



## LIETUVOS RESPUBLIKOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ KOMISIJA

# GYVENIMO CIKLO FONDŲ APŽVALGA IR GALIMO POVEIKIO SUKAUPTOMS LĖŠOMS VERTINIMAS

### ĮVADAS

Įvairiuose gyvenimo etapuose, ne išimtis ir finansuose, investavime, žmogaus poreikiai, prioritetai, vertybės, galimybės priklauso nuo žmogaus amžiaus. Skirtingais gyvenimo etapais žmonių pajamos ir poreikiai skiriasi, todėl dažniausiai skiriasi ir tolerancija investavimo rizikai.

Žmonės kaupia finansinį turtą ir investuoja turėdami konkrečių tikslų: pavyzdžiui, sukaupti lėšų mokslams, nekilnojamojo turto įsigijimui ar užsitikrinti pragyvenimo šaltinį senatvėje ir pan., tad finansų planavimas lydi visą gyvenimą. Deja, ne visi tam turi pakankamai žinių, tinkamos patirties arba negali skirti pakankamai laiko, tad ne visada savarankiškai pavyksta tinkamai planuoti finansus, laiku atsižvelgti į pasikeitusius poreikius ir gyvenimo aplinkybes. Finansų teoretikai ir biheviorizmo krypties mokslininkai tiria, kaip priimdami investicinius sprendimus žmonės iš tiesų elgiasi ir kaip jie turėtų elgtis. Šie tyrimai atskleidė, kad dėl žinių trūkumo žmonės ne visada vadovaujasi logika (dažnai užvaldo emocijos) ir investiciniuose sprendimuose nuolatos, sistemingai daro klaidas.

Investavimas pagal gyvenimo etapus tapo aktualus ir svarbus milijonams žmonių visame pasaulyje. Siekdama patenkinti skirtingus žmonių poreikius įvairiuose gyvenimo etapuose ir vykdyti kryptingesnį finansų planavimą, finansų rinka sukūrė plačiam visuomenės ratui skirtus finansinius produktus, kurie priklauso nuo gyvenimo ciklo (etapų). Sparčiausiai populiarėjantys produktai yra gyvenimo ciklo investiciniai ir pensijų fondai (toliau – GCF; *angl. life cycle*).

Atsižvelgiant į temos aktualumą, šioje apžvalgoje bus analizuojami gyvenimo ciklo fondai. Iš pradžių pristatoma gyvenimo ciklo pensijų fondų koncepcija, vėliau apžvelgiamas jų populiarumas pasaulyje, taip pat įvardinti šių fondų privalumai bei trūkumai. Kitoje dalyje išanalizuota, kokį poveikį sukauptoms pensijų lėšoms būtų turėjęs kaupimas gyvenimo ciklo fonduose bei palyginta su atitinkamu kaupimu tradiciniuose pensijų fonduose. Paskutinėje dalyje pristatomos Lietuvos II pakopos pensijų fondų problemos ir nagrinėjama, kaip jas galėtų padėti spręsti GCF įvedimas.

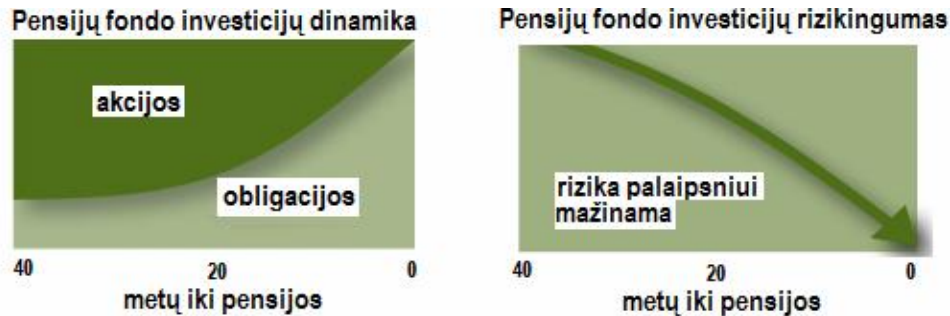
1 diagrama. Žmogaus gyvenimo etapai



# 1. GYVENIMO CIKLO FONDŲ KONCEPCIJA

Gyvenimo ciklo fondai – (*angl. life-cycle funds*), taip pat dar vadinami nuo amžiaus priklausančiais fondais (*angl. age-based funds*) arba tikslinės datos fondais (*angl. target-date funds*) – tai subalansuoti fondai, kurių turto sudėtis (pagal turto klases: pvz., akcijas, obligacijas) tampa vis konservatyvesnė, kuo arčiau yra to fondo dalyvių išėjimo į pensiją data.<sup>1</sup>

2 diagrama. Gyvenimo ciklo fondo investicijų sudėties ir rizikingumo kitimas laike, artėjant išėjimo į pensiją datai

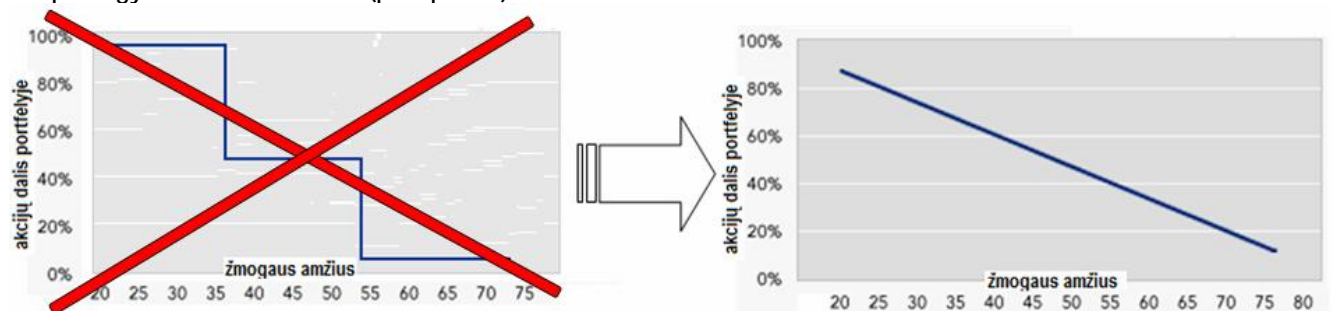


2 diagramoje pavaizduota, kad artėjant išėjimo į pensiją datai mažėja akcijų, daugėja saugesnių aktyvų (obligacijų); atitinkamai mažėja ir fondo pelningumo svyravimai bei rizika.

Jauniausi investuotojai turėtų labiau rizikuoti, nes investicijų augimo potencialas (dėl didesnės prisiimamos rizikos) yra didesnis rizikinguose aktyvuose, istoriniai duomenys byloja, kad akcijų grąža yra didesnė nei obligacijų. Be to, jaunesni investuotojai turi daugiau laiko: jei rinkose įvyktų krizė, užtektų laiko, kad po nuosmukio atsistatytų investicijų vertė. Tuo tarpu pernelyg konservatyviai kaupiantys pensijai asmenys rizikuoja nesukaupti pakankamai lėšų (taip vadinama ilgaamžiškumo rizika). Tad pagrindinė GCF idėja galima laikyti: iš pradžių prisiimant didesnę riziką gauti kuo didesnę investicijų pelną, o vėliau išsaugoti sukauptą turta, kai priartėja išėjimo į pensiją data.<sup>2</sup>

Dalyvis pasirenka pagal savo amžių tinkamiausią fondą ir „sensta“ kartu su fondu ir kitais fondo dalyviais (iki tikslinių metų). Pasirinkę GCF būsimieji pensininkai palieka portfelio turto klasių (akcijų, obligacijų ir kt.) perbalansavimo darbą GCF valdytojui, kuris palaipsniui mažina fondo rizikingumą (nuo daugiau akcijų) link konservatyvesnio (su daugiau obligacijų). Šis procesas dar vadinamas „autopilotu“ (*angl. autopilot*).

3 diagrama. Turto klasių perbalansavimo būdų palyginimas: keičiant skirtingos rizikos fondus (staigus šuolis) ir kaupiant gyvenimo ciklo fonde (palaipsniui)



3 diagramoje matyti, kad perėjimas nuo didesnės link mažesnės rizikos vyksta ne „laiptais“ (situacija, kai keičiamas akcijų fondas į subalansuotą ar konservatyvų fondą), o palaipsniui, kai kaupiama viename fonde visą laiką. Be to, šį investicijų portfelio perbalansavimą vykdo profesionalūs valdytojai, kurie parenka tinkamą metų keisti investicijų sudėtį ir padeda išvengti nuvertėjusių aktyvų pardavimo netinkamu laiku.

<sup>1</sup> <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/051005.asp>

<sup>2</sup> [http://money.cnn.com/2002/01/11/funds/q\\_lifecycle/](http://money.cnn.com/2002/01/11/funds/q_lifecycle/)

Kaip minėta, gyvenimo ciklo fondų poreikis atsirado dėl per mažo daugelio žmonių finansinio raštingumo ir netinkamai atliekamo savo investicijų perbalansavimo, blogų sprendimų diversifikuojant investicijas. GCF savotiškai apsaugo būsimus pensininkus nuo galimų klaidų priimant investavimo sprendimus, nes pasiūlo vieną bendrą investicijų objektą, kuriame pasirūpinama ir diversifikavimu, ir perbalansavimu, kartu įgyvendinant pagrindinį ilgalaikių investicijų tikslą – santaupos senatvei. GCF yra tinkamiausi investuotojams, kurie nenori arba negali prisiimti aktyvaus vaidmens valdant investicijas<sup>3</sup>.

GCF gali būti skirstomi į tikslinės datos (*angl. target-date*) ir tikslinės rizikos (*angl. target-risk*) fondus. Tikslinės datos fondų pavadinime parodomi metai, kada ketinama išeiti į pensiją, o jo portfelyje esančių turto klasių proporcijos kinta pagal laiką, likusį iki išėjimo į pensiją. Tikslinės rizikos (dar kartais vadinami „multifondais“) fondų idėja: pensijų kaupimo bendrovė siūlo 3 rizikingumo lygių fondus, o dalyviai pasirenka priimtinausią: konservatyvų, vidutinio rizikingumo arba agresyvų fondą. Toliau šioje apžvalgoje bus nagrinėjami pirmieji paminėti fondai (*target-date GCF*).

*Kaip veikia GCF?* Valdymo įmonės iš pradžių sukuria visą spektrą tikslinės datos fondų, apimančių visus įmanomus išėjimo į pensiją laikotarpius, o vėliau papildomai kuria vis vėlesnės datos (metų) fondus. Suėjus fondo tikslinei datai fondas nebūtinai uždaromas, gali veikti jau į pensiją išėjusiųjų GCF, pvz., 2010 m. gali veikti *Target 1999 m.* fondas (*angl. target through*), kuris ir toliau investuoja ir gali dalimis mokėti išmokas bei stengtis užtikrinti einamąsias pajamas jo dalyviams. Tačiau labiau įprasta praktika – tikslinės datos fondai, kurie skirti sukaupti maksimalią sumą iki tam tikros datos ir ją išmokėti (*angl. target to*). Daugelio tarptautinių valdymo įmonių sukurtų fondų tikslinė data – 5 metai. Tai reiškia, kad, pavyzdžiui, *2020 fonde* esantys asmenys išeina į pensiją 2018-2022 m., o *2025 m. fonde* – 2023-2027 m. 5 metų intervalus pasirinkusios valdymo įmonės siūlo maždaug 10 GCF.

GCF investicijų portfelį dažniausiai sudaro maždaug 25 kiti investiciniai fondai<sup>4</sup>; teigiama, kad net 85 proc. GCF veikia kaip fondų fondai.<sup>5</sup> Tačiau kai kurie valdytojai tenkinasi ir mažesniu fondų kiekiu, pavyzdžiui, „Vanguard“ GCF turta skirtingomis proporcijomis investuoja į kitus 4 valdomus investicinius fondus.

Tiesiogiai arba netiesiogiai investavus, GCF investicinis turtas gali susidėti iš įvairių turto klasių: akcijų, obligacijų, grynujų pinigų, nuo infliacijos apsaugotų obligacijų, su nekilnojamojo turto sektoriumi susijusių vertybinių popierių ir t.t. GCF po 2008 m. krizės, siekdami didesnės diversifikacijos, į fondų turta įtraukia vis daugiau turto klasių, vis labiau atsigręžiama į alternatyvias investicijas. Teigiama, kad siekiant išskaidyti riziką diversifikacija turėtų apimti įvairias akcijų, obligacijų kategorijas: didelės- mažos kapitalizacijos bendrovių, išsivysčiusių ir besivystančių valstybių, vyriausybių, įmonių išleistas obligacijas.<sup>6</sup> Kaip pavaizduota ir 4 diagramoje, pagal GCF strategiją skirtingi valdytojai gali išskirti skirtingą kiekį GCF sudarančių turto klasių ar kategorijų.

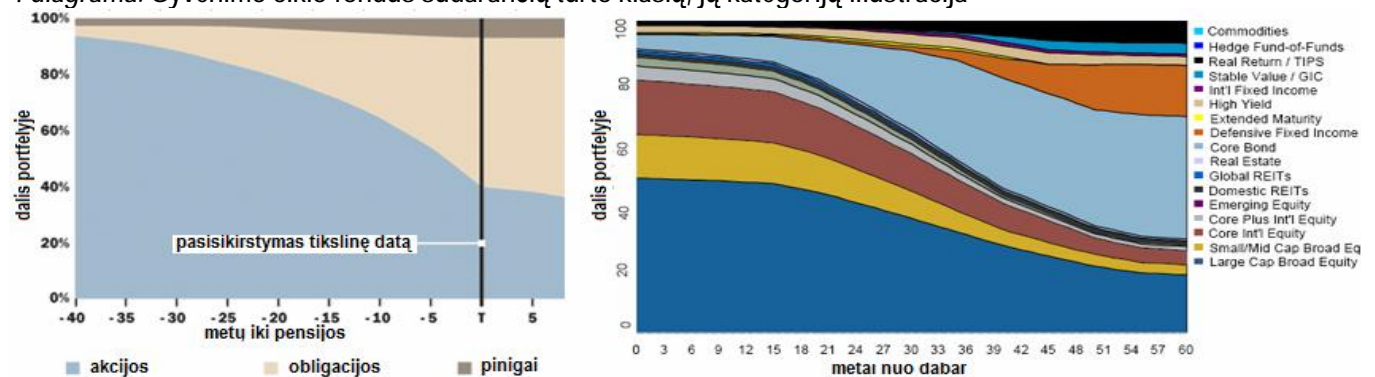
<sup>3</sup> <http://www.bankrate.com/brm/news/drdon/20060921a1.asp>

<sup>4</sup> <http://www.msnbc.msn.com/id/13738703/>

<sup>5</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20603037&sid=aDyHDGZM61DQ>

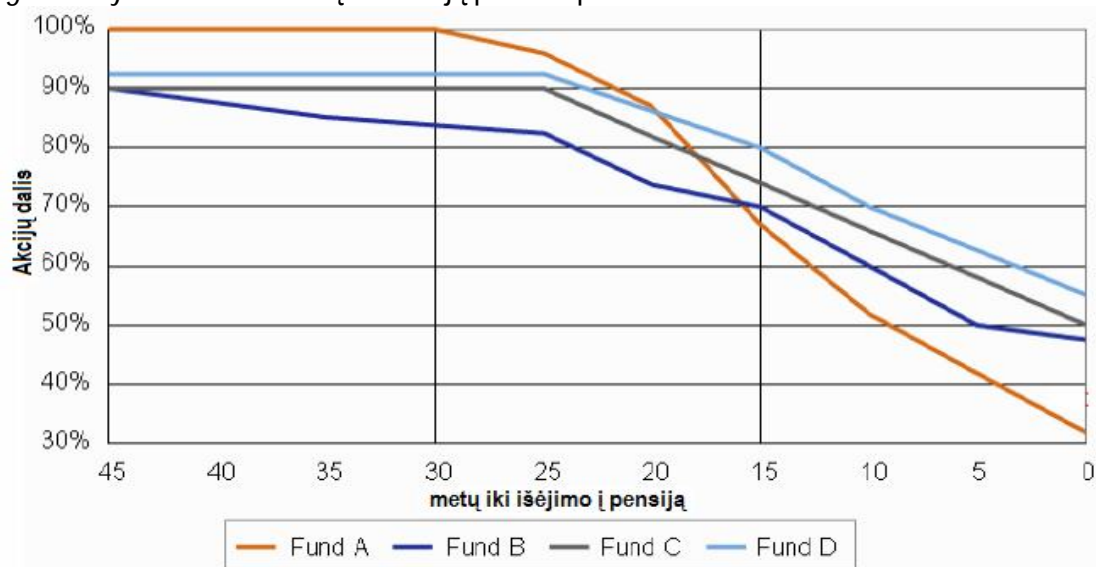
<sup>6</sup> <http://www.seninvest.com/article10.htm>

4 diagrama. Gyvenimo ciklo fondus sudarančių turto klasių, jų kategorijų iliustracija<sup>7</sup>



Kalbant apie GCF kitas svarbus aspektas – kaip vykdomas GCF investicijų portfelio sudėties, proporcijų keitimas laike (*angl. glide path*). Jau seniai pastebėta, kad skirtingi GCF valdytojai, turintys tos pačios tikslinės datos fondus, į atskiras turto klases investuoja skirtingomis proporcijomis, nes atsižvelgdami į požiūrį dėl situacijos rinkoje ir perspektyvas, nuomonę dėl tinkamiausių kiekvienai amžiaus grupei finansinių priemonių, mano, kad tokios proporcijos yra optimaliausios tai amžiaus grupei. Taip pat turto klasių parinkimas kiekvienai amžiaus grupei skiriasi ir dėl to, kad valdytojai labiau akcentuoja skirtingas rizikas. Valdytojai, akcentuojantys ilgą amžių riziką (riziką, kad nebus gauta pakankamai investicinės grąžos, kad pakaktų lėšų vis ilgėjant gyvenimo trukmei) investuoja daugiau į akcijas, o labiau besiorientuojantys į rinkos riziką (riziką, kad investicijos nuvertės dėl investicijų vertės kritimo finansų rinkose) investuoja daugiau į saugesnius instrumentus (pvz., obligacijas, indėlius). Net ir toje pačioje turto klasėje investicijų parinkimas gali nulemti skirtingą riziką: pvz., obligacijų: aukščiausio reitingo arba aukšto pajamingumo; akcijų: išsivysčiusių valstybių didelių bendrovių (*angl. blue chip*) ir besivystančių valstybių mažos kapitalizacijos (*angl. small cap*) bendrovių. Kaip matyti ir 5 diagramoje, taip pat gali skirtis portfelio perbalansavimo greitis ir dinamika artėjant pensiniam amžiui (akcijų dalies kitimo kreivės statumas, forma).

