

---

# ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ АНАЛІЗУ В СФЕРІ ФІНАНСІВ

УДК 336.63

**Жанна Миколаївна ДОВГАНЬ**

доктор економічних наук,  
професор,  
кафедра банківського менеджменту та обліку,  
Тернопільський національний економічний університет  
E-mail: zh.dovhan@tneu.edu.ua

**Ігор Святославович КРАВЧУК**

кандидат економічних наук, доцент,  
докторант,  
кафедра банківського менеджменту та обліку,  
Тернопільський національний економічний університет  
E-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua

## СУЧАСНІ ТRENДИ РОЗВИТКУ ПРИВАТНИХ ПЕНСІЙНИХ ІНСТИТУЦІЙ В ЄВРОПЕЙСЬКОМУ СОЮЗІ

Довгань, Ж. М. Сучасні тренди розвитку приватних пенсійних інституцій в Європейському Союзі [Текст] / Жанна Миколаївна Довгань, Ігор Святославович Кравчук // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярошук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2017. – Том 27. – № 4. – С. 124-132. – ISSN 1993-0259.

### **Анотація**

**Вступ.** Сучасні демографічні тенденції і соціально-економічні моделі в багатьох європейських країнах ініціюють виклики щодо можливості адекватного пенсійного забезпечення населення. Прогнози міжнародних організацій підтверджують необхідність диверсифікації джерел пенсійних виплат для населення за рахунок пришвидшення розвитку приватних пенсійних інституцій. Водночас слід забезпечити й ефективне регуляторне середовище управління пенсійними активами, з огляду на їх важливу соціальну значущість і взаємозв'язок з фінансовими ринками, зокрема у площині їх стабільного функціонування.

**Мета.** Ідентифікація ключових особливостей функціонування фінансових інституцій з управління пенсійними активами на європейському ринку, які можуть бути детермінантами активізації заходів з модернізації регуляторного сектору недержавного пенсійного забезпечення в аспекті соціальної і фінансової стабільності.

**Метод.** Структурно-динамічний і кореляційний аналіз діяльності приватних пенсійних інституцій на європейському фінансовому ринку.

**Результати.** Виокремлено особливості сучасних трендів розвитку приватних пенсійних систем країн ЄС свідчать про зростання їх фінансової крихкості (в окремих країнах) через переважання конструкції з визначеними виплатами серед пенсійних програм працівників, зростання у структурі пенсійних інвестиційних портфелів частки більш ризикованих вкладень в інструменти інститутів спільного інвестування, високу транскордонну концентрацію пенсійних активів, чутливість до транскордонного зараження, зважаючи на низькі значення *home bias*, гомогенність стратегій і певну проциклічність інвестицій. Незначний рівень покриття населення приватними пенсійними програмами, а також незначна роль в економіці (відношення пенсійних активів до ВВП) в багатьох країнах ЄС свідчать про доцільність стимулювання розвитку цього виду фінансової індустрії.

Окреслена множина ключових особливостей детермінує потребу розвитку регуляторів як пруденційного (для зменшення крихкості пенсійних систем), так і стимулювального характеру (впровадження норм щодо розробки пан'європейських персональних пенсійних продуктів, які будуть стандартизовані щодо основних характеристик).

---

**Ключові слова:** фінансова стабільність; фінансова крихкість; приватні пенсійні системи; обігові фінансові інструменти; працівничі пенсійні плани; персональні пенсійні плани.

**Zhanna Mykolaivna DOVHAN**

Doctor of Sciences (Economics),  
Professor,  
Department of Banking Management and Accounting,  
Ternopil National Economic University  
E-mail: zh.dovhan@tneu.edu.ua

**Igor Sviatoslavovych KRAVCHUK**

PhD in Economics,  
Associate Professor,  
Doctoral Student,  
Department of Banking Management and Accounting,  
Ternopil National Economic University  
E-mail: i.kravchuk@tneu.edu.ua

**MODERN TRENDS OF PRIVATE PENSION  
INSTITUTIONS DEVELOPMENT IN THE EUROPEAN UNION**

**Abstract**

**Introduction.** Current demographic trends and social and economic models initiate the challenges regarding the possibility of adequate pension provision of the population in many European countries. International organizations forecasts confirm the need to diversify the sources of pension benefits to the population by accelerating the development of private pension institutions. At the same time effective regulation environment of pension assets management should be provided. It must be done because of their important social value and interrelationship with financial markets, in particular in the aspect of their stable functioning.

**Purpose.** The article aims to identify the key elements of the financial institutions functioning regarding pension assets managing in the European market. They can be determinants of the intensification of regulation modernization of private pension sector in terms of social and financial stability.

**Method (methodology).** Structural and dynamics and correlation analysis of the private pension institutions activities in the European financial market have been considered in this research.

**Results.** The features of EU private pension systems modern trends have been determined. They indicate an increase in financial fragility (in some countries) through the predominance of structures with a defined benefit among occupational pension programs. They also show a growth of share of more risky investments in the instruments of collective investment institutions in the structure of pension investment portfolios, high concentration of cross-border pension assets, sensitivity to cross-border contagion, taking into consideration the low values of home bias and the strategies homogeneity. Low levels of private pension programs coverage of the population, as well as a minor role in the economy (the ratio of pension assets to GDP) in many EU countries demonstrate the feasibility of stimulation the financial industry development.

