o responsabilitate fiscală mult mai mare în viitor, ceea ce afectează serios sustenabilitatea pe termen lung.

ROMHÁNYI spune că, deși noua devalizare a Pilonului II ar putea aduce pe termen scurt scăderea datoriei publice – prin simplul fapt că vor fi necesare mai puține emisiuni de titluri de stat –, în ceea ce privește menținerea deficitului bugetar în limitele acordului de la Maastricht vor fi necesare alte venituri, cel mai probabil din noi majorări de taxe, ceea ce va afecta creșterea economică astfel încât, la final, nici rata datoriei publice nu se va îmbunătăți sensibil.

Din nefericire, proiectul de buget pe 2015 cuprinde și alte puncte discutabile, luând în calcul venituri de peste 250 miliarde forinți a căror realizare este, în cel mai fericit caz, improbabilă. Așadar, în condițiile în care tot ce se putea impozita este deja impozitat la limita suportabilului, activele Pilonului II par o „victimă sigură”, chiar dacă sacrificarea acestuia nu va aduce decât

Populația Ungariei se restrânge și îmbătrânește totodată. Ca atare, un pot de 10 miliarde euro ușor de însușit acum se va dovedi foarte scump peste un deceniu, când generația baby-boomerilor se va pensiona ... dar asta nu va fi problema actualului guvern.

The Economist

beneficii relative pe termen scurt și datorii certe pe termen lung. *Este clar că Uniunea Europeană asistă în acest caz la o politică fiscală nesustenabilă și anti-creștere. Întrebarea este dacă Bruxelles-ul va face ceva*, a concluzionat ROMHÁNYI.

## Ziua Pensiiilor Private

18 mai 2015

Brașov, România, Hotel ARO Palace

FIAR



www.fiar.ro

Volumul contribuțiilor la Pilonul II de pensii private polonez va scădea dramatic după ce, urmare a schimbărilor legislative din 2013, numărul contribuitorilor la fondurile de pensii se va reduce drastic, la circa 2,56 milioane de participanți, adică circa 16% din portofoliul de participanți atins de sistem în ultima lună înainte de deschiderea fondurilor de pensii. Consecințele acestei schimbări se vor face simțite însă nu numai în ceea ce privește pensiile viitoare sau businessul administratorilor de fonduri, ci și, pe o scară mult mai largă, la nivelul întregii economii.



## POLONIA – schimbare forțată de traiectorie în pensii

În 1999, Polonia a lansat ceea ce avea să devină, grație condițiilor demografice și a parametrilor financiari de bază, cel mai mare sistem de pensii private din regiunea Europei Centrale și de Est. La sfârșitul anului 2008, înainte de a se face simțite dificultățile crizei financiare, Pilonul II polonez avea în administrare circa 138,2 miliarde PLN, corespunzător unui număr de aprox. 14,36 milioane conturi individuale. În ianuarie 2014, numărul total al participanților la sistem se situa în jurul cifrei de 16,4 milioane, în timp ce „averea” administrată de fonduri crescuse la circa 300 miliarde PLN active nete (aprox. 75 miliarde euro).

Între aceste două momente însă, statul polonez a făcut un prim pas înapoi, în 2011, reducând procentul de contribuție de la 7,3% (unul dintre cele mai generoase din regiune), la 2,3%. Următorul pas a avut loc în 2014, când legislația adoptată în toamna lui 2013 și intrată în vigoare în debutul anului în curs, a adus întâi o tăiere masivă a activelor prin „recuperarea” forțată de către stat a titlurilor și obligațiunilor de stat aflate în portofoliile fondurilor de pensii, urmată de anularea caracterului

obligatoriu al participării la Pilonul II și instituirea unei „ferestre” de timp de 4 luni, încheiată la 31 iulie, pe parcursul căreia participanților li s-a oferit posibilitatea – insistent mediatizată -, de a se retrage din Pilonul II bazându-se exclusiv pe sistemul public de pensii și pe eventualele economii realizate în Pilonul III de pensii private facultative. Din punct de vedere statistic, schimbările din 2014 au determinat o reducere a volumului activelor nete la circa jumătate din valoarea de la începutul anului și, potrivit primelor estimări exprimate după încheierea perioadei de „opt-out”, eliminarea din sistem a peste 85% din membri.