5 diagrama. Gyvenimo ciklo fondų investicijų portfelio perbalansavimo keliai



Kai kurie valdytojai nusistato absoliučios grąžos siekimo strategijas, kurios palieka valdytojui plačią diskreciją sprendimuose dėl perbalansavimo, tad perėjimas iš rizikingų į saugesnius aktyvus gali būti pavėlintas arba paankstintas pvz., 10 metų, jei prognozuojama viena ar kita padėtis finansų rinkose per artimiausią laikotarpį<sup>8</sup>. Kai kurie fondai

<sup>7</sup> Pagal <http://www.pimco.com/NR/rdonlyres/6F5DA586-AE7F-40C3-80B4-F47993145B7F/6799/chart4.jpg> ir [http://www.schwab.com/public/schwab/investment\\_products/mutual\\_funds/portfolio\\_solutions/target\\_funds](http://www.schwab.com/public/schwab/investment_products/mutual_funds/portfolio_solutions/target_funds)

<sup>8</sup> <http://www.pionline.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20090810/PRINTSUB/308109981>

orientuojasi į pasyvų valdymą (indekso fondai, ETF), kiti gali aktyviai valdyti investicijų portfelį. Atitinkamai gali skirtis ir fondo brangumas- tiesiogiai ir netiesiogiai sumokamų atskaitymų fondo valdytojams suma.

Vis tik net ir kaupiant GCF nėra garantijos, kad investavimo tikslai bus pasiekti – kaip ir kitos investicijos, GCF susiduria su investavimu susijusiomis rizikomis: rinkos svyravimų rizika, kredito, kitos sandorio šalies ir kt. Tačiau dėl savo patrauklių savybių, kaip aprašyta 2 apžvalgos dalyje, šie fondai vis labiau įsitvirtina finansų rinkose (apie paplitimą – 3 dalyje).

## 2. PAGRINDINIAI GYVENIMO CIKLO FONDŲ PRIVALUMAI IR TRŪKUMAI

### 2.1. Dažniausiai įvardinami šie galimi gyvenimo ciklo fondų privalumai<sup>9</sup>

- Paprastumas, suprantamumas, aiškumas. Investavus galima pasyviau rūpintis investavimu – tai profesionalių valdytojų darbas. Ši išeitis tinkama esant mažam finansiniam raštingumui, nes ne visi turi pakankamai žinių apie investavimą. Taip pat ir tuo atveju, jeigu būsima pensija neturi noro ir negali skirti laiko investicijų sekimui, tendencijų rinkose stebėjimui; ir nenori atskirai samdyti profesionalaus investicijų patarėjo ar pan. Be to, GCF koncepcija ir veikimo principas yra lengvai paaiškinami ir juos lengva kiekvienam suprasti.

- Profesionalus rūpinimasis kaupimu pensijai. Yra didesnė tikimybė, kad mažiau patirties turintys investuotojai padarys klaidų, dėl kurių sukaupta pensijai suma bus mažesnė (netinkamas perbalansavimas, netinkamas rizikos prisiėmimas ir pan.).

Didelė diversifikacija – tiek tarp turto klasių, tiek tose pačiose turto klasėse, nes investuojama į jau išskaidytus investicinius fondus.

- Galimybė pagerinti investavimo rezultatus. Naujausi tyrimai rodo, kad GCF per pastarąjį laikotarpį pasiekti rezultatai yra geresni nei atitinkamų subalansuotų investicinių fondų investiciniai rezultatai.<sup>10</sup> Be to, GCF yra orientuoti į galutinį rezultatą, ne į trumpo laikotarpio gražą, tad tikėtina, kad galutinis investavimo rezultatas būtų geresnis nei analogiškai investuojant į tradicinius pensijų ir investicinius fondus.

- Geresnis investuotojų prisiimamos rizikos ir gražos santykis skirtinguose gyvenimo etapuose.

- Daug pasirinkimo alternatyvų tarp skirtingų GCF. Iš bendrovių siūlomų skirtingų GCF galima išsirinkti tinkamiausią. Renkantis vėlesnės arba ankstesnės datos GCF galima padidinti arba sumažinti savo investicijų riziką.

- Eliminuojama netinkamo fondo rizikos keitimo rizika, nes kaupiantieji pensijai turi galimybę per visą kaupimo laikotarpį nekeisti fondo. Pensijų fondo rizikos keitimas netinkamu metu arba netinkamas rizikos pasirinkimas ir nepakeitimas gali turėti lemiamos įtakos sukauptoms pensijų lėšoms (apie tai plačiau – 4 šios apžvalgos dalyje).

### 2.2. Galimi gyvenimo ciklo fondų trūkumai

- Galimas brangumas. Teigiama, kad tai, jog GCF susideda iš daugelio kitų investicinių fondų, kurie savo ruožtu taip pat taiko atskaitymus, prisideda prie didesnių administravimo mokesčių, kurie mažina investuotojams tenkančią gražą.<sup>11</sup>

Pastebėtina, kad šiuo metu Lietuvos II pakopos fondai taip pat daug investuoja į kitus fondus (2009 m. pabaigoje investicijos į kitus investicinius fondus sudarė 40 proc. nuo viso II pakopos pensijų turto) ir *de facto* yra brangesni nei nurodyta tiesiogiai taikomų mokesčių, atskaitymų dydžiuose. Vertybinių popierių komisijos (toliau – VPK) atlikto tyrimo metu paaiškėjo, kad fondai papildomai patiria nuo 1 iki 2 proc. išlaidų, kurias atspindi fondų, į kuriuos investuoja pensijų fondai, skaičiuojamas bendrasis išlaidų koeficientas (*angl. TER – total expense ratio*).

Dalis pasaulyje veikiančių GCF valdančių bendrovių investuoja į pasyviai valdomus (ir pigesnius) fondus, tad pasiekiamas bendras atskaitymo lygis yra mažesnis. Apžvelgiant globaliai daugelis GCF atskaitymų yra mažesni nei aktyviai valdomų investicinių fondų, tačiau didesni nei biržoje prekiaujamų fondų (ETF) ar indekso fondų.<sup>12</sup> Be to, teigiama, kad pastaruoju metu GCF sumažino atskaitymus, tad tapo pigesni nei tradiciniai investiciniai fondai.<sup>13</sup>

<sup>9</sup> The Pros And Cons Of Target-Date Funds, [http://www.investopedia.com/articles/retirement/07/life\\_cycle.asp](http://www.investopedia.com/articles/retirement/07/life_cycle.asp)

<sup>10</sup> [http://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/TargetDateFundSurvey\\_2010.pdf](http://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/TargetDateFundSurvey_2010.pdf)

<sup>11</sup> [http://money.cnn.com/2002/01/11/funds/q\\_lifecycle/](http://money.cnn.com/2002/01/11/funds/q_lifecycle/)

<sup>12</sup> [http://www.farmcreeksecurities.com/Sound\\_Investor10\\_Life-Cycle\\_Funds%96The\\_Pro Pros\\_and\\_Cons\\_8-03-05.html](http://www.farmcreeksecurities.com/Sound_Investor10_Life-Cycle_Funds%96The_Pro Pros_and_Cons_8-03-05.html)

<sup>13</sup> [http://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/TargetDateFundSurvey\\_2010.pdf](http://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/TargetDateFundSurvey_2010.pdf)

- Skiriasi valdytojų suvokimas, kaip valdyti tos pačios tikslinės datos fondus, tad skiriasi GCF turto klasių keitimo dinamika (*angl. glide path*)

Ne visi tos pačios tikslinės datos fondai vienodai tinka tas pačias rizikos preferencijas ir išėjimo į pensiją metus turintiems žmonėms, nes skiriasi jų rizikingumas. Tampa sunku palyginti tokių fondų grąžą: kaip parodė praktika, prieš 2008 m. krizę daugiau investavusieji į akcijas fondai demonstravo geresnius rezultatus, tačiau per 2008 m. daugelio šių rizikingiau investavusių fondų grąža buvo blogesnė nei konservatyvesnių fondų, o bendrai 2008 m. JAV GCF grąža buvo apie -25 proc.<sup>14</sup> Šie 2008 m. nuostoliai 2010 m. tikslinės datos fonduose atskleidė, kad gali skirtis investuotojų lūkesčiai (žmonės tikėjosi mažesnės investicijų rizikos) ir fondo veiklos realybė.

Atsižvelgdami į šias „pamokas“, GCF valdytojai peržiūri GCF strategijas ir jas koreguoja, mažindami akcijų kiekį vėlesniais fondo veikimo metais.<sup>15</sup> Dėl to JAV finansų rinkos priežiūros institucijos ketino imtis veiksmų nustatant leistinas investavimo ribas GCF, kad tos pačios datos GCF taip nesiskirtų, o pavadinimas (tiksliniai metai) tikrai atskleistų GCF investicijų esmę.<sup>16</sup> Be to, daug dėmesio pastaruoju metu skiriama skaidrumui – t.y. atskleisti ir paaiškinti turto klasių pasiskirstymą per tam tikrą laiką, atskleisti GCF turto sandarą; Investicinių įmonių institutas JAV pateikė siūlymus, ką turėtų atskleisti GCF savo investuotojams.<sup>17</sup>

- Kai kurios investicijų valdymo įmonės draudžia GCF valdytojams naudoti taktinės investicijų alokacijos metodų (*angl. tactical allocation*), kurie skirti bandymams pasinaudoti palankiomis galimybėmis investuoti tam tikru momentu į įvairias turto klases ar sektorius. Dėl to prarandami palankūs investicijoms laikotarpiai, jei GCF laikosi nustatyto tikslinio turto klasių pasiskirstymo laike (*angl. glide path*) ir neinvestuoja turto dalies į, pavyzdžiui, akcijas, artėjant tiksliniams pensijų fondo metams, o akcijų rinkose valdytojai įžvelgia palankų metų investicijoms.<sup>18</sup> Vis tik kai kurie GCF, jei tai apibrėžta strategijoje, gali nukrypti nuo tikslinių investicijų proporcijų ir pabandyti išnaudoti rinkos situaciją. Tačiau aktyvaus turto lokacijos metodų naudojimas (išvestinės priemonės, skolintų akcijų pardavimas (*angl. short sell*) ir pan.) gali būti rizikingas ir reikalauja didelės valdytojų kompetencijos.

Verta pastebėti, kad atitinkamai ir kai kurie tradiciniai pensijų ir investiciniai fondai griežtai laikosi savo nustatytų investavimo strategijų ir taip pat netaiko aktyvios taktinės turto alokacijos metodų valdant investicijas.

- Didelė diversifikacija lemia, kad dažniausiai GCF pasiekia vidutinę rinkų grąžą, tačiau retai pasiekia išskirtinę/ didelę grąžą. Tačiau tuo pačiu sumažinama išskirtinai didelių nuostolių rizika. Be to, didelė grąža yra dažniausiai susijusi su padidėjusia rizika (pvz., jei mažai diversifikuoto portfelio didelių pozicijų vertė ne kiltų, o kristų).

- Kaip galimas teorinis GCF trūkumas įvardinama grėsmė, kad fondo valdytojai gali mechaniškai/ aklai, neatsižvelgdami į prieš tai buvusią investicijų grąžą perbalansuoti investicijų portfelį, o vėlyvojoje kaupimo fazėje konservatyvus GCF neuždirbs pakankamai lėšų pensijai. Taip gali atsitikti ir dėl to, kad ankstyvojoje karjeroje žmonės uždirba mažiau, o didesnės investicijos vėlyvesnėje karjeros stadijoje investuojamos konservatyviau ir gali neuždirbti pakankamai grąžos. GCF turto klasių keitimas į konservatyvesnes labiau pageidautinas, jei iki tol buvo sukaupta, uždirbta pakankamai.<sup>19</sup> Kita vertus, gali atsitikti ir taip, kad surizikavus ir ta nedidele sukauptą suma, ši rizika nepasiteisintų ir investicijų vertė nukristų labiau.

<sup>14</sup> <http://www.usnews.com/money/blogs/the-best-life/2009/03/27/retirement-mutual-funds-an-endangered-species>

<sup>15</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20603037&sid=agGY6cVi00AM>

<sup>16</sup> [http://www.morganlewis.com/pubs/EB\\_TargetDateFunds\\_LF\\_27may09.pdf](http://www.morganlewis.com/pubs/EB_TargetDateFunds_LF_27may09.pdf)

<sup>17</sup> [http://www.ici.org/pdf/ppr\\_09\\_principles.pdf](http://www.ici.org/pdf/ppr_09_principles.pdf)

<sup>18</sup> <http://moaablogs.org/financial/2009/02/lifecycle-funds-good-or-bad/>

<sup>19</sup> <http://www.sciencealert.com.au/news/20082409-18207-2.html>

- Nors GCF filosofija ir strategija tinka daugeliui, ji gali būti netinkama tam tikriems asmenims – žmonės turi skirtingas preferencijas rizikai, skirtingus poreikius, tad viena parinktis visiems (*angl. one size fits all*) ne visada suveikia; fondo valdytojai laikosi nuostatos, kad šios investicijos yra vienintelės ir neatsižvelgia į kitas turimas investicijas. Tačiau esant visam spektrui GCF, žmonės gali rinktis ne pagal amžių priskiriamą fondą, o vėlesnės arba ankstesnės datos GCF ir taip priderinti investicijų riziką prie savo poreikių. Be to, dalį investicijų būsimieji pensininkai gali nukreipti į kitus finansinius instrumentus: pavyzdžiui, jeigu GCF šiuo metu investuoja 50 proc. į akcijas, asmuo gali nukreipti dalį savo lėšų į akcijų fondą ir taip užtikrinti didesnę akcijų dalį visame savo investicijų portfelyje. Kita išeitis – pasirinkti vėlesnės datos GCF, kuris, tikėtina, investuoja didesnę dalį į rizikingesnius aktyvus ir taip gauti savo norimą turto klasių rinkinį. Dėl šios priežasties GCF nėra patys tinkamiausi aukštą finansinį raštingumą turintiems investuotojams, kurie gali savo investicijų portfelį suformuoti ir keisti patys.