The key characteristics determine the necessity of development of prudential regulations (reduction of pension systems fragility), and stimulation regulations (standards implementation for the development of pan-European personal pension products, which will be standardized by main characteristics).

**Keywords:** financial stability; financial fragility; private pension system; circulation financial instruments; workplace pension plans; personal pension plans.

**JEL classification:** G15, G18, F21, F36

---

**Вступ**

Однією з важливих складових фінансової системи є пенсійні інституції, які акумулюють грошові ресурси населення і трансформують їх в інвестиції. У зіставленні з іншими фінансовими установами пенсійні інституції мають особливе соціальне значення, зважаючи на зобов'язання реалізовувати пенсійне забезпечення учасників пенсійних планів при настанні встановленого віку.

Сучасні демографічні тенденції і соціально-економічні моделі в багатьох європейських країнах ініціюють виклики щодо можливості адекватного пенсійного забезпечення населення. Так згідно з розрахунками Організації економічного співробітництва та розвитку (OECD) для 28 країн Європейського Союзу (ЄС) середнє значення показника частки кількості осіб більше 65 років на 100 працюючих осіб від

---

20 до 64 років складало в 1950 р. 14,8 %, у 2015 р. – 29,3 %, в 2025 р. прогнозується 36,3 %, а у 2075 р. – більше 55 % [1, с. 159]. Такі темпи старіння населення мають значний вплив на зростання державних витрат з виплати пенсій, передбачених конструкціями солідарних пенсійних систем. За даними Європейської комісії у 2007 р. для країн ЄС середній рівень таких витрат складав 10,1 % ВВП, а до 2060 р. проектується його зростання до 12,5 % [2, с. 36]. Ці прогнози підтверджують необхідність диверсифікації джерел пенсійних виплат для населення за рахунок пришвидшення розвитку приватних пенсійних інституцій. Водночас слід забезпечити й ефективне регуляційне середовище управління пенсійними активами, зважаючи на їх важливу соціальну значущість і взаємозв'язок з фінансовими ринками, зокрема у площині їх стабільного функціонування.

У цьому напрямі у 2011 році на рівні ЄС почало функціонувати Європейське управління зі страхування та працівничих пенсій (ЕІОРА), яке з 2003 р. діяло як комітет з незначними повноваженнями. ЕІОРА переважно фокусувала свою увагу на діяльності саме страхових компаній і незначною мірою на пенсійних інституціях, діяльність яких насамперед пов'язана лише з пенсійними працівничими планами. З 2013 р. ЕІОРА розпочала роботу з розробки рекомендацій щодо створення єдиного ринку персональних пенсійних систем і у 2016 р. презентувала пропозиції з розвитку пан-європейських уніфікованих персональних пенсійних продуктів [3], на основі врахування яких Європейська комісія в 2017 р. опублікувала відповідний проект розпорядження щодо побудови ринку таких продуктів [4].

На міжнародному рівні ОЕСД в 2013 р. презентувала вісім принципів високого рівня щодо фінансування довгострокового інвестування інституційними інвесторами, в тому числі пенсійними фондами (ОЕСД, 2013). У 2016 р. ОЕСД опублікувала ключові принципи регулювання сфери приватних пенсій [6], які мають служити для більш ефективного регулювання та управління приватними пенсійними системами. Крім того, ОЕСД регулярно розкриває значні масиви статистичної інформації про функціонування пенсійних систем [1; 7], що дозволяє дослідити царину діяльності фінансових установ у сфері пенсійного забезпечення.

### Мета статті

Метою статті є ідентифікація ключових особливостей функціонування фінансових інституцій з управління пенсійними активами на європейському ринку, які можуть бути детермінантами активізації заходів з модернізації регуляцій сектору недержавного пенсійного забезпечення в аспекті соціальної і фінансової стабільності.

### Виклад основного матеріалу дослідження

Приватні пенсійні інституції мають важливе дуалістичне значення для суспільного розвитку: (1) соціальний вектор – забезпечення економічної безпеки людей старшого покоління (адекватний, доступний, стабільний і надійний пенсійний дохід) на основі вирівнювання рівня споживання протягом життя; (2) інвестиційний вектор – пенсійні фінансові ресурси є джерелом довгострокових інвестицій на фінансових ринках. Зважаючи на довгостроковий інвестиційний горизонт вкладень, учасники пенсійних програм можуть отримати додатковий інвестиційний дохід за рахунок довгострокової премії за ризик, премії за меншу ліквідність потенційних об'єктів алокації капіталу, дохід від досягнення обіговими фінансовими інструментами фундаментальної вартості, редукції витрат через незначну частоту ребалансування інвестиційного портфеля.