Din perspectiva Guvernului, efectul scontat al ciuntirii aduse sistemului de pensii private polonez în acest an s-ar putea concretiza, potrivit diverșilor analiști care au comentat fenomenul, în reducerea valorii datoriei publice raportate la PIB cu circa 7 – 8,5 puncte procentuale. Cu alte cuvinte, pe termen scurt, aceasta reformă – sau mai degrabă contra-reformă -, ar putea ajuta bugetul Poloniei să treacă de la un deficit bugetar estimat de circa 4,8% în 2013, la un excedent de aprox. 4,6% în 2014, potrivit estimărilor Comisiei Europene.



*A lua bani din fondurile de pensii pentru a-i utiliza în alte scopuri nu va face decât să submineze încrederea populației în sistemul de pensii, determinând cetățenii să-și reducă contribuțiile acolo unde este posibil, susține PensionsEurope1, asociația europeană a administratorilor de fonduri de pensii, într-un document dat publicității în acest an. Guvernele au justificat aceste reforme prin necesitatea de a-și consolida finanțele publice. În viziunea PensionsEurope, țările ECE se confruntă cu provocări demografice severe și nu trebuie să mai amâne construirea unor sisteme de pensii finanțate. Ar fi nevoie de decenii pentru a reconstrui un sistem de pensii multi-pilon.*

Nici Guvernul polonez nu a apelat la altă motivație pentru schimbările legislative adoptate. Chiar dacă anii de criză financiară nu par să fi lăsat asupra economiei țării o amprentă le fel de puternică precum în celelalte țări ale regiunii, Polonia se îndreaptă totuși în ritm accelerat către momentul în care datoria publică ar fi atins pragul de 55% din PIB, un nivel pe care Guvernul polonez s-a angajat ferm să nu-l depășească. Astfel, exproprierea unei părți substanțiale din „averea” fondurilor de pensii pentru a acoperi necesitățile bugetare s-a dovedit a fi prea tentantă pentru a fi ignorată.

Unul dintre argumentele aduse de Guvernul polonez în sprijinul măsurilor luate – în acord cu Banca Națională a Poloniei -, este acela că, de la debutul sistemului până în 2012, fondurile de pensii de Pilon II au generat în bugetul țării o datorie totală de 280 miliarde PLN (circa 70 miliarde euro) ca urmare a nevoii Guvernului de a se împrumuta pentru a susține investițiile. Suma echivalează cu 17,5% din PIB și reprezintă ceva mai mult de 30% din datoria publică totală a Poloniei. Ca atare, Executivul s-a simțit îndreptățit să-și însușească deținerile fondurilor de pensii în titluri și obligațiuni de stat pentru a-și consolida situația financiară și, cel puțin pe termen scurt, pare că-și va atinge acest obiectiv cu succes.

Ce se întâmplă însă cu viitorii pensionari și, mai mult, ce impact va avea contra-reforma din 2014 asupra economiei poloneze, în finanțarea căreia fondurile de pensii au jucat un rol deloc neglijabil?

Profunda alterare adusă reformei pensiilor de Guvernul polonez în acest an a stârnit un val de critici în lumea financiară. Dincolo de a pune în balanță beneficiile bugetare imediate cu (i) moralitatea și (ne)constituționalitatea expropriării fondurilor de pensie, s-au emis numeroase opinii și estimări cu privire la modul și măsura în care „contra-reforma” va afecta dezvoltarea economică generală și, pe această cale, mai devreme sau mai târziu, însăși sustenabilitatea sistemului public de pensii.