- Kadangi dauguma GCF investuoja į kitus investicinius fondus, juos valdančios valdymo įmonės neretai didžiąją dalį investuoja į savo valdomus kitus investicinius fondus<sup>20</sup>. Jeigu GCF yra vienintelis kaupimo pensijai būdas, tuo atveju visos pensijų lėšos yra patikimos vienam valdytojui (tad nėra diversifikacijos tarp valdytojų). Pažymėtina, kad retai ta pati valdymo įmonė yra geriausia visų turto klasių valdyme, tad investuojant į prastesnius rezultatus demonstruojantį valdomą tos turto klasės fondą, gali būti sumažinta GCF grąža.<sup>21</sup>

Lietuvoje II pakopos pensijų fondų dalyviai visas pensijų lėšas taip pat kaupia viename fonde, valdomame vienos bendrovės, o pensijų kaupimo bendrovės, kaip parodė VPK atliktas pensijų fondų investicijų į investicinius fondus tyrimas, dažnai investuoja į tos pačios finansinės grupės valdomus investicinius fondus.<sup>22</sup>

Beje, per akcijų rinkų pakilimo laikotarpį (2007 m. pradžioje) konservatyviai investavusieji GCF buvo kritikuojami dėl mažos grąžos, tačiau, kaip parodė vėlesni įvykiai, būtent šie fondai sugebėjo išsaugoti investicijų vertę ir sukaupti daugiau. Tad GCF, jų *glide path* privalumai ir trūkumai išryškėja per ilgą laiką. Tai įvertinti buvo atliktas tyrimas (4 apžvalgos dalis), kuriame pamėginta remiantis istoriniais duomenimis sumodeliuoti ir paskaičiuoti, ar būtų pasiteisinusi GCF strategija (iš pradžių investuoti agresyviai, o paskui mažinti riziką) per ilgesnį laikotarpį.

<sup>20</sup> [http://www.farmcreeksecurities.com/Sound\\_Investor10\\_Life-Cycle\\_Funds%96The\\_Proas\\_and\\_Cons\\_8-03-05.html](http://www.farmcreeksecurities.com/Sound_Investor10_Life-Cycle_Funds%96The_Proas_and_Cons_8-03-05.html)

<sup>21</sup> [http://www.francisinvco.com/articles/Ease\\_is\\_Big\\_Draw\\_of\\_Lifecycle\\_Funds.pdf](http://www.francisinvco.com/articles/Ease_is_Big_Draw_of_Lifecycle_Funds.pdf)

<sup>22</sup> <http://www.vpk.lt/lt/pensiju-ir-investiciniai-fondai/>



### 3. GYVENIMO CIKLO FONDŲ POPULIARUMAS IR PAPLITIMAS

Gyvenimo ciklo fondų idėja sklendo jau seniai, o pirmieji GCF atsirado dar paskutiniame praėjusio šimtmečio dešimtmetyje. Pastaruoju metu GCF vis labiau populiarėja ir tikimasi, kad jų valdomas turtas augs daug sparčiau nei kituose investicinių fondų segmentuose, nes vis daugiau žmonių susidomi (privačiu, papildomu) kaupimu senatvei, JAV į pensiją išeina vis didesnė masė pokario metais gimusių asmenų karta (*angl. baby boomers*) ir vis daugiau investuotojų teikia pirmenybę ne santykinės gražos siekimui, o į rezultatą orientuotam investavimui.

Be to, daugelyje pasaulio valstybių pensijų fondai pertvarkomi: nuo apibrėžtų išmokų (*angl. DB – defined benefit*) pereinama prie apibrėžtų įmokų (*angl. DC- defined contribution*) sistemų, kur investavimo rizika daugeliu atveju paliekama būsimiems pensininkams. Būsimieji pensininkai DC sistemose dažniausiai gali rinktis, į kokius fondus nukreipti įmokas ir kur kaupti lėšas. Tačiau daugelis (JAV tarp 42 proc. ir 71 proc., o Jungtinėje Karalystėje tarp 48 proc. ir 81 proc.) aktyviai nesirenka ir lėšos yra investuojamos į iš anksto parinktą/ numatytąjį (*angl. default*) fondą.<sup>23</sup> Kaip parinktoji opcija vis labiau populiarėja GCF.

GCF plitimas tam tikrose valstybėse:

- JAV: nuo 2007 m. GCF siūlomi kaip parinktinė opcija (*angl. default option*) 401(k) pensijų planams. Statistika byloja, kad 2008 m. 7,3 milijono amerikiečių turėjo GCF. Teigiama, kad į GCF dalį savo pensijų lėšų jau nukreipė apie 37 proc. 401 (k) plano dalyvių<sup>24</sup>. Šis procentas yra didesnis tarp jaunesnių dalyvių. 2008 m. pabaigoje daugiau nei 60 proc. planų naudojo GCF kaip parinktinę (*default*) opciją.<sup>25</sup> Kitos apklausos metu nustatyta ta pati tendencija: GCF kaip parinktines (*default*) opcijas yra pasirinkę 62 proc. apklaustų investicijų valdymo įmonių.<sup>26</sup> Vien per 2009 m. į GCF kaip parinktinius fondus įplaukė 45 mlrd. JAV dolerių, o GCF valdomas turtas išaugo iki 256 mlrd. USD.<sup>27</sup>

1994-2005 m. JAV gyvenimo ciklo fondų, į kuriuos tuo metu žmonės investuodavo savo (ne pensijų) lėšas, valdomas turtas per metus vidutiniškai išaugdavo po 69 proc.<sup>28</sup>, tuo tarpu tradicinių fondų turtas augo daug lėčiau.

GCF yra labiausiai paplitę būtent JAV.

- Švedijoje kaip parinktinė opcija (*angl. default*) daliai pensijų fondų, kuriuose dalyvauja 100 proc. dirbančiųjų, taip pat įvedami gyvenimo ciklo fondai<sup>29</sup>. 2010 m. gegužę planuojama į šiuos GCF pervesti 13 mlrd. JAV dolerių.<sup>30</sup>

- Jungtinė Karalystė planuoja taip pat nuo 2012 m. įvesti naują apibrėžtų įmokų (DC) pensijų schemą, kurioje GCF bus parinktinė (*default*) opcija.<sup>31</sup> Teigiama, kad Jungtinėje Karalystėje gyvenimo ciklo investicijų portfeliai yra patys populiariausi, kai įmokas moka darbdaviai.<sup>32</sup>

- Indijoje nuo 2009 m. kaupiantieji pensijai gali rinktis tarp įvairių fondų, tarp jų ir GCF,<sup>33</sup> o nustatyta parinktinė opcija (*angl. default*) aktyviai nesirenkantiems – būtent gyvenimo ciklo fondai.<sup>34</sup> Be to, pasimokius iš pastarosios krizės

<sup>23</sup> Byrne, Alistair, Dowd, Kevin, Blake, David P. and Cairns, Andrew J. G., Default Funds in UK Defined Contribution Pension Plans. Financial Analysts Journal, July/August 2007, <http://ssrn.com/abstract=1012851>

<sup>24</sup> <http://www.dionmm.com/blog/2009/05/>

<sup>25</sup> [http://www.401khelpcenter.com/press\\_2009/pr\\_fidelity\\_012809.html](http://www.401khelpcenter.com/press_2009/pr_fidelity_012809.html)

<sup>26</sup> <http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID=22355>

<sup>27</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20603037&sid=agGY6cVi00AM>

<sup>28</sup> [http://www.mckinsey.com/client-service/banking-securities/latest-thinking/The\\_Asset\\_Management\\_Industry\\_in\\_2010.pdf](http://www.mckinsey.com/client-service/banking-securities/latest-thinking/The_Asset_Management_Industry_in_2010.pdf)

<sup>29</sup> <http://www.globalpensions.com/global-pensions/news/1557065/swedish-default-option-life-cycle-funds>

<sup>30</sup> <http://www.globalpensions.com/global-pensions/news/1596659/ap7-bounces>

<sup>31</sup> <http://www.professionalpensions.com/professional-pensions/feature/1593582/preparing-target-date-funds>

<sup>32</sup> [https://www.cpaaustralia.com.au/cps/rde/xchg/cpa/hs.xsl/724\\_32009\\_ENA\\_HTML.htm](https://www.cpaaustralia.com.au/cps/rde/xchg/cpa/hs.xsl/724_32009_ENA_HTML.htm)

<sup>33</sup> <http://www.pankajbatra.com/india/new-pension-scheme-nps-india/>

<sup>34</sup> <http://business.rediff.com/report/2009/may/27/new-pension-scheme-taps-into-indias-vast-market.htm>

finansų rinkose, nustatyta, kad net ir aktyviai renkantis fondus, bendra akcijų dalis investicijų portfelyje privalo mažėti artėjant išėjimo į pensiją datai (maksimali akcijų dalis 10 proc. prieš pensinį amžių).

- Kanada: GCF yra gan naujas reiškinys, bet jie populiarėja ir tikėtina, kad paseks JAV pavyzdžiu, t.y. jie sparčiai plis.
- Austrija: beveik visi Pensionskassen (pensijų fondai) siūlo gyvenimo ciklo investicijų portfelius.
- Vokietija: bankai siūlo pensijų fondams investicijų valdymo pagal gyvenimo ciklo portfelius paslaugas.
- Nyderlandai: naujas Pensijų įstatymas reikalauja, kad visos darbdavių įmokomis paremtos pensijų schemos turėtų GCF tiems, kurie nedaro aktyvių investicinių pasirinkimų. GCF – greičiausiai besiplečianti rinka šioje valstybėje.<sup>35</sup>
- Prancūzijoje GCF naudojami tam tikriems pensijų planams (*pranc. Plans d'Epargne Populaire pour la Retraite*).<sup>36</sup>

2010 m. kovo 15 d. paskelbtoje Europos išarnauto laiko pensijų federacijos (*angl. European Federation for Retirement Provision*) parengtoje apžvalgoje<sup>37</sup> apžvelgiama 21 Europos valstybės apibrėžtų įmokų pensijų kaupimo praktika. Teigiama, kad 41 proc. atvejų tokios pensijų kaupimo schemos nesuteikia pasirinkimo laisvės dalyviams. Paplitusi praktika - net ir esant pasirinkimo laisvei, nustatyti numatytąją (*default*) parinktį tiems, kurie nedaro pasirinkimų. Praktika rodo, kad nukreipus dalyvį į tam tikrą pensijų fondą labai didelė tikimybė, kad jis šiame fonde ir liks, tad išryškėja parinktinio fondo tinkamumo svarba. Dauguma sistemų (50 proc.) parinktinė opcija yra susijusi su gyvenimo ciklu – mažinti riziką (akcijų kiekį portfelyje) artėjant išėjimo į pensiją datai.

Pasaulio bankas siūlo valstybėms su apibrėžta įmokų sistema (DC) spręsti klausimą, kaip pagerinti rizikos valdymą pensijų fonduose, kaip apsaugoti nuo sukauptos sumos susvyravimo prieš pat išeinant į pensiją, taip pat suvaldyti investuotojų inertiškumą ir netinkamą migraciją tarp skirtingos rizikos fondų. Teigiama, kad šias problemas galėtų spręsti GCF įdiegimas<sup>38</sup>. Be to, Ekonominės bendradarbiavimo ir plėtros organizacija (*angl. OECD*) teigia, kad pasimokius iš 2008 m. krizės reikia reformuoti pensijų fondus, kad būtų sumažinta netinkamo laiko rizika pereinant iš kaupimo stadijos į pensijų išmokų gavimą laikotarpiu<sup>39</sup> ( kai turi būti lėšos konvertuotos ir už jas nupirkta anuitetas).

Besiplečiančioje ir daug galimybių žadančiame GCF sektoriuje veikia vis daugiau įmonių, o tarp 20 populiariausių GCF valdytojų yra įvardinami šie:<sup>40</sup>

- \* AllianceBernstein Retirement Strategies Target-Date Fund Series
- \* American Century LIVESTRONG Target-Date Fund Series
- \* American Funds Target Date Retirement Target-Date Fund Series
- \* DWS LifeCompass Target-Date Fund Series
- \* Fidelity Advisor Freedom Target-Date Fund Series
- \* Fidelity Freedom Target-Date Fund Series
- \* ING Solution Target-Date Fund Series
- \* John Hancock Lifecycle Target-Date Fund Series
- \* JPMorgan SmartRetirement Target-Date Fund Series
- \* MassMutual Select Destination Rmtm Target-Date Fund Series
- \* MFS Lifetime Target-Date Fund Series
- \* Oppenheimer Transition Target-Date Fund Series

<sup>35</sup> [https://www.cpaaustralia.com.au/cps/rde/xchg/cpa/hs.xsl/724\\_32009\\_ENA\\_HTML.htm](https://www.cpaaustralia.com.au/cps/rde/xchg/cpa/hs.xsl/724_32009_ENA_HTML.htm)

<sup>36</sup> <http://www.worldeconomy.org.cn/UploadFiles/200621753818562.pdf>, 82 p.

<sup>37</sup> <http://www.efrp.eu/Publications/Orderform.aspx>

<sup>38</sup> [http://www-](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/12/16/000333037_20081216005751/Rendered/INDEX/468530WP0Box33111Crisis1Dec11012008.txt)

[wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/12/16/000333037\\_20081216005751/Rendered/INDEX/468530WP0Box33111Crisis1Dec11012008.txt](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/12/16/000333037_20081216005751/Rendered/INDEX/468530WP0Box33111Crisis1Dec11012008.txt)

<sup>39</sup> <http://www.oecd.org/dataoecd/3/7/43002511.pdf>, p. 16

<sup>40</sup> <http://www.mymoneyblog.com/archives/2009/12/how-does-your-target-retirement-funds-glide-path-compare.html>

- \* *Principal LifeTime Series Target-Date Fund Series*
- \* *Putnam RetirementReady Target-Date Fund Series*
- \* *Schwab Target Target-Date Fund Series*
- \* *TIAA-CREF Lifecycle Target-Date Fund Series*
- \* *T. Rowe Price Retirement Target-Date Fund Series*
- \* *Vanguard Target Retirement Target-Date Fund Series*
- \* *Vantagepoint Milestone Target-Date Fund Series*
- \* *Wells Fargo Advantage DJ Target-Date Fund Series*

Kitos garsios GCF „šeimos“: *Barclays Global Investors LifePath, Intrust Bank NestEgg, MassMutual, Select Destination Retire, Principal Investors Lifetime, Russel LifePoints® Funds Target Date Series, Scudder Target, State Farm Lifepath*<sup>41</sup>

Didžiausią GCF turtą valdo *Fidelity* (valdomas GCF turtas 2009 m. pabaigoje siekė 99,3 mlrd. JAV dolerių), *Vanguard* (56,6 mlrd. JAV dolerių), *T.Row Price* (42,1 mlrd. JAV dolerių).

Europoje GCF (kaip ir tradiciniai investiciniai fondai) yra mažiau paplitę nei JAV. Skaičiuojama, kad 2009 m. viduryje Europoje investicijų vertė į GCF sudarė apie 191 mlrd. JAV dolerių.<sup>42</sup>

#### 4. TYRIMAS: TRADICINIŲ PENSIJŲ FONDŲ IR GYVENIMO CIKLO PENSIJŲ FONDŲ GRAŽOS PALYGINIMAS PER 1970 M.- 2010 M.

Nors praeities rezultatai negarantuoja, kad tokie patys ar panašūs rezultatai bus ir ateityje, tačiau vykdant įvairias analizes, paplitęs požiūris, kad tendencijos praeityje yra vis dar aktualios, o vidutiniai metiniai rezultatai, gražos kintamumo rodikliai išlieka gana stabilūs per ilgesnį laiką.

Dėl šios priežasties, naudojant istorinius įvairių turto klasių gražos duomenis, buvo paskaičiuota, kokią gražą būtų pasiekę GCF bei fondai, kurie laikosi fiksuotų turto klasių proporcijų (akcijų, konservatyvūs ir subalansuoti fondai).

##### 4.1. TYRIMO METODOLOGIJA

- Asmuo aktyvus darbo rinkoje gali išlikti apie 40 metų: nuo mokslų baigimo ir įsitvirtinimo darbo rinkoje iki pensinio amžiaus. Be to, daugelyje pasaulio valstybių yra ilginamas pensinis amžius, tad tikėtina, kad vis daugiau darbuotojų pensijų kaupime dalyvaus vidutiniškai ilgiau. 2010 m. veikiančys GCF, skirti jauniausiems investuotojams, turi 2050 m. kaip tikslinę datą (nors yra ir 2055 m. GCF), tad numatytas veiklos laikotarpis yra 40 metų. Dėl šių priežasčių analizuotos galimos pensijų fondų gražos laikotarpis: **pastarieji 40 metų** (nuo 1970 m. birželio 30 d. iki 2010 m. liepos 15 d.).

- Laikomasi prielaidos, kad į pensijų fondą pervedama po 5,5 proc. nuo asmens mėnesio bruto darbo užmokesčio, o pervedimo periodiškumas – kas mėnesį (kaip kad šiuo metu Lietuvoje: už sausį pervedama balandžio mėn., už vasarį – gegužę ir t.t.).