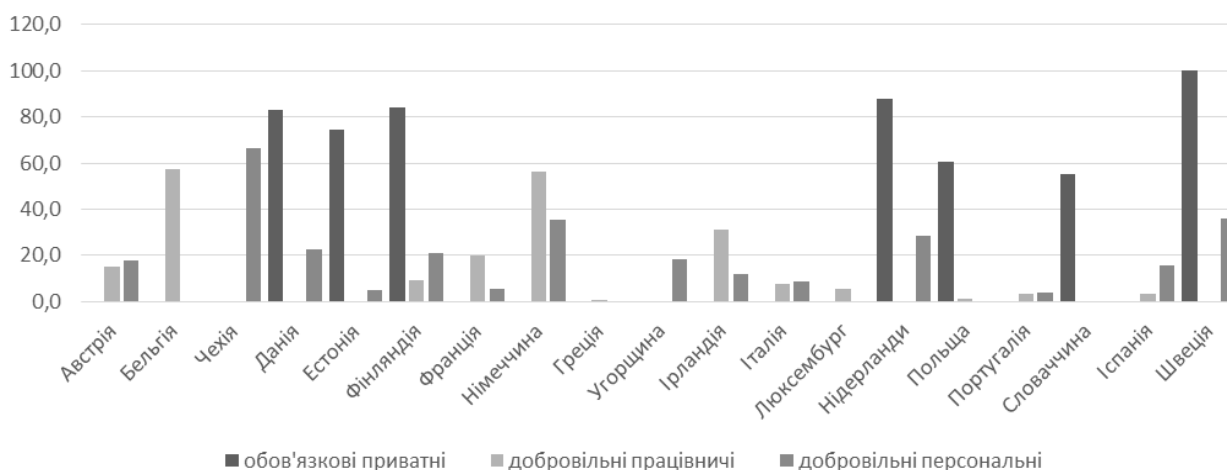
Діяльність приватних пенсійних інституцій може бути одним з головних рушіїв у розвитку фондового ринку та позитивних макроекономічних тенденцій. За даними польських дослідників без відкритих пенсійних фондів (обов'язковий накопичувальний рівень) ВВП у 2012 році був би нижчим на 7 відсоткових пунктів, а рівень безробіття вищим на більше ніж 2 відсоткових пункти [8]. Високий рівень національних заощаджень збільшує обсяг інвестицій, оскільки полегшує підприємцям фінансування розвитку фірм як через банківський кредит, так і через емісію акцій та облігацій [9]. Крім того, стабільний попит відкритих пенсійних фондів є одним з факторів, які обґрунтовують вищий рівень показника Р/Е (відношення ринкової ціни акцій до прибутку на одну акцію) компаній, які котируються на Варшавській фондовій біржі. Порівняння показників оцінки в межах країн, що розвиваються вказує на вищі показники в 2000-2010 рр. в інтервалі 10-20 % [10].

Однак створення другого рівня пенсійного забезпечення не завжди позитивно впливає на розвиток різних складових ринку цінних паперів, зокрема в Казахстані другий рівень впроваджено в 1998 р., а в 2002 р. на Казахстанській фондовій біржі 81,4 % обороту склали державні цінні папери і тільки 3,1 % склали інструменти, емітовані компаніями [11, с. 188], а у 2016 році частка акцій на біржі становила лише 0,3 % [12].

За даними ОЕСД [5] інституційні інвестори (в т. ч. і пенсійні) мають менш циклічні інвестиційні моделі, певною мірою можуть абсорбувати шоки та впливати на фінансову стабільність. Проте деякі дослідники вважають, що пенсійні фонди можуть також і посилювати цінові бульбашки на ринках [13].

Аналіз розвитку сектору недержавного пенсійного забезпечення в європейському фінансового секторі на основі статистичних даних [1; 7] дозволяє виокремити низку ключових особливостей, які можна певним чином вважати причинами розвитку стимулювально-стабілізуючих регуляцій.

1. Участь населення в окремих приватних пенсійних планах в окремих країнах має обов'язковий (працівничі програми – Фінляндія, персональні програми – Польща (до 2015 р.), Словаччина, Естонія) або квазіобов'язковий характер (працівничі програми – Данія, Нідерланди, Швеція). Що стосується добровільних недержавних пенсійних систем, то коефіцієнт покриття населення працездатного віку є незначним. Так середній рівень покриття в ЄС (для вибірки з 20 країн, які належать до даних OECD) добровільними працівничими програмами складає 18,4 %, персональними – 20,5 %. Більше 20 % працездатного населення є учасниками добровільних працівничих програм в 5-ти країнах і лише в 2-х країнах більше 50 % (Бельгія і Німеччина), щодо персональних програм більше 20 % в 6-ти країнах і тільки в Чехії більше 50 % (рис. 1).