## Un decalaj în creștere

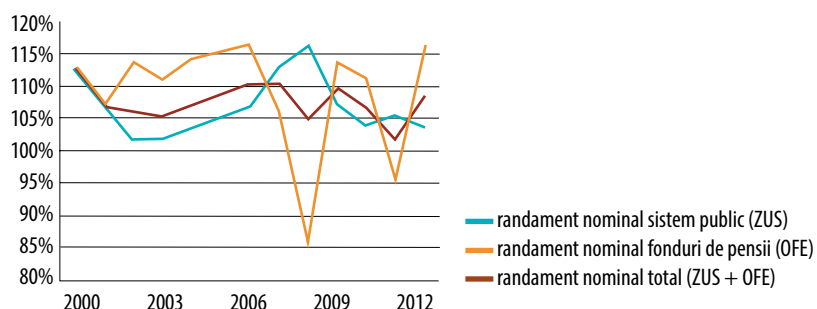
OFE au avut un rol semnificativ în atenuarea fluctuațiilor financiare din sistemul de pensii. Funcționarea în tandem a unui pilon public (conturi noționale, în care beneficiile sunt indexate cu rata inflației) împreună cu unul administrat privat (contribuții definite, în care beneficiile depind de randamentul investițional) a dus la atenuarea fluctuațiilor în rata totală a randamentului, conducând la un rezultat agregat superior oricăreia dintre alternativele mono-pilon. Randamentele înalte ale OFE din primii ani după lansare au contrabalansat debutul ezitant al sistemului public cu conturi noționale, în timp ce, pe vârful

crizei financiare, cu o rată a inflației ridicată, situația s-a inversat și scăderea de randament din pensiile private dată de deprecierea activelor bursiere a fost compensată de ratele de indexare mai înalte din sistemul public. Ca atare, din perspectiva beneficiarilor sistemului, viitorii pensionari, sistemul multi-pilon s-a dovedit a fi o soluție optimală.

Cât privește strict rezultatele investiționale ale OFE, potrivit datelor furnizate de IGTE – asociația administratorilor de pensii din Polonia –, în 2012, în perioada septembrie 1999 – data agreată în piața poloneză ca fiind momentul „zero” al activității de investiții a fondurilor –, și martie 2012, OFE au realizat o rată nominală a randamentului de 206,4%, în timp ce valoarea actualizată cu inflația (rata reală) era de 97,1%. Cu alte cuvinte, valoarea conturilor de pensie a crescut anual, excluzând toate costurile și comisioanele de administrare, în medie, cu 5,75%, în timp ce rata medie anuală a inflației în aceeași perioadă a fost de 3,57%.

Într-un limbaj comun, simulările realizate de IGTE au arătat că un cetățean polonez cu un venit salarial mediu și care ar fi contribuit continuu la Pilonul II pe parcursul întregii perioade considerate ar fi acumulat în contul său de pensie privată, din contribuții, circa 26,3 mii zloți, sumă pe care un fond de medie performanță ar fi ridicat-o prin investiții la circa 37,4 mii zloți (38,7 mii zloți pentru fondul cu cea mai bună performanță investițională). Aceeași sumă, depozitată într-un cont indexat cu inflația, ar fi crescut până la 31,9 mii zloți.

## Randamentul sistemului de pensii (1999 – 2012)





## Contribuție totală – 19,52% din salariul brut (50% angajator, 50% angajat)

Înainte de 1 februarie 2014		
ZUS – 12,22%		OFE – 7,3%
După 1 februarie 2014		
angajați care au decis să rămână în fondurile de pensii		
ZUS – 12,22%	ZUS – cont secundar 4,38%	OFE – 7,3%
angajați care au decis să contribuie doar în pilonul public		
ZUS – 12,22%	ZUS – cont secundar 7,3%	OFE – 0,0%

Totodată, potrivit datelor publicate de KNF – autoritatea poloneză de supraveghere a piețelor financiare –, la finele primului trimestru din 2014, valoarea medie a unității de fond era de 37,79 zloți, o valoare aproape cvadruplă în raport cu nivelul de pornire din 1999, de 10 zloți/unitate, cu un vârf de peste 40 zloți realizat de fondul de pensii ING.

Randamentul trianual al OFE (medie ponderată), calculat la 31 martie 2014, era de 20,59%, în timp ce rata inflației pe ultimele 36 de luni se situa la valoarea de 5,674%. În valori anualizate, media ultimilor trei ani s-a situat la valoarea de 6,442% în ceea ce privește randamentul OFE și 1,857% pentru inflație. În aceeași perioadă, variația indexului FTSE al Guvernului polonez a fost de 7,568%, iar indicele WIG – al Bursei de la Varșovia –, a crescut cu 2,433%.