- Siekiant tinkamiau iliustruoti infliacijos, atlyginimo augimo (augant darbo našumui ir kopiant karjeros laiptais) ir gražos santykį bei jų įtaką sukaupsimoms lėšoms, priskiriant atlyginimą kiekvienam laikotarpiui laikytasi prielaidos, kad kasmet nuo 1970 m. vidurio atlyginimas didėjo vidutiniu 2,5 proc. metiniu tempu kol buvo pasiektas šiuo metu Statistikos departamento skelbiamas vidutinis šalies darbo užmokestis – 2031 Lt<sup>43</sup>. Tad 1970 m. birželio 30 d. bruto atlyginimas („ant

<sup>41</sup> <http://econ-www.mit.edu/files/1772>

<sup>42</sup> <http://www.pionline.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20090810/PRINTSUB/308109981>

<sup>43</sup> <http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1024>

popieriaus<sup>44</sup>) siekė apie 755 Lt, 1980 m. pradžioje – 954 Lt, 1990 m. – 1222 Lt, 2000 m. – 1564 Lt. Tad atitinkamai pagal atlyginimo dinamiką, pirmoji 1970-06-30 atlikta įmoka į pensijų fondą siekė 41,35 Lt, o 2000 m. – 85,5 Lt ir t.t.

- Laikomasi prielaidos, kad atskaitymai nuo turto siekia 1 proc. per metus. Atsižvelgiant į Pensijų kaupimo įstatymo pakeitimų siūlymus, laikomasi prielaidos, kad nėra taikomi atskaitymai nuo įmokų.

- Pensijų fondų turto klasių struktūra

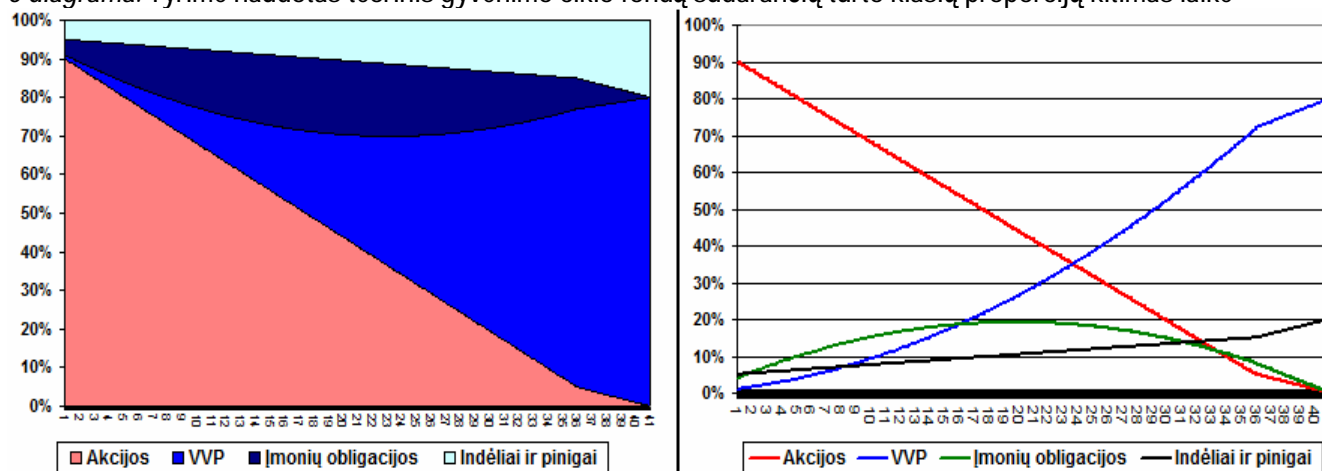
- 1) gyvenimo ciklo fondai

Kaip minėta (taip pat žr. 5 diagramą), pasaulyje egzistuoja labai daug skirtingų GCF perėjimo link konservatyvesnės turto sudėties kelių (*angl. glide path*). Be to, skiriasi tiek pradinės, tiek galutinės GCF turto klasių struktūros. Tyrimui pasirinktas teorinis GCF turto klasių proporcijų kitimas laike (žr. 6 diagramą) atsižvelgiant į tai, kad:

- vėliausiuose tikslinės datos fonduose vyraujanti tendencija į akcijas investuoti apie 90 proc..

- šiuo metu Lietuvoje veikiančioje II pakopos sistemoje priešpensiniame amžiuje siūloma pasirinkti konservatyvaus investavimo pensijų fondus, kuriuos gali sudaryti tik vyriausybės obligacijos, indėliai kredito įstaigose bei pinigai. Be to, pasaulyje vyrauja tendencija peržiūrėti GCF strategijas konservatyvumo linkme vėlesniaisiais fondų gyvavimo metais.

6 diagrama. Tyrimo naudotas teorinis gyvenimo ciklo fondo sudarančių turto klasių proporcijų kitimas laike



Kaip matyti ir 6 diagramoje, gyvenimo ciklo fondo turto klasių struktūra: veiklos pradžioje (1970 m. viduryje) GCF sudaro 90 proc. akcijų, kurių kiekis per 35 pensijų kaupimo ir investavimo palaipsniui metus mažinamas (po 0,2 proc. per mėnesį) iki 5 proc., o per paskutinius 5 kaupimo metus akcijų iš viso investicijų portfelyje nelieka. Indėliai ir pinigai GCF pradžioje sudaro 5 proc., 35 kaupimo metais pasiekia 15 proc., o paskutiniiais kaupimo metais jų dalis pasiekia 20 proc. Likusią portfelio dalį sudaro skolos vertybinių popieriai: įmonių ir vyriausybės išleistas obligacijos. Kadangi GCF investicijos kinta konservatyvesnių investicijų linkme, pradžioje vyriausybės obligacijos sudaro 20 proc. (o įmonių obligacijos, kurios bendrai laikomos mažiau saugiomis už vyriausybės išleistas obligacijas, sudaro 80 proc.), o 40 metais – 100 proc. visų skolos vertybinių popierių vertės (ir 80 proc. viso GCF turto).

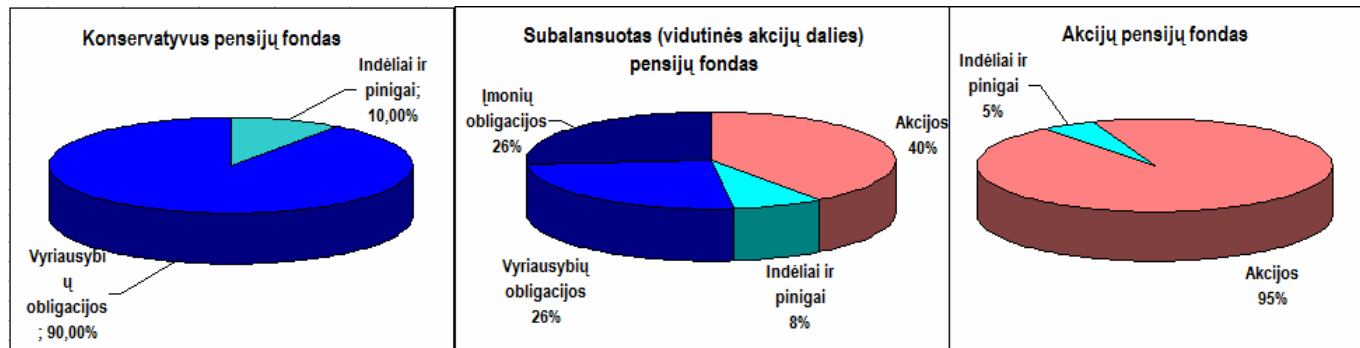
- 2) konservatyvūs, subalansuoti (vidutinės akcijų dalies) ir akcijų pensijų fondai

Nustatant tyrimo naudotas teorines konservatyvių, subalansuotų (vidutinės akcijų dalies) pensijų fondų turto klasių struktūras buvo atsižvelgta į šiuo metu veikiančių atitinkamų pensijų fondų turto klasių pasiskirstymą.<sup>44</sup> Nors veikiančiuose akcijų pensijų fonduose akcijų dalis yra mažesnė nei tyrimo naudotoji, tačiau atsižvelgiant į tai, kad šie fondai į

<sup>44</sup> Periodinės II pakopos pensijų fondų apžvalgos, kurios rengiamos kartu su LR draudimo priežiūros komisija, skelbiamos [www.vpk.lt](http://www.vpk.lt) skyrelyje „Pensijų ir investiciniai fondai“ <http://www.vpk.lt/lt/pensiju-ir-investiciniai-fondai/>

akcijas gali investuoti iki 100 proc. turto bei siekiant šiuos fondus labiau atskirti nuo subalansuotų fondų, tyrime laikoma, kad akcijų fonduose akcijų dalis siekia 95 proc.

7 diagrama. Tyrime naudotos teorinės konservatyvaus, vidutinės akcijų dalies ir akcijų pensijų fondų turto klasių struktūros



Laikomasi prielaidos, kad minėtos proporcijos yra pastovios ir nekinta laike.

- Naudotos istorinės teorinius pensijų fondus sudarančių turto klasių **gražos**, kurias atspindi indeksai arba faktiniai to laiko duomenys:

- Akcijos: 1970-06-30 – 2010-07-15 *MSCI WORLD index (local currency; net return)* – tai viso pasaulio valstybių akcijų indeksas, kurio graža matuojama vietinėmis valiutomis; pasirinkta indekso versija, kurioje įskaičiuojami ir reinvestuojami dividendai.

- Įmonių obligacijos:

1970-06-30 – 1996-12-31: *Salomon Brothers Long-term High-grade Corporate Bond Index* – indeksas, atspindintis aukšto investicinio reitingo ilgo laikotarpio trukmės įmonių obligacijų gražą.

1997-01-01 – 2010-07-15: *Merrill Lynch Global Corporate bond index (TRR, USD)* – pasaulio įmonių išleistų obligacijų indeksas, skaičiuojantis visą investicijų į šiuos vertybinius popierius gražą (tiek kapitalo priaugį, tiek gautus (ir reinvestuotus) palūkanų mokėjimus; angl. TRR - total rate of return).

- Vyriausybės obligacijos:

1970-06-30 – 1995-12-31 m. – investicijų į JAV vyriausybės obligacijų gražą (apima ir kainos pasikeitimus dėl palūkanų normų rinkose pasikeitimų).

1986-01-01 – 2010-07-15 *Merrill Lynch World Sovereign bond index (TRR, USD)* – pasaulio vyriausybės obligacijų indeksas, kuris skaičiuoja visą investicijų į šiuos vertybinius popierius gražą (tiek kainos pasikeitimus, tiek kupono mokėjimus; angl. TRR - total rate of return).

- Indėliai ir pinigai:

1970-06-30 – 2010-07-15 3 mėnesių tarpbankinės eurodolerių palūkanų normos<sup>45</sup> – tai palūkanos, kurias moka už paskolas doleriais ne JAV (finansų institucijos Londone). Eurodolerių palūkanų normas atspindi LIBOR (angl. London Inter Bank Offered Rate).

- Valiutos: Indeksų skaičiavimuose naudota didžiąją nagrinėjamo laikotarpio dalį pasaulyje dominavusi valiuta – doleris. Be to, 1994- 2002 m. vasario 1 d. litas fiksuotu kursu buvo susietas su JAV doleriu. Tad investicijų gražą yra matuojama doleriais investuojančio ir doleriais gražą skaičiuojančio investuotojo; dolerio sustiprėjimas euro atžvilgiu per pastarąjį laikotarpį sumažino pasaulio įmonių obligacijų ir vyriausybės vertybinių popierių indeksų reikšmes. Kaip minėta, laikoma, kad valiuta, kuria investuojama į pensijų fondus ir juose kaupiama pensijų fonduose yra litas.

<sup>45</sup> <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

- **Gražos skaičiavimas:**

- Gražos fiksavimo periodiškumas: 1 mėnuo, tad iš viso laiko eilutėje 480 taškų (40x12) + paskutinė data 2010-07-15 dieną.

- Laikoma (pagal paplitusią praktiką, skaičiuojant indeksus<sup>46</sup>), kad pensijų fondai perbalansuoja investicijų portfelį kas mėnesį (t.y. turto klasių proporcijos atitinka fondo strategijoje numatytąsias). Pavyzdžiui, kiekvieno mėnesio pradžioje konservatyviame pensijų fonde yra 90 proc. vyriausybės obligacijų ir 10 proc. indėlių ir pinigų.

- Skaičiuojant GCF ir pensijų fonduose sukauptas sumas, mėnesio pradžioje buvusi sukaupta suma dauginama iš to mėnesio atitinkamos gražos rinkos.

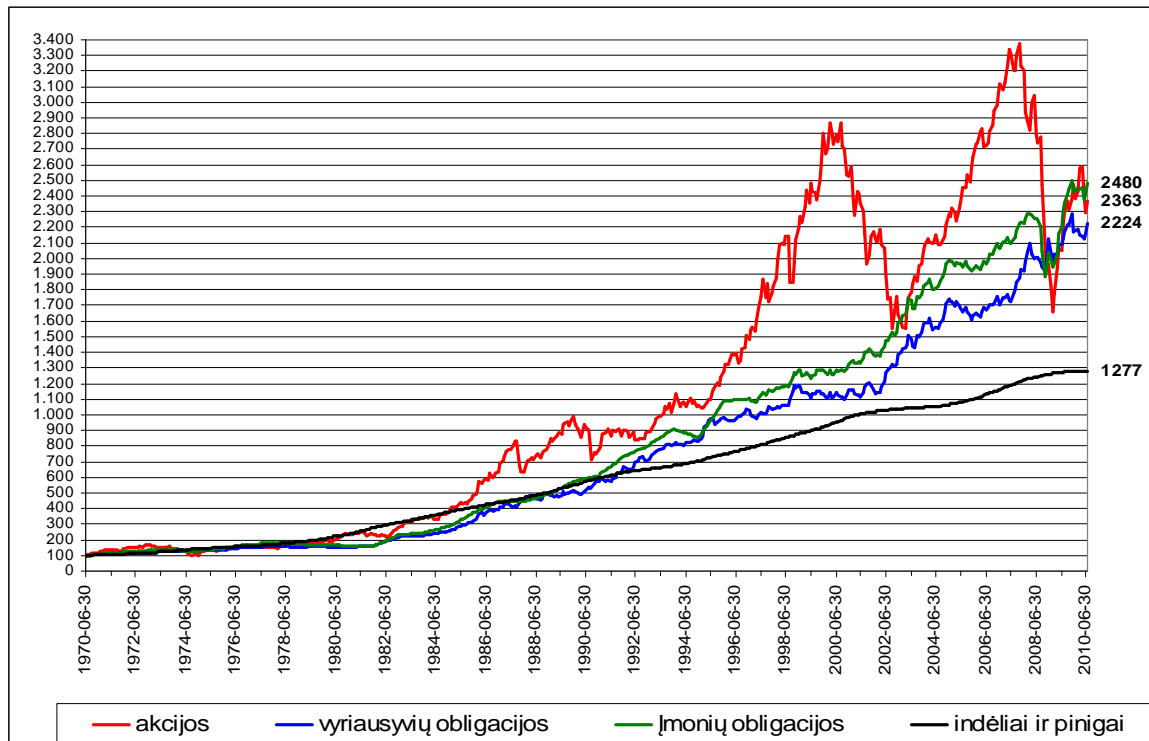
Pavyzdžiui, konservatyviame fonde mėnesio pradžioje yra 90 proc. vyriausybės obligacijų ir 10 proc. indėlių ir pinigų, kurių bendra vertė yra 1000 Lt. Vyriausybės obligacijų rinkos graža per mėnesį siekė 0,8 proc. (tai atitinka 10,03 proc. metinį prieaugį), o indėliai ir pinigai generavo 0,5 proc. gražą per mėnesį (tai atitinka 6,17 proc. metinį prieaugį), tad pensijų fondas dėl šių sudarančių turto klasių proporcijų rinkoje pasiekė 0,77 proc. gražą<sup>47</sup>, o 1000 Lt sukaupta suma padidėjo iki 1007,7 Lt. Ir taip toliau skaičiuojama dauginant mėnesio pradžios sukaupią sumą iš to pensijų fondo investicijų portfelio rinkos gražos.<sup>48</sup>

## 4.2. TYRIMO REZULTATAI

### 4.2.1. Pagrindiniai tyrimo rezultatai

7 diagramoje pavaizduota tyrime naudotų turto klasių gražos dinamika, jei pradinį kiekvienos turto klasės tašką 1970-06-30 prilygintume 100.