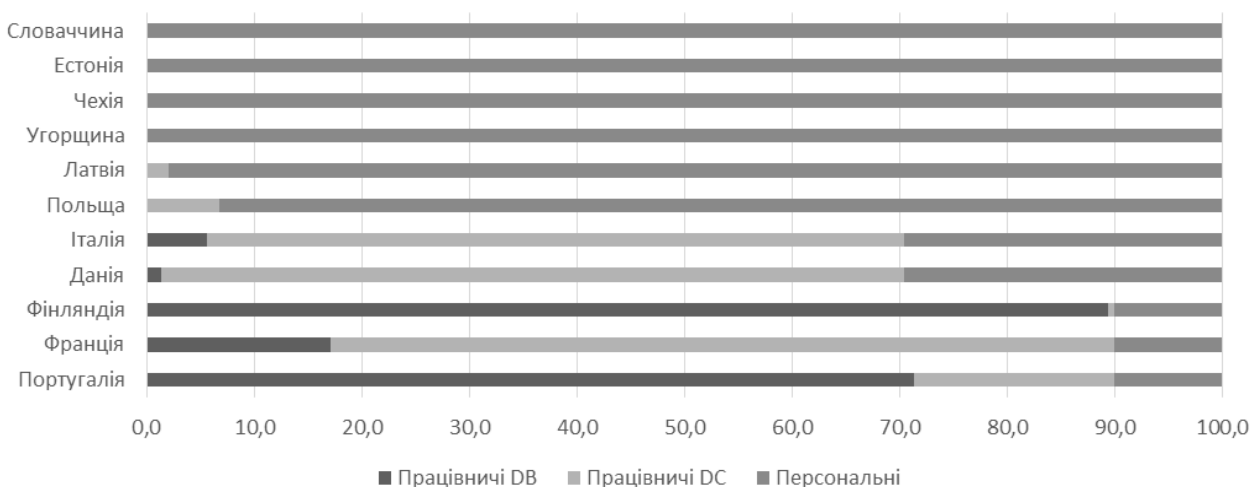


**Рис. 1. Рівень покриття приватними пенсійними планами працездатного населення (2013 р.)\***

\*Побудовано авторами за даними OECD.

Така ситуація свідчить про доцільність розробки та впровадження стимулювальних заходів (зокрема у податковому аспекті) щодо участі населення у приватних пенсійних планах.

2. За видами приватних пенсійних планів можна спостерігати переважання працівничих програм у розвинутих країнах ЄС і домінування персональних планів у країнах Центральної та Східної Європи (рис. 2). Таке розмежування можна пояснити впровадженням у більшості пост-соціалістичних країн обов'язкового персонального накопичувального рівня пенсійної системи згідно з моделлю Світового банку.



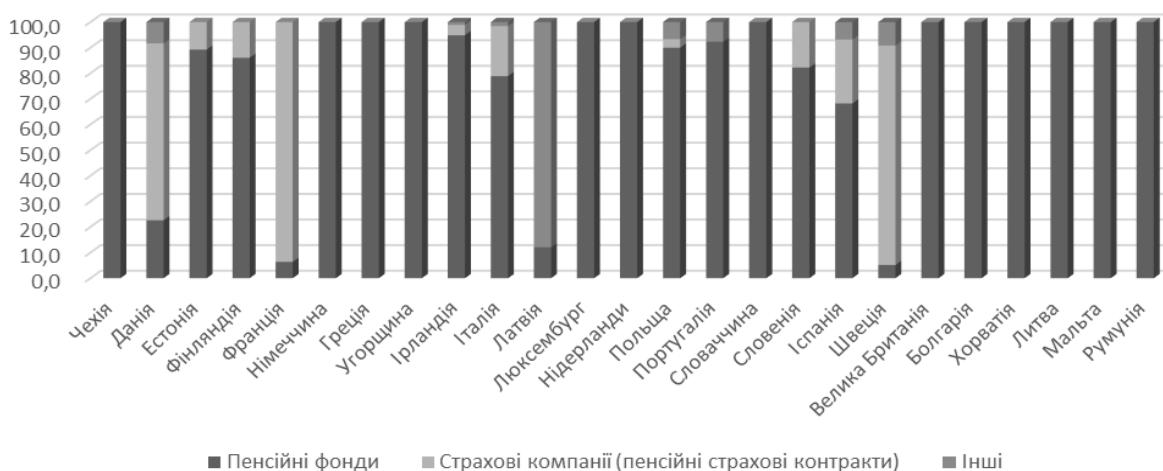
**Рис. 2. Розподіл персональних і працівничих пенсійних планів в країнах ЄС, у % (2016 р.)\***

\*Побудовано авторами за даними OECD.

Велике значення щодо ризикованості діяльності пенсійних інституцій має формат встановлення

визначених внесків (*defined contribution, DC*) чи виплат (*defined benefit, DB*). При конструюванні персональних пенсійних планів учасники сплачують визначені внески, а розмір потенційних виплат після настання пенсійного віку не є чітко визначеним і залежить від рівня доходності здійснених фінансових інвестицій, тобто ризик виплат залишається на учаснику пенсійної програми. Працівничі програми можуть бути різних видів (DB, DC або гібридні), однак історично сформувалося переважання саме пенсійних програм з визначеними виплатами, а це передбачає зосередження ризиків виплат на провайдерах цих програм. Згідно з даними ЕЮРА [14, с. 41] за підсумками 2016 року більше 75 % всіх програм для працівників у ЄС відносилися до конструкції DB. Такі програми є доволі чутливі до фінансових криз, що відображається у зменшенні можливостей з фінансування виплат пенсій. Так, за даними Р. Antolin і F. Stewart [15, с. 4-5], під час останньої світової фінансової кризи рівень фондування пенсійних фондів з DB в більшості країн зменшився до значення менше 90 %. Наприклад, у Нідерландах цей показник був менше 95 % при мінімальній вимозі в 105 %. У Великій Британії рівень фондування впав з 94 % в кінці 2007 року до 85 % у кінці 2008 р.