Pe scurt, fondurile de pensii poloneze au reușit să furnizeze un randament real pozitiv chiar și în condițiile instabilității economice post-criză. Cu toate acestea, valoarea medie a conturilor participanților la sistem rămâne destul de scăzută. Astfel, spre deosebire de cazul teoretic considerat mai sus, participanții la fondurile de pensii – cu durate de contribuție și venituri salariale diverse –, au acumulat în conturi sume care, pentru cei cu cele mai lungi stadii de cotizare – se ridică la nivelul a circa 4.000 euro, reflectând în fapt – înainte de orice altă cauză –, nivelul modest în valoare absolută

al contribuțiilor. Lesne de imaginat că, în condițiile reducerii nivelului de contribuție, decalajul dintre acumulările din fondul de pensii și necesitățile reale va crește substanțial.

### WSE – un hub la apogeu?

Dincolo de efectele directe asupra intereselor viitorilor pensionari este interesant însă de urmărit și care sunt efectele potențiale asupra economiei poloneze.

Înainte de 2014, fondurile de pensii se clasau pe poziția a doua în topul celor mai mari investitori în titluri și obligațiuni de stat poloneze, după investitorii străini, cu o cotă de circa 21% din volumul total de dețineri. Potrivit specialiștilor, excluderea fondurilor de pensii de pe piața titlurilor poloneze va conferi o greutate mult mai mare investitorilor străini și va face totodată ca *datoria poloneză să devină mult mai volatilă și mai puțin lichidă, ceea ce înseamnă prime de risc mai ridicate pentru investitori și implicit necesitatea ca Guvernul polonez să plătească rate ale dobânzii mai mari pentru a atrage capitalul străin* (Paweł CYMCYK, ING IM Polandii).

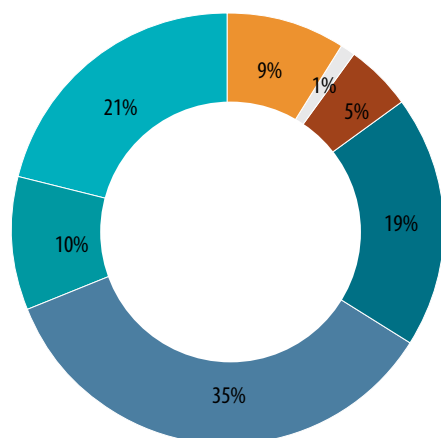
Un material emis de Departamentul de Analiză Economică al Bank ZACHODNI WBK – Group Santander, în decembrie 2013, estima că, în structura deținerilor de titluri de stat poloneze, cota investitorilor străini va crește de la circa 33,7%, la finele lui 2013, la aprox. 43%, după eliminarea fondurilor de pensii de pe această piață. Pentru

unele bonduri (seriile DS cu maturități în 2020, 2021, 2023) cota investitorilor străini ar putea crește chiar mai mult, până la circa 60%, în timp ce pentru unele serii (WZ cu maturități în 2017, 2021) concentrarea de bonduri în mâinile unui singur deținător străin s-ar putea ridica până la 20%. Rezumând, concluzia analiștilor citați coincide cu opinia specialistului polonez, cu un accent asupra faptului că fenomenul ar putea interesa în special segmentul titlurilor cu maturități de 3 – 5 ani, preferate în general de fondurile de pensii. În plus, subliniază aceștia, excluderea fondurilor de pensii de pe piața titluri de stat s-ar mai putea face simțită și în situația unor „valuri” de retragere a capitalului străin de piața poloneză, așa cum s-a întâmplat în toamna anului 2013. Dacă atunci fondurile de pensii au reușit să compenseze într-o măsură efectele acestui fenomen, cumpărând titlurile aruncate pe piață de investitorii străini, acest lucru nu va mai fi posibil în viitor.

Urmările pe care reducerea masivă a activelor OFE și, implicit, a puterii lor de tranzacționare pe piața de capital le-ar putea avea asupra Bursei de Valori de la Varșovia constituie un alt motiv de îngrijorare. Potrivit datelor publicate de WSE (Warsaw Stock Exchange), în prima jumătate a anului 2013 fondurile de pensii controlau circa 24% din capitalizarea bursei, structura portofoliului investițional de la sfârșitul anului 2013 arătând o pondere de peste 42% în acțiuni. După momentul transferului de titluri de stat, cota deținerilor în acțiuni în portofoliul pieței urcase până la circa 82%. Cel mai probabil, apreciază diverși specialiști, la un astfel de nivel al plasamentelor în acțiuni, interesul fondurilor pentru cumpărare va fi destul de scăzut, așteptând prețuri mai bune și, între timp, căutând ceva mijloace de diversificare a plasamentelor.