7 diagrama. Turto klasių rinkos graža per 1970-06 – 2010-06 laikotarpį (pradinė vertė = 100)



7 diagramoje pavaizduotus rezultatus galima būtų traktuoti taip: 100 litų, investuotų 1970-06-30 į įmonių obligacijas iki 2010 m. liepos 15 d. būtų užaugę iki 2480Lt, jeigu būtų investuota į vyriausybės obligacijas: 2224 Lt, o po 2008

<sup>46</sup> Dow Jones Target Date Index indeksų skaičiuojamų lyginamųjų indeksų skaičiavimo metodologija, <http://www.djindexes.com/targetdate/target/index.cfm?go=methodology>

<sup>47</sup> Skaičiuojama dauginant VVP svorį (0,9) iš VVP gražos (0,8 proc.) ir pridant atitinkamą pinigų ir indėlių svorio sandaugą iš gražos:  $0,9 \times 0,8 \text{ proc.} + 0,1 \times 0,5 \text{ proc.}$

<sup>48</sup> Mėnesio pabaigoje sukaupta suma: mėnesio pradžioje buvusi sukaupta suma  $\times (1 + \text{pensijų fondo portfelio graža proc./100})$ .

m. krizės ir 2010 m. gegužės- birželio korekcijos, investicijų į akcijas vertė siektų apie 2362 Lt. Per akcijų pakilimo laikotarpius, investavusiųjų į akcijų rinkas investicijų vertė gerokai lenkdavo kitas turto klases, tačiau per krizes šių investicijų vertė gerokai sumažėdavo.

Šių turto klasių vidutinė metinė grąža (kaip suskaičiuota pagal nurodytus atitinkamus indeksus) per 1970-06-30 – 2010-07-15 buvo nuo 6,6 proc. iki 8,4 proc.

1 lentelė. Turto klasių vidutinė metinė grąža per 1970 m.- 2010 m.

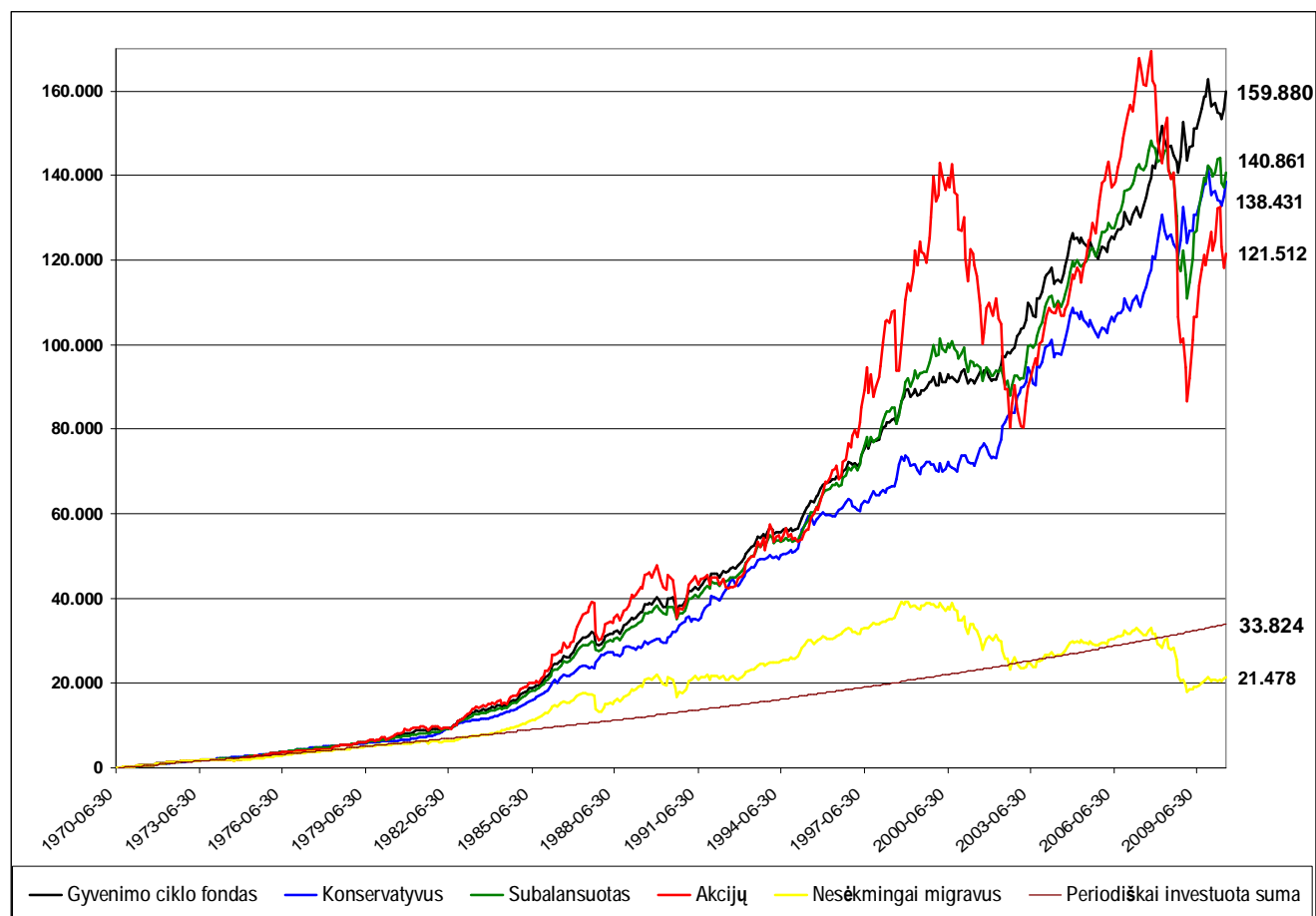
Akcijos	Vyriausybės obligacijos	Įmonių obligacijos	Indėliai ir pinigai
8,23%	8,06%	8,36%	6,58%

Tokiai indėlių ir pinigų, kurių grąžos atitikmeniu naudotos LIBOR palūkanos, įtakos turėjo aukštos palūkanų normos per tam tikrus periodus (pvz, 1973 - 1974 m., 1979 m.- 1984 m., kai eurodolerių palūkanos per metus siekė daugiau nei 10 proc.). Akcijų vidutinė metinė grąža iki 2007-10-31 siekė 9,88 proc., tačiau dėl 2007 m. pabaigoje-2009 m. pradžioje buvusio nuosmukio bei pastarųjų mėnesių korekcijos šis vidurkis sumažėjo iki 8,23 proc.

Šios tendencijos minėtose turto klasėse dėl skirtingų proporcijų pensijų fonduose, dėl skirtingų investuojamų sumų ir investavimo periodiškumo būtų atnešę skirtingą pelną ir skirtingas galutines sukauptas sumas pensijų fondų dalyviams.

Per nagrinėjamą laikotarpį, atsižvelgus į skaičiavimų prielaidas, būtų buvę periodiškai iš viso investuota 33,8 tūkst. Lt. Šios periodiškai atliktos investicijos būtų labiausiai išaugusios riziką mažinusiame GCF, kur investicijų vertė būtų buvusi 159 880 Lt. T.y. GCF investuotos lėšos būtų padidėjusios daugiau nei 4,7 karto.

8 diagrama. Per 1970-06-30 – 2010-07-15 laikotarpį pensijų fonduose galėta sukaupti suma (litais)



Kaip matyti iš 8 diagramos, nors GCF ne visais laikotarpiais buvo didžiausią pensijų lėšų sumą sukauptusiu fondu, tačiau iki tikslinės datos 2010-07-15 būtent GCF sugebėjo pasiekti didžiausią grąžą. Be to, priartėjus išėjimo į pensiją

datai šio fondo investicijų portfelio sudėtis buvo saugesnė nei subalansuoto arba akcijų pensijų fondo, tad to fondo dalyviai būtų galėję neatidėti išmokų mokėjimo pradžios. Kaupiant senatvės pensijai paskutiniu metu kaupimo periodu negauta investicijų grąža, kurią būtų generavę rizikingi aktyvai, yra mažiau reikšminga ir svarbi dalyviams nei stabilumas, investicijų vertės išsaugojimas, kurį gali garantuoti GCF paskutiniais šio fondo veiklos metais. Nors per akcijų pakilimo laikotarpius akcijų pensijų fonde sukauptų lėšų kiekis būdavo didžiausias (pvz., 1990 m. pradžioje, 2000 m. balandį, 2007 m. lapkričio pradžioje), tačiau dėl po to sekusių nuosmukio laikotarpių akcijų pensijų fondai atsidurdavo tarp mažiausiai sukaupusių fondų. Pavyzdžiui, nors akcijų fonde sukaupta suma 2007-10-31 būtų buvusi beveik 30 tūkst. Lt didesnė, tačiau 2009-02-27 akcijų fonde sukaupta suma jau būtų buvusi 57 tūkst. mažesnė nei GCF.

Konservatyvus pensijų fondas didžiąją laiko dalį dėl nuoseklios stabilios, tačiau nedidelės grąžos buvo tarp mažiausiai galėjusių sukaupti fondų. Dėl 2008 m. krizės šis fondas aplenkė akcijų pensijų fondą, taip pat pirmavo ir prieš subalansuotą pensijų fondą. Tad konservatyvūs pensijų fondai būtų pateisinę vertės išsaugojimo, stabilumo reputaciją, tačiau per didžiąją nagrinėjamo laikotarpio dalį nebūtų tikę investicijų vertės maksimizavimui.

Subalansuotas fondas, investuojantis 40 proc. į akcijas, per akcijų pakilimo laikotarpius išsiverždavo į antrą poziciją nagrinėjamų teorinių pensijų fondų rikiuotėje, tačiau šio fondo rizika daugeliui asmenų prieš pensiją būtų buvusi per didelė: per pastarąją krizę šis fondas būtų netekęs daugiau ketvirtadalio savo vertės (-25,2 proc.). Galutinis subalansuoto fondo rezultatas būtų buvęs 19 tūkst. Lt prastesnis nei GCF.

#### Nesėkmingai migravusio dalyvio sukauptos lėšos:

Atsižvelgiant į II pakopos dalyvių migracijos tyrimo rezultatus, kur nagrinėti 2 pasirinkti laikotarpiai: pusmetį prieš pasiekiant didžiausias Lietuvos II pakopos pensijų fondų vieneto vertes (2007 m. I pusmečio pabaigoje) ir pusmetį iki pasiekiant mažiausias vieneto vertes (iki 2009 m. I ketv. pabaigos), kai net 92 proc. pensijų fondo riziką keitusių dalyvių tai darė nesėkmingai (prieš krizę perėjo į daugiau akcijų turinčius, o baigiantis krizei- į mažiau akcijų turinčius fondus)<sup>49</sup>, naudojant istorinius turto klasių grąžų duomenis, pagal kuriuos suskaičiuota galima akcijų pensijų fondų, konservatyvių pensijų fondų grąža, buvo paskaičiuota teorinė grąža, kuri būtų tekusi dalyviui, kuris nuolatos netinkama linkme būtų keitęs pensijų fondus per nagrinėjamą 1970-06-30 -2010-06-30 laikotarpį.

**2 lentelė. Nesėkmingai keitusio pensijų fondus dalyvio dalyvavimo akcijų arba konservatyvaus investavimo fonduose laikotarpiai ir grąža (proc.)**

Laikotarpis	Dalyvio fondas	Dalyvio fondo grąža per laikotarpį (proc.)	Alternatyvus fondas	Alternatyvaus fondo grąža per laikotarpį (proc.)
1970-06-30 – 1974-12-31	akcijų	6,23	konservatyvus	20,11
1975-01-01 – 1980-11-30	konservatyvus	22,18	akcijų	132,04
1980-12-01 – 1982-07-30	akcijų	-8,28	konservatyvus	27,5
1982-08-01 – 1987-09-30	konservatyvus	103,65	akcijų	265,35
1987-10-01 – 1992-07-31	akcijų	3,61	konservatyvus	70,03
1992-08-01 – 2000-04-28	konservatyvus	55,26	akcijų	220,81
2000-05-01 – 2003-03-31	akcijų	-42,6	konservatyvus	27,19
2003-04-01 – 2007-05-31	konservatyvus	20,93	akcijų	108,96
2007-06-01 – 2009-02-27	akcijų	-48,25	konservatyvus	13,07
2009-03-01 – 2010-07-15	konservatyvus	11,64	akcijų	40

Pradžioje (1970-06-30), kaip ir rekomenduojama, dalyvis pasirinko akcijų fondą. Tačiau iki 1974 m. pabaigos šis fondas būtų užfiksavęs maždaug 6,23 proc. vieneto vertės pokytį, tad nuo 1975 m. dalyvis pereina į konservatyvų fondą ir išbūna jame iki 1980 m. pabaigos. Per šį laikotarpį vieneto vertė konservatyviame fonde paauga 22,18 proc., tačiau akcijų

<sup>49</sup> <http://www.vpk.lt/lt/pensiju-ir-investiciniai-fondai/14382/>



fonde: +132,04 proc. Atsižvelgdamas į šiuos istorinius rezultatus, dalyvis vėl ryžtasi keisti fondą ir pereina atgal į akcijų fondą.

Jeigu taip pensijų fondo dalyvis nesėkmingai keistų pensijų fondus iki dalyvavimo pensijų fonduose pabaigos (kaip parodyta 2 lentelėje – iš viso 9 pensijų fondo keitimai), galutinė sukaupta suma siektų tik 21,4 tūkst. Ši suma yra maža ir neužtikrintų pakankamų pajamų išėjus į pensiją.

Beje, užtektų tik kelių nesėkmingų fondų pakeitimų ir visa potencialiai galima sukaupti suma sumažėtų daugiau nei per pusę: jeigu būtų kaupiama subalansuotame fonde, tačiau prieš 2000 m. ir 2008 m. krizę būtų pereita į akcijų fondus, o krizei baigiantis vėl būtų sugrįžta į subalansuotą fondą, šie 2 perėjimai į akcijų fondą investuotojui kainuotų 81,3 tūkst. Lt (sukaupta ne 140,86 tūkst. Lt, o 59,5 tūkst. Lt).

**3 lentelė.** Nuo 1970-06-30 galėta sukaupti suma (litais) gyvenimo ciklo bei kituose pensijų fonduose iki tam tikrų dalyvavimo kaupime metų

Sukaupta suma po n metų	10	20	30*	33	2010-07-15
Periodiškai pervedant, iš viso investuota	5.622	12.819	22.031	25.268	33.824
Gyvenimo ciklo fondas	7.228	39.912	93.109	108.936	159.880
Konservatyvus	6.353	31.209	72.201	93.409	138.431
Subalansuotas	6.928	37.934	100.334	99.808	140.861
Akcijų	7.592	44.977	139.403	91.991	121.512
Nesėkmingai 9 kartus pakeitus PF	5.500	20.975	37.995	24.569	21.478

\* dar "nesprogęs" dot com burbulas

**4 lentelė.** Nuo 1970-06-30 galėtos sukaupti sumos gyvenimo ciklo bei kituose pensijų fonduose palyginimas (proc.) iki tam tikrų dalyvavimo kaupime metų (gyvenimo ciklo fonde sukaupta suma n-aisiais kaupimo metais prilyginta 100 proc.)