3. Роль пенсійних фондів серед інших провайдерів щодо залучення пенсійних активів є домінуючою (рис. 3). Середня частка активів пенсійних фондів у секторі приватних пенсійних програм за підсумками 2016 р. щодо вибірки з 25 країн ЄС склала 81,1 % (в 13 країнах ЄС 100 %), а страхових компаній – 13,7 % (Данія – 69,1 %, Швеція – 85,7 %, Франція – 93,6 %).



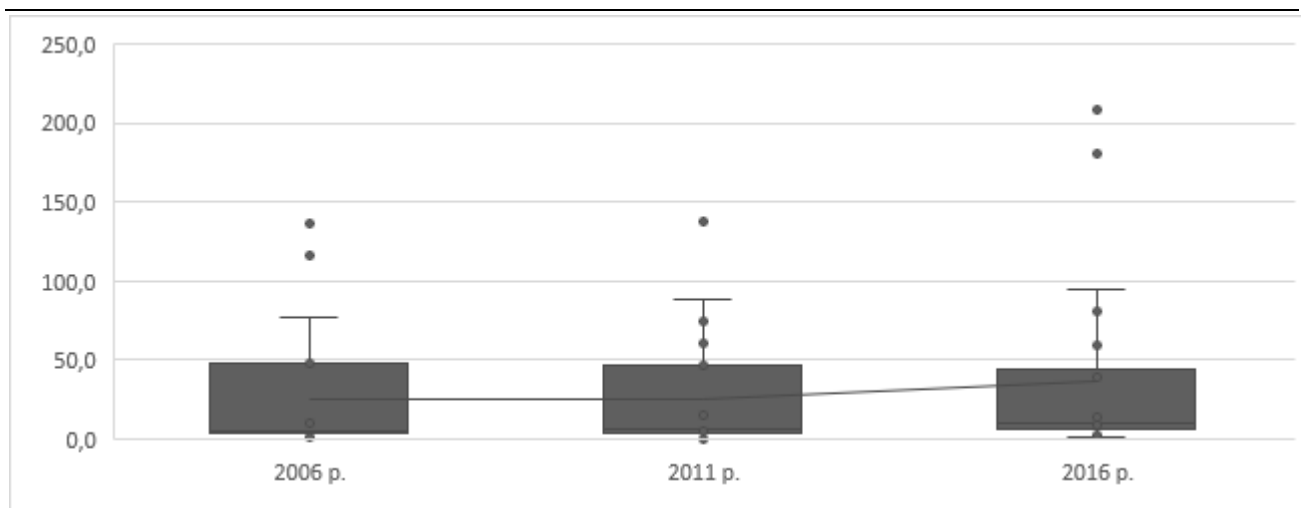
**Рис. 3. Структура пенсійних активів за видами фінансових інституцій в країнах ЄС, у % (2016 р.)\***

\* Побудовано авторами за даними OECD.

4. Рівень розвитку приватних пенсійних систем країн ЄС можна дослідити на основі використання показника відношення приватних пенсійних активів до ВВП (рис. 4). За останні 15 років збільшився розмах значень (різниця між максимальним та мінімальним значеннями). Якщо у 2006 р. показник пенсійних активів /ВВП коливався від 0,01 % для Греції до 136 % в Данії, то в 2016 р. – від 0,7 % для Греції до 209 % у Данії. При цьому середнє значення (медіана) показника зросло(а) з 25,7 % (5,2 %) у 2006 р. до 36,3 % (10,3 %) за підсумками 2016 р. Порівняння середніх і медіанних значень свідчить про значну різницю між ними для окремих країн, що підтверджує наявність широкого розподілу значень, а тому в цих випадках більш надійним є використання медіанних значень. Протягом аналізованого часового горизонту з 2006 до 2016 року дещо зменшився міжквартильний розмах (різниця між 25-ми і 75-ми процентилями), тобто звужився діапазон основних 50 % значень різних країн. Це свідчить про певне збільшення подібності пенсійних систем за цим показником.