Plasamentele în active străine ar putea fi o sursă interesantă de diversificare, mai ales în contextul în

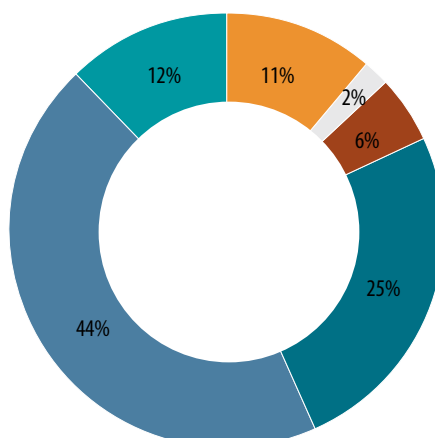
## Schimbarea structurii deținătorilor de titluri poloneze urmare a revizuirii legislației în 2014



■ Investment funds  
■ Individuals  
■ Other  
■ Domestic Banks  
■ Foreign investors  
■ Insurance Companies  
■ Pension Funds

care, urmare a deciziei Curții Europene de Justiție din decembrie 2011, actuala limită de 5% pusă plasamentelor în străinătate va fi ridicată treptat până la 30% (începând cu anul 2016). Urmările acestei relaxări ar putea fi însă nefaste pentru Bursa de la Varșovia, mai ales că, în căutare de lichiditate, fondurile de pensii ar putea apela la vânzarea celor mai lichide acțiuni domestice deținute, producând astfel o scădere semnificativă a unora dintre indicii bursiei.

În fapt, nevoia de lichidități va fi cel mai probabil principala problemă a administratorilor de fonduri. Pe de o parte intrările de numerar vor fi mult reduse după ce, începând cu toamna 2014, fondurile vor mai primi contribuții numai pentru cei circa 2,56 milioane participanți rămași în sistem. Pe de altă parte, potrivit prevederilor legislației de plată a pensiilor, fondurile va trebui să elibereze active pentru a transfera către ZUS (casa națională de pensii publice, însărcinată cu efectuarea plății pensiilor atât pentru sistemul public, cât și pentru Pilonul II) tranșe semnificative din activele acumulate în conturile participanților care au mai puțin de 10 ani până la retragerea din activitate.



■ Investment funds  
■ Individuals  
■ Other  
■ Domestic Banks  
■ Foreign investors  
■ Insurance Companies

Astfel, potrivit estimărilor din piață, fondurile de pensii ar putea fi obligate să vândă acțiuni în valoare de circa 3 miliarde zloți (~715 milioane euro) în primul an de reformă, ceea ce va face ca cererea pe piața poloneză să scadă cu circa 30%. Investitorii străini ar putea anticipa acest trend îndreptându-se

Odată distrus, va fi nevoie de decenii pentru a reconstrui un sistem de pensii multi-pilon.

PensionsEurope Manifesto 2014

către piețe cu randamente mai bune, în vreme ce un declin al bursei ar putea descuraja și investitorii privați – foarte atenți la performanțele istorice –, și fondurile mutuale – dependente de opțiunile investitorilor privați. De altfel, în noiembrie 2013, ministrul de finanțe în funcție a avertizat asupra acestor posibile urmări, manifestându-și cu precădere îngrijorarea față de succesul viitoarelor oferte publice de privatizare.

## O tentație de nerefuzat?

Dacă datoria de stat va fi mai volatilă și mai scumpă, iar Bursa de la Varșovia va intra într-adevăr într-o perioadă de declin, cu toate consecințele economice colaterale, nu cumva costul redresării bugetare realizate pe seama pensiilor private va fi chiar renunțarea la o parte din atributele care au ajutat Polonia să traverseze criza mai bine decât celelalte țări din zonă? Posibil și chiar probabil... și totuși...