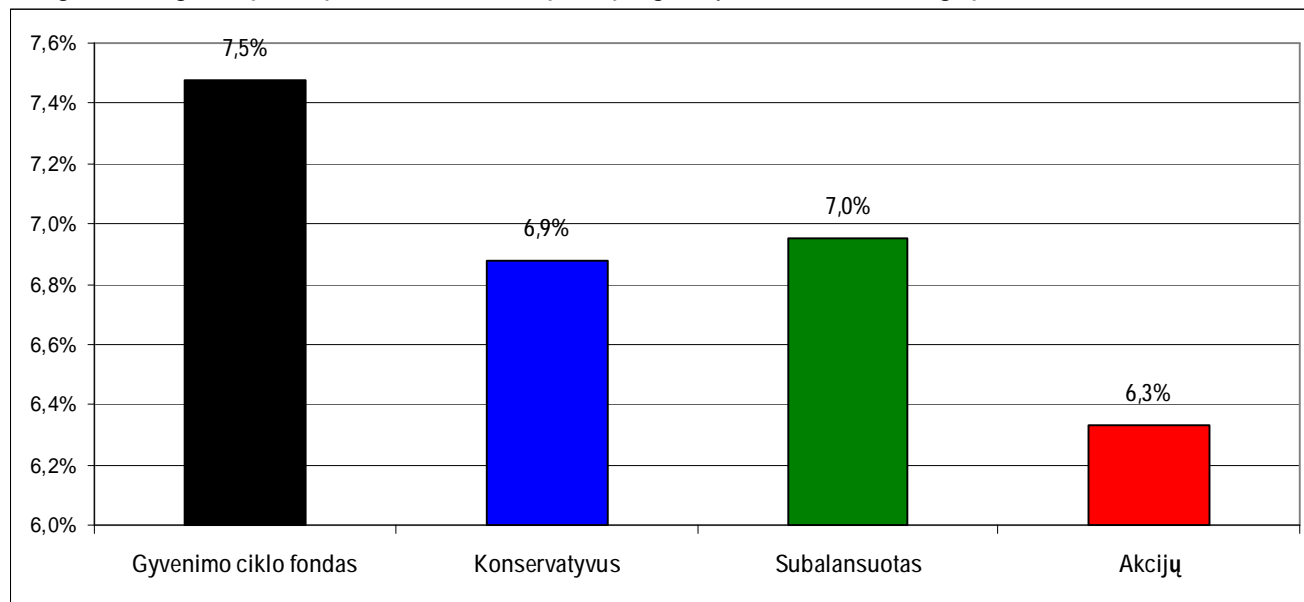
Fondas/Kaupimo metai	10	20	30	33	2010-07-15
Investuota suma	77,8%	32,1%	23,7%	23,2%	21,2%
Gyvenimo ciklo fondas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Konservatyvus	87,9%	78,2%	77,5%	85,7%	86,6%
Subalansuotas	95,9%	95,0%	107,8%	91,6%	88,1%
Akcijų	105,0%	112,7%	149,7%	84,4%	76,0%
Nesėkmingai 9 kartus pakeitus PF	76,1%	52,6%	40,8%	22,6%	13,4%

Kaip matyti ir iš 8 diagramos, tam tikrais laikotarpiais pagal sukauptą sumą pirmavo skirtingi fondai. 10-aisiais kaupimo metais (žr. 3 ir 4 lenteles) akcijų pensijų fondo ir GCF turto sudėtis buvo panaši, ir nepaisant 1973 m. naftos krizės, šie fondai per pirmąjį kaupimo dešimtmetį būtų sukaupe daugiausiai. 20-aisiais ir 30-aisiais kaupimo metais akcijų pensijų fondas pagal gražą ir sukauptą sumą dominavo prieš kitus fondus. 20-aisiais kaupimo metais (1989-12-31) akcijų rinkos pasiekė piką po 1987 m. spalio krizės, o 2000 m. pradžioje dar nebuvo subliūškęs interneto bendrovių akcijų burbulas. Tačiau po 1-2 metų nuo minėtų datų (t.y. 1990-12-31 ir 2002-12-31, lentelėse stulpelis pažymėtas nr. 33), akcijų fondo sukauptos sumos jau buvo mažesnės nei GCF. Pateikti skaičiai patvirtina aksiomą, kad akcijų fondai, kaip ir akcijų rinkos, pasižymi dideliu svyravimu ir rizika. Tad prieš išėjimą į pensiją labai rizikuojama kaupiant daugiau į akcijas investuojančiuose fonduose. Verta pastebėti, kad tarpiniai rezultatai pensijų kaupime nėra tokie svarbūs kaip galutinis rezultatas, nes pensijų išmokos galimos tik sulaukus pensinio amžiaus.

Papildomai negrinėtiems fondams buvo suskaičiuotas vidinės gražos normos (IRR- internal rate of return) rodiklis, parodantis, koku vidutiniu metiniu tempu augo į fondus pervestos įmokos per visą kaupimo laikotarpį. Šis rodiklis priklauso nuo galutinės sukauptos sumos, tad IRR dydis išrikiuoja fondus analogiškai sukauptoms sumoms (nes įmokų

sumos ir datos sutampa). Nors iš pirmo žvilgsnio metinis investicijų augimo tempas labai nesiskiria, tačiau per 40 metų net ir maži skirtumai gražoje lemia didelius sukauptų sumų skirtumus. Beje, dar 2007 m. viduryje akcijų fondo IRR būtų siekęs 8,7 proc.

9 diagrama. Nagrinėtų fondų vidutinės metinės įmokų augimo palūkanos (vidinės gražos norma–IRR)



Jeigu fondų rezultatus apibūdintume vieneto verčių pokyčiais, tai reikštų, kad pradinė 1 Lt vieneto vertė GCF būtų išaugusi 30 kartų. Lentelėje taip pat pateikiamas vidutinis metinis vieneto vertės pokytis per visą 40 metų laikotarpį.

5 lentelė. Teorinės nagrinėtų fondų vieneto vertės (litais; jei pradinė vertė = 1 Lt) ir vidutinis vieneto vertės pokytis (proc.) per visą kaupimo laikotarpį paskutinę kaupimo dieną (2010-07-15)

Fondas	Vieneto vertė (Lt)	Vidutinis metinis vieneto vertės pokytis (proc.)
Gyvenimo ciklo fondas	30,0539	8,86%
Konservatyvus	21,1698	7,91%
Subalansuotas	24,9437	8,36%
Akcijų	23,3621	8,18%

Iš 5 lentelėje pateiktų duomenų taip pat galima pamatyti, kad vieneto vertės pokyčiai per ilgą laiką tik iš dalies atspindi gražą, kuri tenka investuotojams: pavyzdžiui, akcijų pensijų fondo galutinė vieneto vertė yra (10,4 proc.) didesnė už konservatyvaus pensijų fondo, tačiau konservatyviame pensijų fonde kaupęs dalyvis galėjo sukaupti 13,9 proc. daugiau. Taip atsitinka dėl to, kad investuojant periodiškai, įsigyjamų vieneto vertės įvairiais laikotarpiais yra skirtingos, o kuo labiau vieneto vertė svyruoja, tuo šie skirtumai ir neatitikimai tarp vieneto vertės ir realiai gautos gražos gali būti didesni. Plačiau apie tai buvo paaiškinta kitame VPK tyrime<sup>50</sup>.

#### 4.2.2. Gyvenimo ciklo fondo ir dalyvio, keitusio pensijų fondus rizikos mažėjimo linkme, rezultatų palyginimas

Pagal LR pensijų kaupimo įstatymą, pensijų kaupimo bendrovės privalo turėti konservatyvaus investavimo pensijų fondą. Papildomai pensijų kaupimo bendrovės šiuo metu siūlo nuo 1 iki 3 skirtingos rizikos pensijų fondus, kuriuos dalyviai gali laisvai rinktis, o pasirinkus – bet kada keisti. Dažniausiai dalyviams siūloma rinktis iš 3 skirtingos rizikos pensijų fondų. Rizikos lygis nustatomas pagal maksimalią investicijų į akcijas dalį. 4 iš 9 pensijų kaupimo bendrovių turi ir akcijų pensijų fondų, pagal savo strategiją galinčių į akcijų rinkas investuoti iki 100 proc.

<sup>50</sup> <http://www.vpk.lt/lt/pensiju-ir-investiciniai-fondai/14218/>

Be to, Pensijų kaupimo įstatyme dalyvių, kuriems iki pensijos yra likę 7 metai, atžvilgiu yra įtvirtintas specialus reglamentavimas. Pvz., sudarant pensijų kaupimo sutartį, pensijų kaupimo bendrovė privalo informuoti asmenį, kuriam iki senatvės pensijos amžiaus yra likę mažiau kaip 7 metai, apie galimybę kaupti pensiją konservatyvaus investavimo pensijų fonde. Tokiu atveju sutartis dėl pensijų kaupimo kitame nei konservatyvaus investavimo pensijų fonde gali būti sudaroma tik tuo atveju, jei asmuo raštu patvirtina, kad yra supažindintas su visų pensijų kaupimo bendrovės valdomų pensijų fondų investavimo rizikos palyginimu, ir atsisako sudaryti pensijų kaupimo sutartį dėl pensijų kaupimo konservatyvaus investavimo pensijų fonde. Be to, pensijų kaupimo bendrovės, siūsdamos metinį pranešimą pensijų fondų dalyviams, privalo informuoti dalyvį, kuriam iki senatvės pensijos amžiaus yra likę mažiau negu 7 metai, apie galimybę kaupti pensiją konservatyvaus investavimo pensijų fonde bei išsamiai atskleisti galimą riziką dalyvaujant kitos rūšies negu konservatyvaus investavimo pensijų fonde, palyginti dabartinio dalyvio pensijų fondo ir konservatyvaus investavimo pensijų fondo investavimo riziką. Tuo būdu siekiama apsaugoti dalyvius, kuriems netrukus gali prireikti pasinaudoti kaupiamomis lėšomis, nes konservatyvaus pensijų fondo rizika, palyginus su kitomis PF rizikos grupėmis, yra mažiausia.

Tad Lietuvos II pakopos pensijų kaupimo sistema leidžia laisvai pasirinkti, kuriame pensijų fonde kaupti lėšas, bet tuo pačiu tikimasi, kad dalyviai mažins riziką, artėjant išėjimo į pensiją datai. Finansų analitikų asociacija suskirstė Lietuvoje veikiančius II pakopos PF į grupes pagal riziką, kuri priklauso nuo maksimalios investicijų į akcijas ribos pagal pensijų fondų strategijas. Be to, buvo nurodytos orientacinės tinkamiausios dalyvių amžiaus grupės kiekvienai iš pensijų fondų rizikos grupių.

**6 lentelė.** Finansų analitikų asociacijos pasiūlytas pensijų fondų skirstymas į grupes pagal rizikos lygį bei rekomenduojamas kiekvienos iš grupių dalyvio amžius

Pensijų fondų rizikos grupė	Pensijų fondų dalyvio amžius (metais)		
	Nuo	Iki	Vidurkis
Akcijų (nuo 70 iki 100 proc. į akcijas)	19	39	29
Vidutinės akcijų dalies (nuo 30 iki 70 proc. į akcijas)	29	51	40
Mažos akcijų dalies (iki 30 proc. į akcijas)	43	58	50
Vyriausybės obligacijų (konservatyvūs)	52	63	57

Tinkama pensijų fondo rizikos grupė nustatoma pagal investavimo strategijas ir iki pensijos likusius metus: jauniausi dalyviai turėtų labiau rizikuoti, nes investicijų augimo potencialas yra didesnis rizikinguose aktyvuose, (nes ilgo laikotarpio istoriniai duomenys byloja apie didesnę akcijų grąžą nei obligacijų), tuo tarpu artėjant išėjimo į pensiją datai, akcijų dalis pensijų fonde, kuriame kaupiama pensijai, turėtų mažėti. Kadangi svyravimai finansų rinkose yra pasikartojantis reiškinys, arti išėjimo į pensiją esantys dalyviai neturėtų rizikuoti sukauptu pensijų fondo turtu, tad turėtų kaupti konservatyviai, siekdami apsaugoti per ilgą kaupimo laiką sukauptas lėšas.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, buvo atlikti modeliavimai su istorinėmis grąžomis, kurių tikslas – palyginti dalyviui, kuris 1970-06-30 – 2010-07-15 būtų kaupęs 1) GCF ; 2) skirtingais kaupimo periodais: akcijų, vidutinės akcijų dalies ir konservatyviame fonduose, galėjusią tekti grąžą ir sukauptas pensijų lėšas.

Vertinant dalyvio, kuris pagal rekomendacijas keitė pensijų fondo riziką mažėjimo linkme, grąžą, labai svarbus yra perėjimo iš vieno pensijų fondo (didesnės rizikos) į kito pensijų fondo (mažesnės rizikos) momentas. Dėl šios priežasties grąža buvo suskaičiuota 4 atvejais imituojuojant galimus realaus investicinio gyvenimo scenarijus:

a) *atsargaus keitimo atveju* – dalyvis anksti (sulaukęs 29 metų; po 6 dalyvavimo kaupime metų) išeina iš akcijų pensijų fondo į vidutinės akcijų dalies pensijų fondą, taip pat sąlyginai anksti (sulaukęs 52 metų) ateina į konservatyvų pensijų fondą – šie perėjimo momentai atitinka finansų analitikų asociacijos pasiūlytų amžiaus grupių minimalias ribas.

b) *agresyvaus keitimo atveju* – dalyvis iki sukankant 39 metams kaupia akcijų pensijų fonde, o iki sukankant 58 m. dalyvauja subalansuotame fonde, kol išeina į konservatyvų fondą ir baigia jame kaupimą. – šie perėjimo momentai atitinka finansų analitikų asociacijos pasiūlytų amžiaus grupių maksimalias ribas.

c) *sėkmingo keitimo atveju* – jei dalyviui pavyksta nuspėti rinkų kryptis arba jam tiesiog pasiseka priimti sprendimą išeiti iš akcijų fondo (kai asmeniui buvo 29-39 m.) palankiausiu metu (kai akcijų kainos aukštame taške), taip pat kai asmeniui buvo 52 m. – 58 m. palankiu metu išeita iš subalansuoto pensijų fondo į konservatyvų pensijų fondą.

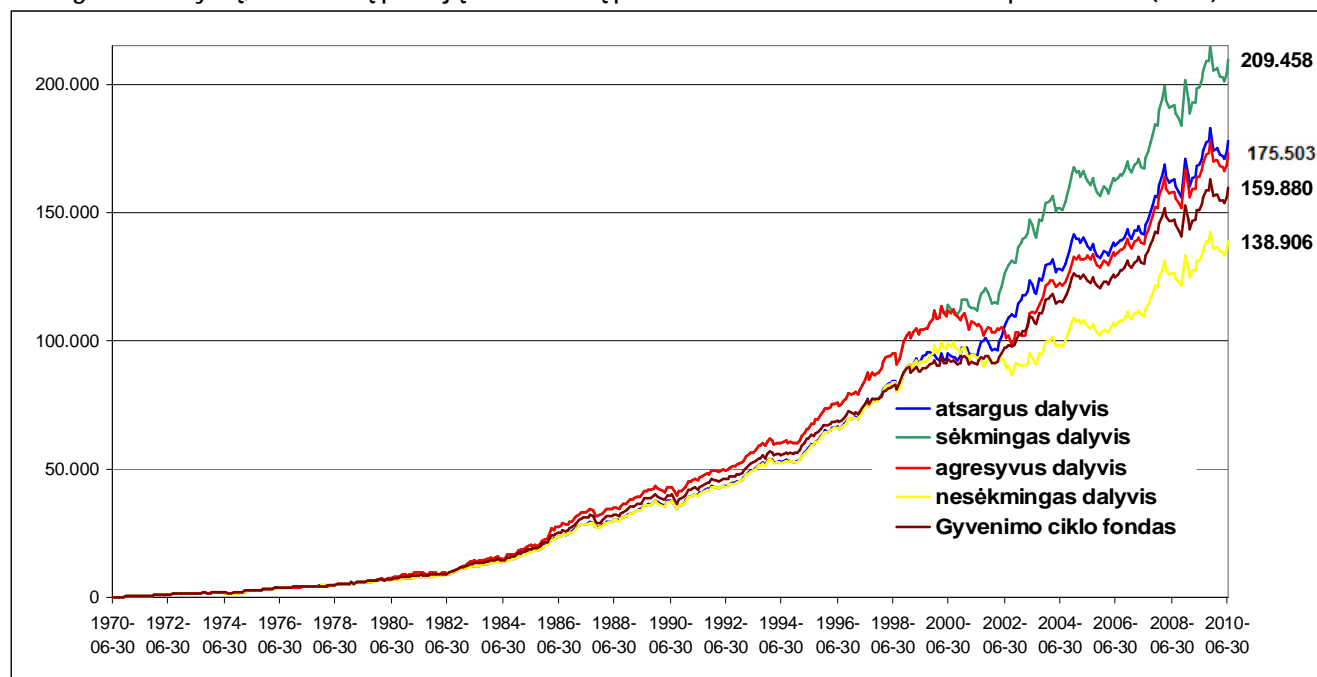
d) *nesėkmingo keitimo atveju* – jei per analogiškus savo gyvenimo laikotarpius dalyvis nepalankiu metu pakeičia pensijų fondo riziką: išeina iš akcijų fondo, kai akcijų kainos nukritusios (taip užfiksuodamas nuostolį), pereina į konservatyvų fondą, nors subalansuoto fondo graža per likusį laikotarpį būtų buvusi didesnė. Po to šis dalyvis elgiasi racionaliai ir nuosekliai, pagal ekspertų patarimus mažina riziką, nesimėto iš konservatyvių į akcijų fondus kaip nagrinėtas teorinis atvejis, tačiau 2 kartus atliktas pensijų fondų keitimas buvo netinkamu rinkose momentu.

Kaupimo laikotarpis 40 metų: nuo 23 m. (1970-06-30) iki kol asmeniui sukanka 63 metai (2010-07-15).

**7 lentelė.** Dalyvių, keitusių pensijų fondo riziką, dalyvavimo akcijų, subalansuotame ir konservatyviame fonde laikotarpiai.