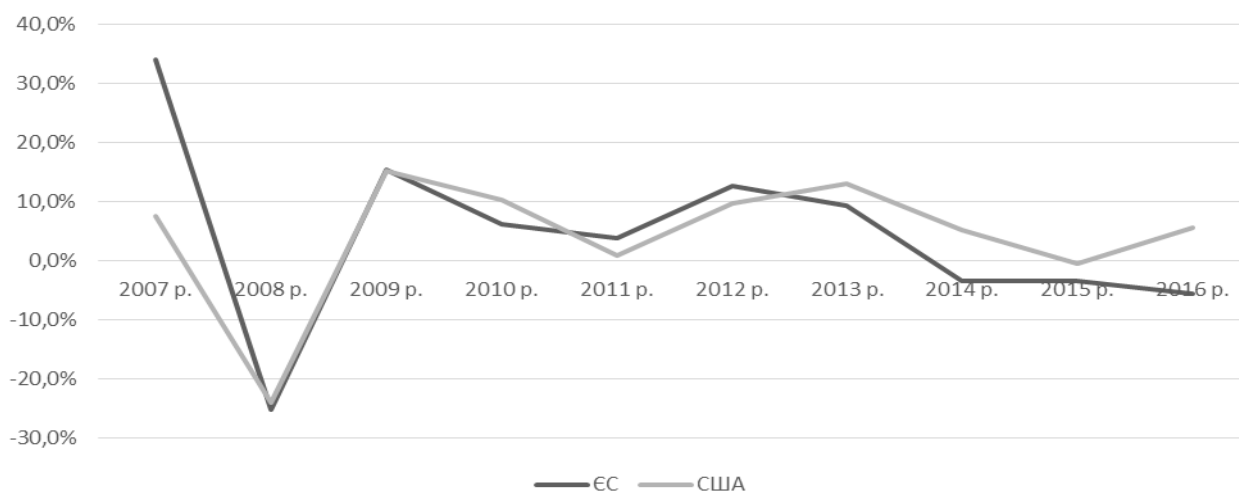
5. Аналіз приросту інвестицій пенсійних інституцій країн ЄС (крім Кіпру) свідчить про чутливість пенсійних активів на фінансові потрясіння. Під час світової фінансової кризи в 2008 році зафіксовано значне падіння інвестицій пенсійних інституцій – на 25,1 % (рис. 5). Найбільший спад відбувся у Великій Британії (-47 %), Ірландії (-37 %) та Бельгії (-32 %). У 2010-2011 рр. можна спостерігати падіння темпів приросту інвестицій через розвиток кризи суверенних боргів у ЄС. Період 2014-2016 рр. характеризується падінням інвестицій, що пояснюється різними факторами внутрішніх змін в окремих країнах. Наприклад, у Польщі за 2014-2015 рр. пенсійні інвестиції зменшилися на 93 % у зв'язку з відміною обов'язкового накопичувального рівня персональних пенсійних програм.

Зміна обсягу інвестицій пенсійних інституцій ЄС має доволі значну корельованість із флуктуаціями цього показника в США (більше 0,74 за період 2007-2016 рр.), однак в останні роки можна відзначити виникнення протилежної динаміки.



**Рис. 4. Динаміка частки пенсійних активів у ВВП країн ЄС\***

\*Динаміка відображається на основі діаграм розмаху (box-and-whiskers diagram), в яких межі коробки – перший і третій квартилі, «вуса» – максимальні та мінімальні значення, хвиляста лінія на графіку – середнє значення, пряма лінія в коробці – медіана. Побудовано авторами за даними OECD.



**Рис. 5. Темпи приросту інвестицій пенсійних інституцій ЄС і США\***

\*Побудовано авторами за даними OECD.

6. Структура інвестицій пенсійних інституцій є результатом використання переважно довгострокових інвестиційних стратегій консервативного спрямування. Європейський ринок (вибірка складає 25 країн ЄС за винятком Франції, Кіпру та Ірландії) є доволі гетерогенним і окремі країни мають свою специфіку у цій площині аналізу (табл. 1). Так для більшості країн (20 з 25) у 2016 р. інвестиції у боргові цінні папери перевищують 20 %, а для 9-ти країн характерне домінування цих обігових фінансових інструментів (більше 50 %) в інвестиційних портфелях. Середня частка вкладень у боргові інструменти дещо зменшилася протягом часового горизонту аналізу, але надалі перевищує 40 %. Максимальне значення частки інвестицій у боргові цінні папери у 2016 році зросло до 88 % (у Чехії).

За останні 10 років можна спостерігати зменшення кількості країн, у яких у структурі активів більше 20 % складають вкладення в акції (з 8 до 4 країн). За підсумками 2016 року для приватного пенсійного сектору однієї країни (Польщі) характерне значне зростання ролі акцій – до 82,8 % інвестиційного портфеля, що пояснюється переведенням вкладень у державні боргові цінні папери відкритих пенсійних фондів (OFE) до державної солідарної пенсійної системи (ZUS). Середнє значення частки інвестицій в акції у 2016 р. у зіставленні з 2010 р. зменшилося майже у два рази (до близько 14 %), що можна певною мірою пояснити зростанням обсягів вкладень в інститути спільного інвестування. Так кількість країн, у структурі інвестицій яких домінують (більше 50 %) фінансові інструменти інвестиційних фондів, зростає з 2-х (2006 р.) до 6 (2016 р.), середнє значення частки цих активів в інвестиційному портфелі країн ЄС перевищило 30 %, найбільше значення зафіксоване для

Бельгії (71,5 %).

**Таблиця 1. Окремі динамічні характеристики розвитку пенсійних систем країн ЄС<sup>1</sup>**

Рік	Кількість країн у вибірці	Кількість країн щодо вкладень у:					
		Боргові цінні папери		Акції		Частки у взаємних інвестиційних фондах	
		Більше 20 % <sup>2</sup>	Більше 50 %	Більше 20 %	Більше 50 %	Більше 20 %	Більше 50 %
2006 р.	19	17	9	8	0	5	2
2011 р.	24	21	12	3	0	13	5
2016 р.	25	20	9	4	1	14	6
Частка вкладень, %							
		Боргові цінні папери		Акції		Частки у взаємних інвестиційних фондах	
		макс	середня	макс	середня	макс	середня
2006 р.	19	79,3	45,6	46,9	20,5	78,6	22,3
2011 р.	24	84,5	44,3	31,8	8,9	92,3	28,1
2016 р.	25	88,0	42,7	82,8	13,9	71,5	30,4
Найбільший обсяг інвестицій							
		Велика Британія		Нідерланди		Данія	
		Обсяг, млн дол.	Частка, % <sup>3</sup>	Обсяг, млн дол.	Частка, %	Обсяг, млн дол.	Частка, %
2006 р.	23	2195133	58,5	884866	23,6	404048	10,8
2011 р.	27	2232598	54,3	1055652	25,7	581495	14,1
2016 р.	27	2273713	49,8	1335227	29,3	611895	13,4

\*Розраховано авторами за даними OECD.