*Sistemele de pensii cu capitalizare care funcționează eficient supun guvernele unei tentații extrem de puternice. Cu cât este mai eficient un astfel de sistem în a-și spori capitalul, cu atât mai mare este avuția pe care un guvern presat de nevoi bugetare o poate captura, afirma autorii lucrării „Unprivatizing the Pension System: The Case of Poland”. Argentina 2008 – 29 miliarde USD, Ungaria 2011*

– aprox. 12 miliarde euro, Polonia 2011 și 2014 ... peste 30 miliarde euro din exproprierea titlurilor de stat și efecte încă necuantificabile ale decimării portofoliului de participanți... quod erat demonstrandum.

Surse:

Dr. Agnieszka Chłoń-Domińczak, Institute for Statistics and Demography SGH, "The Sustainability and Adequacy Tradeoff as Countries Age - the lesson from Poland", (6th Global Pension & Savings Conference April 2, 2014, Washington).

Jan HAGEMER, Krzysztof MAKARSKI, Joanna TYROWICZ "Unprivatizing the Pension System: The Case of Poland", Faculty of Economic Sciences, University of Warsaw, Working Papers No. 26/2013 (111).

Economic Analysis Dept. Bank Zachodni WBK S.A., "2014 Outlook: Poland - Macro, Rates and FX", December 2013.

Polish Financial Supervision Authority, Annual Bulletin and quarterly statistics. OFE's Market

IGTE website, statistical section.

Marcin Kaczmarczyk, Warsaw School of Economics, "Three pillar pension system in Poland - Security through/under Diversity", March 2014.

Krystyna KRZYŻAK, "Contributions to Polish second-pillar system to shrink dramatically", www.ipe.com.

modern  
rapid

liber

activ

profesionist

dinamic

flexibil  
independent

simplic

ambitios

informat

transparent

## YOU INVEST. Investiția ta flexibilă.

Pentru mai multe informații, ia legătura cu experții ERSTE Asset Management sau vizitează site-ul [www.youinvest.ro](http://www.youinvest.ro)



Mai bine. Pentru că putem.

**Produs de investiții flexibil pentru persoane fizice și juridice.**

Performanțele anterioare ale fondurilor nu reprezintă o garanție a realizărilor viitoare. Citiți prospectul de emisiune și Documentul privind informațiile cheie destinate investitorilor (DICI) înainte de a investi în aceste fonduri! Prospectele de emisiune și Documentele privind informațiile cheie destinate investitorilor (DICI) sunt disponibile în limba română pe site-ul [www.erste-am.ro](http://www.erste-am.ro) și pot fi obținute gratuit de la unitățile teritoriale ale Băncii Comerciale Române SA și de la sediul SAI ERSTE Asset Management SA. FDI YOU INVEST Solid RON, Autorizația ASF nr. A/21/2014, nr. Reg. ASF CSC06FDIR/400087; FDI YOU INVEST Balanced RON, Autorizația ASF nr. A/23/2014, nr. Reg. ASF CSC06FDIR/400089; FDI YOU INVEST Active RON, Decizia CNVM nr. 1870/2007, nr. Reg. ASF CSC06FDIR/400042; FDI YOU INVEST Solid EUR, Autorizația ASF nr. A/22/2014, nr. Reg. ASF CSC06FDIR/400088; FDI YOU INVEST Balanced EUR, Decizia C.N.V.M. nr. 370/2013, nr. Reg. ASF CSC06FDIR/400082; FDI YOU INVEST Active EUR, Decizia C.N.V.M. nr. 369/2013, nr. Reg. ASF CSC06FDIR/400083. SAI ERSTE Asset Management SA, Str. Uruguay, nr. 14, sector 1, București, telefon 0372.269.999; e-mail: [office@erste-am.ro](mailto:office@erste-am.ro); [www.erste-am.ro](http://www.erste-am.ro) Decizia CNVM nr. 98/2009, nr. Reg. ASF PIROSSAIR400028; Depozitar: BCR SA, Aviz CNVM nr. 27/2006, nr. Reg. ASF PIRIO/DEPR/400010.



Asociația pentru Pensii Administrative Privat din România



APF - S.A.F.P.F



Metropolitan Life®



Contact

Sediul ING Pensii  
Str. Costache Negri nr. 1-5, etaj 1, sector 5, cod postal 050552, Bucuresti  
Tel.: 0372.289.563 , 0314.063.563 , 0741.849.563, Fax: 021.402.85.82  
mihai.bobocea@apapr.ro, catalin.ciocan@apapr.ro