Fondas	Dalyvavimo fonde laikotarpis			
	atsargaus dalyvio	agresyvaus dalyvio	sėkmingo dalyvio	nesėkmingo dalyvio
Akcijų	1970-06-30 – 1976-06-30	1970-06-30 – 1986-06-30	1970-06-30 – 1986-06-30	1970-06-30 – 1976-06-30
Subalansuotas	1976-06-30 – 1999-06-30	1986-06-30 – 2005-06-30	1986-06-30 – 2000-04-28	1976-06-30 – 2003-03-31
Konservatyvus	1999-06-30 – 2010-07-15	2005-06-30 – 2010-07-15	2000-05-01 – 2010-07-15	2003-04-01 – 2010-07-15

**10 diagrama.** Dalyvių, mažinusių pensijų fondo riziką per 1970-06-30 – 2010-07-15 sukauptos sumos (litais)



Kadangi tiek gyvenimo ciklo fondai, tiek fondų keitimas mažinant jų riziką yra paremti panašiu principu – pereiti iš didesnės akcijų dalies į mažesnę, o kaupimo pradžioje ir kaupimo pabaigoje investicijų portfelio sudėtys yra panašios, nestebina gauti rezultatai, kurie liudija apie tai, kad atsargūs ir agresyvūs dalyviai būtų sukaukę panašią sumą kaip dalyviai, kaupę GCF. Kiek didesnis skirtumas nuo GCF gali atsirasti, jei dalyviai tinkamu arba netinkamu metu būtų pakeitę fondus. Kadangi, kaip minėta, GCF atveju turto klasių perbalansavimą (palaiptinui) atlieka profesionalus fondo valdytojas, o visa tai

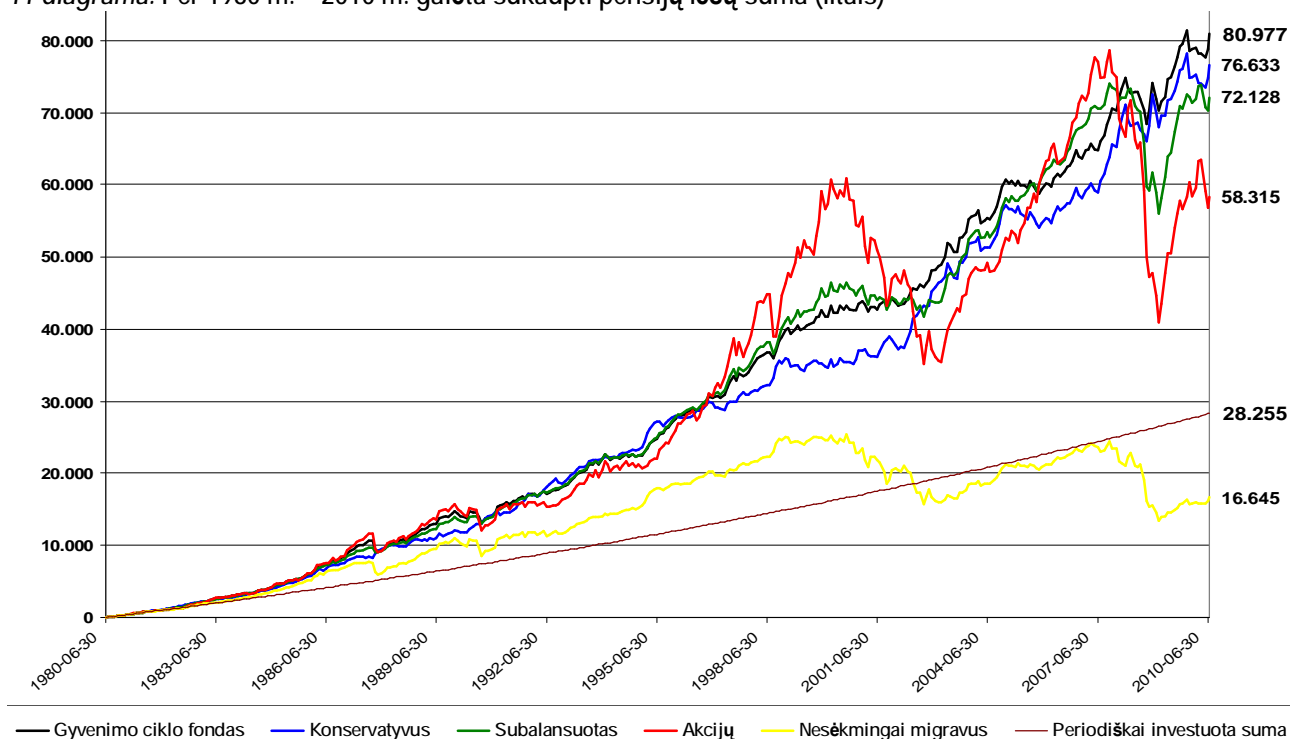
daroma palaipsniui, labai tikėtina, kad GCF atveju pavyktų išvengti geltona linija pažymėto scenarijaus (tačiau emocijomis besivadovaujantys investuotojai neretai padaro klaidų, ką patvirtino ir II pakopos pensijų fondų dalyvių migracijos tyrimas<sup>51</sup>). Tuo tarpu žalia linija pažymėtas scenarijus su idealiu perėjimo pasirinkimu (*angl. market timing*) yra labai sudėtingas ir mažai tikėtinas, nes tik po laiko paaiškėja, ar jau buvo pasiektas rinkose pikas arba dugnas.

Tad fondų rizikos keitimas artėjant išėjimo į pensiją datai taip pat būtų lėmęs geresnius nei kaupimas nekeičiant fondų rezultatus. Tačiau kyla abejonų, ar dauguma dalyvių taip tikslingai artėjant išėjimo į pensiją datai keistų savo pensijų fondų rizikingumą. Kadangi daugelis pensijų fondų dalyvių yra pasyvūs, siekiant visuotinai įgyvendinti rizikos mažinimo bėgant laikui principą, kai kuriose valstybėse (Čilėje, Lenkijoje, Slovakijoje, Vengrijoje) yra įvestos automatinio žmonių perkėlimo iš vieno fondų į kitus mažesnės rizikos fondus sistemos. Tačiau skirtingai nei sumodeliuotame pagal istorines grąžas scenarijuje, šie automatiniai perėjimai gali sukelti nepageidaujamų pasekmių, jei perėjimo momentas nėra tinkamiausias (taip atsitiko pvz., 2008 m.; tuo metu net buvo stabdomas perkėlimas iš nuvertėjusių akcijų fondų). Dėl to kyla dalyvių nepasitenkinimas, įtampa, nes tik po kurio laiko paaiškėja, kad perkėlimas įvyko per anksti arba per vėlai, nes automatiškai visada pataikyti į geriausią perėjimui laiką yra neįmanoma, o migruojant tarp 3 skirtingos rizikos fondų neišvengiamas yra perėjimo šuolis (kaip pavaizduota 3 diagramos kairėje pusėje). Atsižvelgdami į šią praktiką, Pasaulio banko ekspertai teigia, kad šių problemų galima išvengti visada kaupiant viename – gyvenimo ciklo – fonde.

#### 4.2.3. Kitų istorinėmis grąžomis paremtų skaičiavimų rezultatai

1) Buvo atlikti ir kiti skaičiavimai su prielaida, kad GCF ir kiti pensijų fondai būtų veikę ne per nagrinėtą 1970-06-30 – 2010-07-15 laikotarpį, o 30 metų- nuo 1980-06-30 iki 2010-07-15. Atitinkamai GCF turto klasės sparčiau kito laike, tad akcijų dalis nuo 90 proc. per 25 kaupimo metus sumažėjo iki 5 proc., o per kitus 5 m. – iki 0 proc.

11 diagrama. Per 1980 m. – 2010 m. galėta sukaupti pensijų lėšų suma (litais)



Šių modeliavimų rezultatas yra palankus gyvenimo ciklo fondams – šiuose fonduose kaupę dalyviai būtų sukaukę daugiausiai (periodiškai investavus 28,3 tūkst. Lt, sukaupta suma būtų siekusi 81 tūkst. Lt, o metinis investicijų augimo tempas (IRR) būtų siekęs 6,9 proc.).

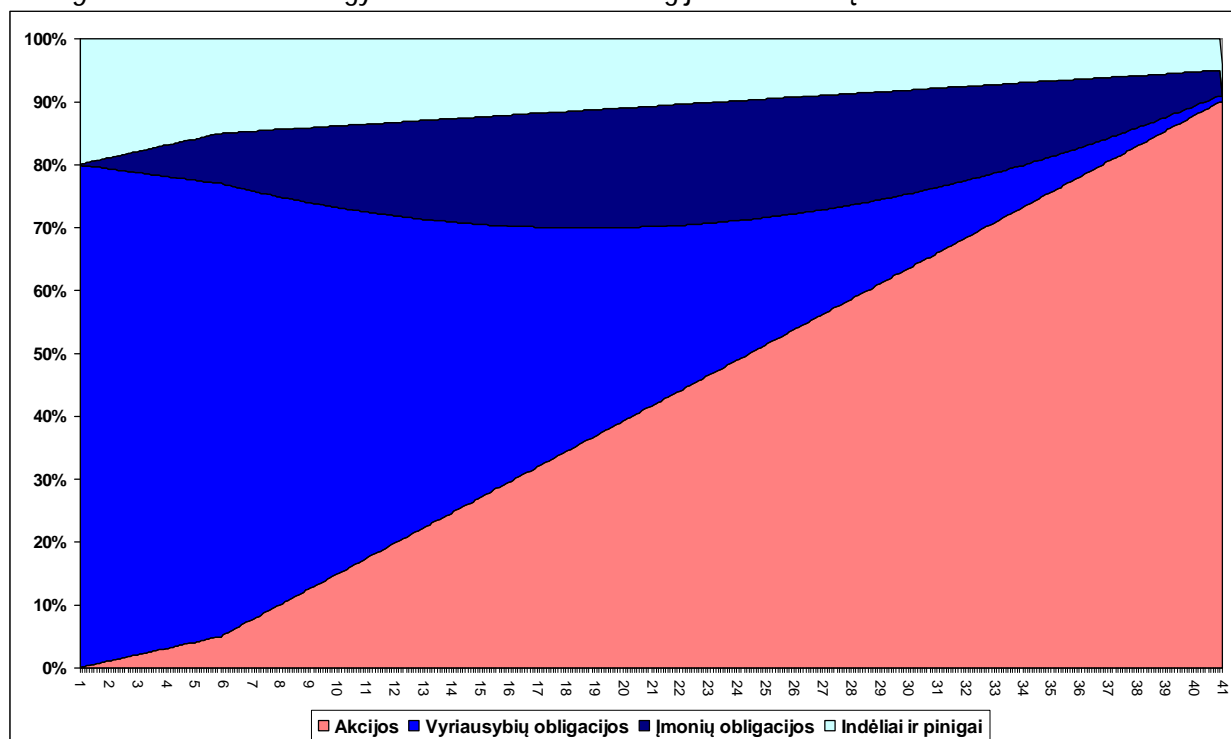
<sup>51</sup> <http://www.vpk.lt/lt/pensiju-ir-investiciniai-fondai/14382/>

2) Kitas teorinis paskaičiavimas: jeigu GCF pradėtų veiklą pvz., kitą mėnesį, o rinkų gražos dinamika per kitus 40 metų pasikartotų, augant atlyginimams 2,5 proc. metiniu tempu nuo dabartinių 2031 Lt, periodiškai per 40 metų būtų investuota 91 tūkst. Lt, sukaupta suma GCF siektų 430,2 tūkst. Lt. (šie skaičiavimai yra analogiški atliktiesiems, skiriasi tik nominalios sumos, pvz., laikotarpio pabaigoje darbo užmokesčio dydis siektų ne 2031 Lt., o 5465 Lt).

3) Beje, pasaulyje buvo atlikta kitų tyrimų (pvz., 2000 m., 2007 m.), kuriuose lyginami teoriniai tradicinėmis GCF strategijomis pasiekti rezultatai su teorinių atvirkštinių (*angl. contrarian*) nei GCF strategijų (t.y. iš pradžių investuoti saugiai, o paskui sukaupus didesnę kapitalą, siekiant pasinaudoti portfelio dydžio efektu, palaiptai didinti akcijų kiekį portfelyje) galimais pasiekti rezultatais. 2007 m. paskelbto tyrimo išvadose<sup>52</sup> teigiama, kad „iš pažiūros naivios, priešingai nei tradicinis požiūris į investavimą sukonstruotos strategijos (pereinama iš konservatyvių turto klasių į rizikingas akcijas), daugumoje atvejų duoda geriausią rezultatą“. Tačiau šie tyrimai buvo atlikti prieš 2008 m. krizę, po kurios dėmesys, skiriamas rizikos valdymui, ženkliai išaugo ir laikomasi investicijų rizikos mažinimo artėjant išėjimui į pensiją principo.

Atsižvelgiant į minėtų ankstesnių tyrimų metodologiją ir šioje apžvalgoje naudotas GCF teorines strategijas buvo atlikti atitinkami skaičiavimai naudojantis istorinėmis turto klasių gražomis per 1970 m.–2010 m. laikotarpį. Buvo suskaičiuota atvirkštinę strategiją nei GCF taikančio teorinio fondo, kurio turto klasės kinta kaip parodyta 12 diagramoje, galutinė sukaupta suma, taip pat priešingos nei aprašyta šios apžvalgos 4.2.2 skyriuje strategijos – jei dalyvis, kuris keistų fondus atvirkštine tvarka (iš konservatyvaus pereitų į vidutinės akcijų dalies, o paskui į akcijų fondą) – sukaupta galutinė suma.

12 diagrama. Atvirkštinės nei gyvenimo ciklo fondo strategijos turto klasių kitimo dinamika laike



Skaičiuojant perėjimo laikotarpius teoriniam fondus keitusiam asmeniui, laikytasi prielaidos, kad konservatyviame fonde toks asmuo išbūna tiek, kiek agresyvus ir konservatyvus dalyvis vidutiniškai išbuvo akcijų fonde  $((6+16)/2)=11$  metų), o į akcijų fondą pereina tada, kai vidutiniškai minėti teoriniai dalyviai perėjo į konservatyvų pensijų fondą (likus  $(5+11)/2=8$  metams iki pensijos).

<sup>52</sup> <http://eprints.qut.edu.au/14450/1/14450.pdf>

Kaip ir reikėjo tikėtis, paskaičiavus teoriniame atvirkštiniame nei GCF kaupusio asmens ir fondus keičiančio rizikingumo didinimo linkme asmens sukauptas lėšas, jos buvo daug mažesnės: atitinkamai 110,3 tūkst. Lt ir 96,5 tūkst. Lt. T.y. atvirkštiniame nei GCF fonde kaupęs asmuo gėlėjo sukaupti 112 504 Lt, tuo tarpu GCF dalyvis – 159 880.

**8 lentelė.** Atvirkštine investavimo strategija paremtuose fonduose sukauptą suma ir jos palyginimas su tradicine investavimo strategija (rizikos mažėjimas artėjant pensiniam amžiui) taikančiais fondais

Sukauptą suma, Lt				skirtumas	Skirtumas proc
Investicijų riziką didinęs vidutinis dalyvis	109.601	Investicijų riziką mažinęs vidutinis dalyvis	173.924	-64.322	-36,98
Atvirkštinis nei GCF dalyvis	112.504	GCF dalyvis	159.880	-47.375	-29,63

Šie skaičiavimai taip pat patvirtina teoriją, kad prieš pensinį amžių reikėtų mažinti, o ne didinti investicijų riziką.

4) 2010 m. liepos mėn. EBPO publikavo tyrimą, kuriame nagrinėjamos galimos parinktinės (*angl. default*) strategijos pensijų fondams. Šiame tyrime remiantis istoriniais duomenimis taip pat analizuota, kokią grąžą būtų pasiekę JAV ir Japonijoje veikę gyvenimo ciklo ir kiti tik į akcijas arba obligacijas investuojantys pensijų fondai.

Su šiuo tyrimu galima susipažinti: [www.oecd.org/dataoecd/22/63/45390367.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/22/63/45390367.pdf)

## 5. GYVENIMO CIKLO FONDAI IR II PAKOPOS PENSIJŲ KAUPIMAS LIETUVOJE

Nuo valstybinio socialinio draudimo įmokos dalies kaupimo (II pakopos) pensijų fondų veiklos pradžios (2004 m.) šioje kaupimo sistemoje išryškėjo kai kurios problemos, trūkumai: mažas dalyvių finansinis raštingumas, neoptimalus pensijų fondų pasirinkimas ir emocijomis grįsta migracija. Be to, kyla kitos grėsmės ateityje: netinkamo laiko perėjimui į mažesnės rizikos fondus pasirinkimo arba pasyvaus dalyvavimo kaupime grėsmės. Dalies pensijų fondų strategijos – gana plačios, iškyla sunkumų palyginti pasiektus rezultatus. Šios problemos detaliau atskleistos 9 lentelėje. Pasaulio banko ekspertai pasiūlė pakeisti pensijų kaupimo sistemą Lietuvoje ir vietoje šiuo metu veikiančių pensijų fondų, kuriose kaupia beveik 1 milijonas dalyvių, įdiegti gyvenimo ciklų pensijų fondų sistemą, tad šalia lentelėje įvardintų problemų nurodoma, kaip šias problemas galėtų padėti spręsti GCF.