Однією з причин розвитку такого інвестиційного тренду є пошук вищої доходності в період низьких відсоткових ставок на борговому ринку. Це призводить до зростання ризиковості вкладень і їх чутливості на ринкові потрясіння. Крім того, значне переважання вкладень в один тип інструментів (боргові, акції, частки інвестиційних фондів) також підвищує фінансову крихкість пенсійних інституцій.

7. Європейський сектор приватних пенсійних програм характеризується високою транскордонною концентрацією. Так на три країни (Велика Британія, Нідерланди і Данія) за підсумками 2016 р. припадало більше 90 % пенсійних інвестиційних активів ЄС, причому частка однієї країни (Великої Британії) становила близько 50 % (табл. 1). Значна роль Нідерландів щодо обсягів інвестиційних активів може бути певною мірою пояснена також привабливими умовами щодо реєстрації фінансових фірм у цій країні, а пенсійні інституції можуть фактично діяти в іншій країні. Крім того, у Великій Британії і Нідерландах зареєстровані великі фінансові холдинги, дочірні структури яких діють у пенсійних секторах багатьох країнах. Наприклад, за станом на кінець жовтня 2017 р. у Польщі частка чистих активів нідерландського відкритого пенсійного фонду Nationale-Nederlanden становила 25 % чистих активів усіх відкритих пенсійних фондів у Польщі, а британського Aviva – 22 % (розраховано авторами за даними [16]). Така географічна деформованість негативно впливає на інтегральність європейської фінансової системи. Зважаючи на існуючу концентрацію, потенційно негативні наслідки для цієї сфери матиме вихід Великої Британії з ЄС, запланований на 2019 р.

8. У приватних пенсійних системах деяких країн ЄС спостерігається доволі високий рівень залежності від функціонування зарубіжних фінансових ринків, що збільшує транскордонну взаємопов'язаність фінансових систем і ймовірність зараження при фінансовій нестабільності. Так частка вкладень у національні фінансові активи (*home bias*) за підсумками 2016 р. для пенсійних структур Нідерландів становила 18,7 %, Фінляндії – 28 %, Португалії – 36,3 %, Італії – 40,6 % (розраховано авторами за даними [7]). Для низки «нових» країн ЄС (крім Прибалтики, Словаччини) притаманне спрямування інвестицій переважно на внутрішній фінансовий ринок, що сприяє розвитку їх національних економік (*home bias* для Румунії – 93,7 %, Польщі – 92,7 %, Хорватії – 90,8 %, Чехії – 85,5 %).

9. Зміна доходності інвестицій пенсійних інституцій (табл. 2) у країнах з найбільшим обсягом пенсійних активів (вбірка містить річні дані щодо Данії, Німеччини, Італії, Нідерландів і Великої Британії за 2006-2016 рр.) характеризується високим статистично істотним рівнем взаємної кореляції, а також зі зміною доходності «широкого» пан'європейського фондового індексу EURO STOXX 600 (крім Данії).

**Таблиця 2. Кореляційна матриця дохідності інвестицій пенсійних інституцій вибраних країн ЄС і фондового індексу EURO STOXX 600<sup>1</sup>**

	Данія	Німеччина	Італія	Нідерланди	Велика Британія	EURO STOXX 600
Данія		0,4909	0,4776	0,8043*	0,6057	0,3596
Німеччина	0,4909		0,9279***	0,8725***	0,7836**	0,8991***
Італія	0,4776	0,9279***		0,8674**	0,7048*	0,8937***
Нідерланди	0,8043*	0,8725***	0,8674**		0,8552**	0,8246*
Велика Британія	0,6057	0,7836**	0,7048*	0,8552**		0,8506**
EURO STOXX 600	0,3596	0,8991***	0,8937***	0,8246*	0,8506**	

\*Розрахунки авторів. Статистична істотність: \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$ .

Наявність таких значень парної кореляції може свідчити про використання подібних інвестиційних стратегій, що підвищує гомогенність діяльності пенсійних інституцій та їх системну чутливість до ринкових потрясінь. Крім того, високий рівень кореляції з фондовим індексом EURO STOXX 600 може відображати проциклічний характер пенсійних інвестицій, що підвищує крихкість приватних пенсійних систем.

### **Висновки та перспективи подальших розвідок**

Ідентифіковані особливості сучасних трендів розвитку приватних пенсійних систем країн ЄС свідчать про зростання їх фінансової крихкості (в окремих країнах) через переважання конструкції з визначеними виплатами серед пенсійних програм для працівників, зростання у структурі пенсійних інвестиційних портфелів частки більш ризикованих вкладень в інструменти інститутів спільного інвестування, високу транскордонну концентрацію пенсійних активів, чутливість до транскордонного зараження, зважаючи на низькі значення *home bias*, гомогенність стратегій і певну проциклічність інвестицій. Незначний рівень покриття населення приватними пенсійними програмами, а також незначна роль в економіці (відношення пенсійних активів до ВВП) в багатьох країнах ЄС свідчать про доцільність стимулювання розвитку цього виду фінансової індустрії.