**9 lentelė.** Lietuvos pensijų kaupimo sistemos ir veikiančių pensijų fondų problemos ir kaip šias problemas galėtų padėti spręsti gyvenimo ciklo fondai

	Dabartinių pensijų fondų ir pensijų kaupimo sistemos problemų ir trūkumų apibūdinimas	Kaip šias problemas padėtų spręsti GCF
1	Neoptimalus dalyvių pasiskirstymas į pensijų fondus pagal rizikos grupes. Nuo pensijų fondų veiklos pradžios dalis pensijų fondų dalyvių yra pasirinkę mažesnės nei reikėtų rizikos fondus, o kai kurie – per didelės rizikos fondus, atsižvelgiant į jų amžių. Kyla rizika, kad nebus sukaupta pakankamai arba kad sukauptos lėšos bus prarastos. Dalyviai patys priima sprendimus, kokios rizikos fondą pasirinkti, tačiau ne visi tam turi pakankamai žinių (apie tai vėliau). Pensijų sutarčių platintojai nėra licencijuoti asmenys, tad jų kompetencija taip pat ne visais atvejais yra pakankama, kad būtų suteikta išsami reikiama konsultacija.	GCF suteikia galimybę pasirinkti labiau pagal amžių ar kitus poreikius pagal rizikingumą tinkantį fondą, kurio portfelio sudėtis turi užtikrinti optimalų rizikos- grąžos santykį per visą kaupimo laikotarpį. GCF būtų parinktinė ( <i>angl.default</i> ) opcija negalintiems pasirinkti. Norintieji labiau arba mažiau rizikuoti vis tik galėtų rinktis ne pagal amžių tinkamiausią fondą.
2	Pensijų kaupimo bendrovės siūlo nuo 2 iki 4 skirtingos rizikos fondų. Kuo jaunesnis dalyvis, tuo rizikingesnis fondas siūlomas, tačiau didėjant amžiui dalyvis pats turėtų pereiti į mažesnės rizikos fondą (likus 7 metams iki pensinio amžiaus yra pasiūloma kaupiti konservatyviame fonde). Tačiau kyla	GCF išvengiama netinkamo laiko rizikos: dalyviai visą laiką dalyvauja tame pačiame fonde, kurio rizikingumas turėtų išlikti optimalus per visą kaupimo laikotarpį. Profesionalus fondo valdytojas reaguodamas į situaciją rinkose ir perspektyvas vykdo palaipsninį turto

<sup>53</sup> <http://www.vpk.lt/lt/pensiju-ir-investiciniai-fondai/14382/>

<p>rizika, kad dalyvis perėjimui iš vienos rizikos fondo į kitą pasirinks netinkamą laiką – pvz., kai akcijų kainos nukritusios, o obligacijų pakilusios, tada būtų parduodami sukaupti investiciniai vienetai, kurių kaina yra sumažėjusi, o įsigijama vienetų, kurių vertė pakilusi.</p> <p>Kaip parodė II pakopos dalyvių migracijos tyrimas<sup>53</sup>, per kritinius laikotarpius prieš krizę ir besibaigiant krizei finansų rinkose, 92 proc. dalyvių riziką keitė netinkama linkme (prieš krizę – į daugiau akcijų turinčius, o baigiantis krizei – į mažiau akcijų turinčius fondus, iš viso per 2 nagrinėtus pusmečius: 27 tūkst. dalyvių).</p> <p>Šiuo metu veikianti sistema reikalauja aktyvaus dalyvio veiksmų – keisti fondą, domėtis situacija rinkose, numatyti būsimas tendencijas, tačiau ne visi tam turi pakankamai žinių, ne visi yra aktyvūs ir domisi pensijų fondų veikla.</p>	<p>perbalansavimą ir mažina fondo rizikingumą.</p> <p>Jeigu dalyvis nuspręstų keisti pensijų kaupimo bendrovę, jis turėtų galimybę pereiti į atitinkamą GCF, kurio gražos, rizikos dinamika turėtų būti panaši.</p> <p>GCF nereikalauja aktyvių veiksmų iš visų dalyvių valdant savo investicijas (keičiant rizikas) ar stengiantis, kaip paaiškėjo, nesėkmingai pereiti iš vieno fondo į kitą: investicijų valdymo, turto klasių perbalansavimo darba dalyviai paliktų GCF valdytojams. Tačiau aktyviems, besidomintiems dalyviams galimybės keisti fondus ir bandyti nuspėti rinkos kryptis (vykdyti <i>market timing</i>) būtų atviros.</p>
<p>3</p> <p>Daugelis pensijų kaupimo bendrovių siūlo 3 skirtingos rizikos pensijų fondus. Siūlomoms rizikos pasirinkimo alternatyvoms dažnai yra ribotos ir dalyviai negali pasirinkti optimaliausio fondo pagal poreikius ir rizikos toleranciją.</p> <p>Tik 4 iš 9 bendrovių turi jauniausiam dalyvių segmentui tinkančius rizikingiausias (akcijų) fondus; o prieš pereinant į konservatyvius fondus, pvz., likus 7 ar 5 metams iki pensijos, vidutinės akcijų dalies fondai (kur akcijų dalis siekia iki 60 proc.) daugeliu atveju gali būti per daug rizikingi. Be to, susiduriama su staigaus keitimo rizika (angl. <i>clif jumping</i>, žr. 3 diagramos kairėje pusėje).</p>	<p>GCF sistemoje būtų daugiau fondų, kurių kiekvienas yra labiau specializuotas ir orientuotas į jo dalyvių amžių ir rizikos toleranciją.</p> <p>Norintiems aktyviai rinktis, vietoje 2-4 rizikos pasirinkimo galimybių, atsirastų 10 – su aiškia nuoroda į rekomenduotiną fondą (pagal išėjimo į pensiją metus).</p>
<p>5</p> <p>Daugelis pensijų fondų dalyvių (ir kitose valstybėse) nepakankamai gerai išmano finansų rinkas, investavimą<sup>54</sup> ir negali priimti tinkamų sprendimų, o į ekspertus ne visada kreipiasi. Dėl to pasirenkamas netinkamos rizikos fondas, keičiami fondai netinkamu laiku. Kita dalis dalyvių elgiasi pasyviai: nesidomi kaupiamomis lėšomis, nekeičia fondų, nors reikėtų. Pvz., pasirinkęs konservatyvų fondą, visus 40 m. gali jame kaupti, nors tai ir negarantuos pakankamos sukauptos pensijų sumos.</p>	<p>GCF siūlo paprastą, aiškų, suprantamą modelį: investuojama taip, kad iki tikslinės datos būtų sukaupta maksimaliai daugiausiai, o tuo rūpinasi GCF valdytojai.</p> <p>Taip nepaisant mažo žmonių finansinio raštingumo būtų galima išspręsti tinkamo rizikos ir gražos pasirinkimo klausimus. Dalyviams palengvės fondų pasirinkimas, bus renkamas tik fondų valdytojai.</p> <p>Pasyvius dalyvius tai apsaugos nuo rizikos, su kuria neišvengiamai susidurtų tokie dalyviai (nesukaupti arba sukauptus prarasti dėl nesumažintos rizikos).</p>
<p>6</p> <p>Šiuo metu fondai skirstomi į 4 rizikos grupes pagal akcijų kiekį, tačiau ir toje pačioje grupėje fondai labai skiriasi: pavyzdžiui, vidutinės akcijų dalies fondų maksimali akcijų dalis gali būti nuo 30 proc. iki 70 proc. Be to, fondų strategijos plačios, ne visada dalyviai gali tiksliai žinoti, į kokį fondą su kokia rizika ateina. Dėl skirtingos rizikos fondų rezultatus sunku palyginti.</p>	<p>Įvedant GCF galima pagerinti palyginamumą: nustačius orientacinį perėjimo nuo vieno turto klasių į kitas kelią (angl. <i>glide path</i>), dalyviai galės lyginti tų pačių tikslinių metų fondų rezultatus.</p>

- GCF įvedimo Lietuvoje trūkumai:

- gali atsirasti mažų pensijų fondų. Šiuo metu veikia 4 pensijų fondai, kurių dalyvių skaičius mažesnis nei 1000.

Dar 8 pensijų fondų dalyvių skaičius nesiekia 10 000. Norint sukurti diversifikuotą investicijų portfelį, neišvengiamai tektų investuoti į jau išskaidytus kitus investicinius fondus. Kita alternatyva – fondams jungtis ir siekti masto ekonomijos.

- Gali padidėti fiksuoti kaštai pensijų kaupimo bendrovėms.

- Pereinamojo laikotarpio sunkumai (esamų fondų dalyvių perkėlimas, dokumentų parengimas ir kiti darbai).

Atsižvelgus į visa tai, kas išdėstyta, darytina išvada, kad GCF modelio įvedimas Lietuvoje turėtų teigiamos įtakos pensijų kaupimo sistemai, jos subalansuotumui, ilgalaikių pensijų reformos tikslų pasiekimui. Norint sukaupti kuo daugiau

<sup>54</sup> „Spinter tyrimai“ 2009 m. atlikta šalies gyventojų apklausa parodė, kad tik 1 proc. Lietuvos gyventojų mano, kad labai gerai išmano investavimą, 11 proc. savo žinias vertina kaip daugiau geras nei blogas, o dauguma – nepakankamai, mažai turi žinių apie investavimą.



pensijų lėšų būtina priimti racionalius, gerai apgalvotus ir svarbiausia – teisingus sprendimus, o tam reikia žinių, sugebėjimų. Kadangi daugeliui pensijų kaupimo dalyvių trūksta šių žinių, pensijų kaupime ir kaupimo tikslų pasiekime turi aktyviau dalyvauti investavimo profesionalai – pensijų kaupimo bendrovės, kurios tinkamai valdydamos GCF pasirūpintų, kad dalyviai sukauptų daugiau.

## IŠVADOS IR APIBENDRINIMAI

- Žmonių poreikiai, tikslai ir rizikos tolerancija skiriasi skirtinguose gyvenimo etapuose.
- Atsižvelgiant į per mažą daugelio žmonių išmanymą apie finansų rinkas ir nesugebėjimą sistemingai ir kryptingai investuoti, atsirado poreikis finansiniams produktams, kurie pasirūpintų racialesniu finansinių tikslų siekimu.
  - Atsižvelgiant į paklausą, buvo sukurti gyvenimo ciklo fondai, kurių turtas iš pradžių investuojamas rizikingai ir siekia maksimalios gražos per ilgą laiką, o vėliau, artėjant išėjimo į pensiją datai, investicijų rizika yra palaipsniui mažinama, taip užtikrinant, kad bus išsaugotas ir apsaugotas iki tol sukauptas pensijų turtas.
  - Šios gyvenimo ciklo fondų savybės leidžia investavusiems asmenims palikti (iki tikslinės datos, kai reikės sukauptų lėšų) investicijų rizikos keitimo, turto klasių perbalansavimo darbą profesionaliems investicijų valdytojams.
  - Gyvenimo ciklo fondų pagrindiniai privalumai: paprastumas, aiškumas, profesionalus rūpinimasis kaupimu pensijai (orientuojantis į galutinį rezultatą), sumažinta netinkamo turto perbalansavimo grėsmė, diversifikacija, geresnis rizikos/grąžos santykis per įvairius gyvenimo etapus, galimybė sukaupti daugiau.
  - Kaip galimi gyvenimo ciklo fondų trūkumai įvardijami šie: ne visiškai tinka gerai investavimą išmanantiems asmenims; skiriasi tarpusavyje pagal riziką ir turto keitimo būdą laike (*angl. glide path*); kai kada gali neišnaudoti palankių investavimo galimybių arba sumažinti riziką ir potencialą uždirbti didesnę gražą, neatsižvelgiant į sukauptą turtą; didesnė tikimybė pasiekti vidutinius, o ne išskirtinius rezultatus; jei gyvenimo ciklo fondų valdytojai turtą investuoja į kitus valdomus investicinius fondus, kyla interesų konflikto grėsmė ir vieno valdytojo keliami rizika. Argumentus dėl gyvenimo ciklo fondų brangumo galima laikyti nepagrįstais.
  - Nepaisant to, kad gyvenimo ciklo fondai pasižymi tiek teigiamomis, tiek neigiamomis savybėmis, vis tik šių fondų spartus populiarėjimas pasaulyje (ypač JAV) rodo, kad gyvenimo ciklo fondai – patrauklūs, o jų teigiamos savybės nusveria galimus minusus. Gyvenimo ciklo fondai sparčiai populiarėja tiek kaip individualių investicijų objektas, tiek dėl valstybių politikos, nes gyvenimo ciklo fondai vis dažniau paskiriami kaip standartinis (*angl. default option*) pasirinkimas apibrėžtų įmokų pensijų kaupime.
  - Gyvenimo ciklo fondai tinkamumą apibrėžtų įmokų sistemoms akcentuoja ir tarptautinės organizacijos, ypač Pasaulio bankas.
  - Remiantis istoriniais 1970-06-30–2010-07-15 finansų rinkų duomenimis buvo atliktas tyrimas, kuriame sumodeliuota teorinė pastarųjų 40 metų gyvenimo ciklo fondų ir tradicinių pensijų fondų graža ir sukauptos sumos. Pagrindinės šio tyrimo išvados:
    - Didžiausią sumą pensijai būtų sukaukęs gyvenimo ciklo fondas (periodiškai nuo 1970-06-30 investavus 33,8 tūkst. Lt, ši suma iki 2010 m. liepos 15 d. būtų padidėjusi iki beveik 160 tūkst. Lt).
    - Gyvenimo ciklo fondų investicijų valdymo modelis būtų pasiteisinęs: nuosmukiai ankstesniais investavimo laikotarpiais buvo ne tik kompensuojami vėlesnių laikotarpių teigiama graža, tačiau buvo gaunamas ir investicijų prieaugis, o priartėjus išėjimo į pensiją datai sukauptas pensijų turtas būtų buvęs apsaugotas (net ir per 2008 m. krizę).
    - Akcijų pakilimo laikotarpiais pagal sukauptas sumas pirmavo akcijų fondai, tačiau ši lyderystė buvo pasiekta ir dėl didesnės rizikos, kuri pastaruoju metu (2010 m.) išeinantiems į pensiją būtų lėmusi mažiausias išmokas tarp nagrinėtų alternatyvų. Tad svarbiausias pensijų kaupime yra galutinis, o ne tarpinis rezultatas.
    - Nesėkmingas pensijų fondo rizikos keitimas gali turėti lemiamos reikšmės sukauptoms pensijų lėšoms: net keli nesėkmingi fondo pakeitimai gali sumažinti potencialią sukauptą sumą daugiau nei per pusę.
    - 1970-06-30 – 2010-07-15 GCF vidutinė metinė investicijų graža (IRR) būtų buvusi apie 7,5 proc.
    - Jeigu artėjant išėjimo į pensiją datai pensijų fondo dalyviai mažintų riziką pagal analitikų patarimus keisdami pensijų fondus, ši taktika būtų pasiteisinusi ir garantavusi panašią kaip gyvenimo ciklo fonde sukauptą sumą. Tačiau norint pasiekti tokį patį efektą visos rinkos mastu (kas būtų įmanoma esant GCF sistemai), būtina, kad visi pensijai kaupiantys asmenys keistų pensijų fondus, o šie pakeitimai nebūtų atliekami, kai netinkamas metas rinkose.
    - Net jeigu teorinis pensijų kaupimo laikotarpis būtų buvęs trumpesnis (1980-2010 m.), skaičiavimai vis tiek palankūs GCF, kuriuose dalyviai būtų sukaukę daugiausiai.
    - Atvirkštinė nei gyvenimo ciklo fondų strategija (didinti akcijų kiekį ir riziką artėjant pensiniam amžiui) būtų nepasiteisinusi.
  - Lietuvos II pakopos pensijų kaupimo sistemoje išryškėjo tam tikros problemos, galimos grėsmės: mažas dalyvių finansinis raštingumas, neoptimalus pensijų fondų pasirinkimas ir emocijomis grįsta migracija, aktualios netinkamo laiko perėjimui į mažesnės rizikos fondus pasirinkimo arba pasyvaus dalyvavimo grėsmės. Šias problemas galėtų padėti spręsti GCF įvedimas.
  - Net jei (visame pasaulyje ar Lietuvoje) gyvenimo ciklo fondai būtų įdiegti kaip parinktiniai (*angl. default*), geriausia, jei investuotojai, dalyviai, kaupiantys pensijai, vis tik aktyviai domėtusi investavimu ir prisidėtų prie savo finansinių tikslų pasiekimo.

Parengė: Valdas Sejavičius, Investicinių paslaugų priežiūros skyrius, tel. (8-5) 271 49 25; el. paštas [vsejavicius@vpk.lt](mailto:vsejavicius@vpk.lt)