Окреслена множина ключових особливостей детермінує потребу розвитку регуляцій як пруденційного (для зменшення крихкості пенсійних систем), так і стимулювального характеру. Одним з напрямів реалізації останніх є впровадження норм щодо розробки пан'європейських персональних пенсійних продуктів (PEPP), які будуть стандартизовані щодо основних характеристик; кількість планів пенсійної інституції не перевищуватиме 3-5 залежно від аверсії до ризику потенційного учасника фонду, в т. ч. буде в наявності базовий пенсійний план, який передбачає як мінімум збереження капіталу на основі використання захисних інвестиційних технік зменшення ризиків.

### **Список літератури**

1. OECD. Pensions at a glance 2015: OECD and G20 indicators, 2015.
2. European Commission. Pension schemes and pension projections in the EU-27 member states – 2008-2060 / European Commission // European Economy. Occasional Paper. – 2009. – Vol. 56.
3. EIOPA. Advice on the development of an EU single market for personal pension products (PPP) / EIOPA. – 2016.
4. European Commission. Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-european personal pension product (PEPP), 2017.
5. OECD. G20/OECD high-level principles of long-term investment financing by institutional investors / OECD. – 2013.
6. OECD. Core principles of private pension regulation / OECD. – 2016.
7. OECD. Pension markets in focus / OECD. – 2017.
8. Gronicki, M. Bez OFE nie uczą nas oszczędzać / M. Gronicki, J. Jankowiak [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://wyborcza.biz>.
9. Balcerowicz, L. Demony OFE wg Rostowskiego / L. Balcerowicz, W. Wojciechowski // Gazeta Wyborcza. – 2013.
10. Sołdek, A. Alokacja aktywów otwartych funduszy emerytalnych / A. Sołdek // Szczepański, M. Ekonomiczne i Społeczne Aspekty Reform Emerytalnych – Polska i Świat. – Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, 2012. – P. 95–114.



- 
11. Oręziak, L. OFE. Katastrofa prywatyzacji emerytur w Polsce / L. Oręziak. – Warszawa: Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, 2014.
  12. KASE. Statistics. volume and structure of the market (comparative data) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kase.kz/en/page/show/statistics>.
  13. Podkaminer, L. Genialny przekręt / L. Podkaminer // Przegląd. – 2013.
  14. EIOPA. Financial stability report. June, 2017.
  15. Antolin, P. Private pensions and policy responses to the financial and economic crisis / P. Antolin, F. Stewart // IOPS Working Paper. – 2009. – Vol. 9.
  16. KNF. Dane miesięczne OFE – październik 2017 r. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://www.knf.gov.pl/?articleId=60081&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/?articleId=60081&p_id=18).

### References

1. OECD. (2015). *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators*.
2. European Commission. (2009). Pension schemes and pension projections in the EU-27 Member States – 2008-2060. *European Economy. Occasional Paper*, 56.
3. EIOPA. (2016). *Advice on the development of an EU Single Market for personal pension products (PPP)*.
4. European Commission. (2017). *Proposal for a Regulation of The European Parliament and of The Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP)*.
5. OECD. (2013). *G20/OECD high-level principles of long-term investment financing by institutional investors*.
6. OECD. (2016). *Core Principles of Private Pension Regulation*.
7. OECD. (2017). *Pension Markets in Focus*.
8. Gronicki, M., & Jankowiak, J. (2013). Bez OFE nie uczą nas oszczędzać. Retrieved June 3, 2013, from <http://wyborcza.biz>.
9. Balcerowicz, L., & Wojciechowski, W. (2013, June 17). Demony OFE wg Rostowskiego. *Gazeta Wyborcza*.
10. Sołdek, A. (2012). Alokacja aktywów otwartych funduszy emerytalnych. In *Szczepański, M. Ekonomiczne i Społeczne Aspekty Reform Emerytalnych – Polska i Świat* (pp. 95–114). Poznań: Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej.
11. Oręziak, L. (2014). *OFE. Katastrofa prywatyzacji emerytur w Polsce*. Warszawa: Instytut Wydawniczy Książka i Prasa.
12. KASE. (2017). Statistics. Volume and structure of the market (comparative data). Retrieved September 18, 2017, from <http://www.kase.kz/en/page/show/statistics>
13. Podkaminer, L. (2013, April 22). Genialny przekręt. *Przegląd*.
14. EIOPA. (2017). *Financial Stability Report. June*.
15. Antolin, P., & Stewart, F. (2009). Private pensions and policy responses to the financial and economic crisis. *IOPS Working Paper*, 9.
16. KNF. (2017). Dane miesięczne OFE – październik 2017 r. Retrieved November 21, 2017, from [https://www.knf.gov.pl/?articleId=60081&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/?articleId=60081&p_id=18).

**Стаття надійшла до редакції 23.11.2017 р.**