

УДК 338.001.36

АНАЛИЗ КАЧЕСТВА ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ В РОССИИ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ БЭНЧМАРК-МЕТОДА*

К.А. ТУМАНЯНЦ,кандидат экономических наук, доцент кафедры
экономической теории и экономической политики

E-mail: tka210@gmail.com

М.В. УТУЧЕНКОВА,ассистент кафедры экономической теории
и экономической политики

E-mail: maria.utuchenkova@mail.ru

Волгоградский государственный университет

Авторами проведено сравнение доходности инвестирования средств обязательного пенсионного страхования с уровнем инфляции и процентных ставок, а также доходностью индексов акций и облигаций в России. Выявлены факторы расхождения результатов управления пенсионными накоплениями и динамикой рыночных показателей, а также дается количественная оценка влияния каждого фактора. Проведенный анализ позволил сформулировать меры по повышению доходности и снижению рисков инвестирования пенсионных накоплений в России.

Ключевые слова: доходность, риск, инфляция, пенсионные накопления, акция, облигация, инвестиция, стандартное отклонение, процентная ставка, негосударственный пенсионный фонд, управляющая компания

Несмотря на сохранение накопительной компоненты в российской пенсионной модели после реформы 2013 г., в обществе преобладают негативные оценки результатов инвестирования пенсионных взносов всеми тремя типами финансовых институ-

* Статья подготовлена в рамках поддержанного РГНФ научного проекта № 14-02-00112.

тутов — государственной управляющей компанией ГК «Внешэкономбанк» (ВЭБ), негосударственными пенсионными фондами (НПФ) и частными управляющими компаниями (УК). Одним из аргументов критиков механизма капитализации пенсионных средств выступает отрицательная реальная доходность данных вложений [11]. Кроме того, подчеркивается, что пенсионные накопления так и не стали источником долгосрочных инвестиций для российской экономики. В статье осуществлена оценка качества инвестирования взносов на обязательное пенсионное страхование в контексте конъюнктуры финансовых рынков и даются рекомендации по совершенствованию накопительного механизма отечественной пенсионной модели.

Под доходностью НПФ и УК в работе будет пониматься средневзвешенное значение годовой доходности всех НПФ и УК соответственно, работавших с пенсионными накоплениями на протяжении всего анализируемого периода. Весами выступают доли средств пенсионных накоплений данного НПФ или УК в общем объеме средств обязательного пенсионного страхования, находящихся во всех

Таблица 1

**Сравнительная динамика фондовых индексов, депозитных ставок
и индекса потребительских цен за 2008–2012 гг., % [3–5, 14]**

Показатель	2008	2009	2010	2011	2012
Сбалансированный индекс пенсионных накоплений	-27,6	42,9	23,4	-1,4	6,6
Консервативный индекс пенсионных накоплений	-2,1	22,5	11,7	4,6	7,2
Агрессивный индекс пенсионных накоплений	-49,7	77,4	35,4	-7,8	6,1
Индекс государственных облигаций	-5,6	35,3	11,1	5,8	14,6
Средневзвешенные ставки банковских депозитов	7,6	10,4	6,8	5,4	6,5
Индекс потребительских цен	13,3	8,8	8,8	6,1	6,6

НПФ и всех УК на конец года. Начиная с 2009 г. показатели ВЭБа соответствуют расширенному инвестиционному портфелю, стоимость которого несопоставимо больше размера портфеля государственных ценных бумаг.

Для оценки качества управления пенсионными накоплениями доходность и риск их инвестирования соотносятся с показателями бэнчмарков. Выбор адекватного эталона для сравнения является самостоятельной непростой исследовательской задачей. В соответствии с законодательством РФ пенсионные накопления могут инвестироваться в государственные облигации, негосударственные облигации и акции, торгуемые на бирже и включенные организатором торгов в котировальный список А1, а также в банковские депозиты и некоторые другие активы. В рамках расширенного инвестиционного портфеля ВЭБ может инвестировать средства только в долговые обязательства, а НПФ и УК — во все перечисленные. Воспользуемся в качестве бэнчмарков консервативным (RUPCI), сбалансированным (RUPMI) и агрессивным (RUPAI) индексами пенсионных накоплений, рассчитанными Московской биржей с 2008 г., что в свою очередь и определило временной горизонт первого этапа исследования.

Изменение консервативного индекса соответствует динамике рыночной стоимости и купонного дохода облигаций, в которые допускается вложение средств пенсионных накоплений. Сбалансированный и агрессивный индексы демонстрируют изменение рыночной стоимости портфеля, состоящего из акций и облигаций. Удельный вес облигаций в сбалансированном индексе большую часть анализируемого периода принимал значение от 70 до 80%, в агрессивном — от 40 до 55%. Кроме того, для анализа будет использоваться в качестве эталона индекс полной доходности государственных ценных бумаг Московской биржи (RGBI TR) и средневзвешенная ставка банковских депозитов, публикуемая Центральным банком РФ. Логика

исследования предполагает оценку реальной доходности бэнчмарков, соотнесение фактической доходности инвестирования пенсионных накоплений с относительным изменением стоимости эталонных инструментов за аналогичный период и факторный анализ причин расхождений между значениями данных показателей.

Динамика фондовых активов, в которые могут инвестироваться средства пенсионных накоплений, только два года из последних пяти превышала инфляцию (табл. 1). В 2012 г. изменение индексов в реальном выражении было близко к нулю. В 2008 и 2011 гг. темпы роста потребительских цен оказались выше темпов изменения индексов пенсионных накоплений. Реальные средневзвешенные ставки по банковским депозитам большую часть периода также находились в отрицательной зоне. Единственным исключением выступали облигации федерального займа, динамика стоимости которых преимущественно превосходила темпы снижения покупательной способности рубля (за исключением 2008 и 2011 гг.).

Переход от годовых значений показателей к кумулятивным принципиально картины не меняет (рис. 1). Рост потребительских цен с 01.01.2008 по 31.12.2012, составивший 51,7%, смогла опередить только стоимость долговых обязательств федерального правительства. Вложение средств в корзину облигаций, в которую помимо облигаций федерального займа (ОФЗ) входят обязательства некоторых субъектов РФ, муниципалитетов и корпоративных заемщиков (консервативный индекс), позволило лишь компенсировать инфляционные потери. Доходность от банковских депозитов примерно на 10 п.п. отстала от темпов роста цен. Сбалансированная стратегия инвестирования принесла номинальную отдачу в размере 34,2%, что соответствует отрицательной реальной доходности в 11,5%. Вложения в акции оказались убыточными. На конец 2012 г. они стоили почти на 7% меньше, чем пять лет ранее, что

не могло не отразиться на динамике агрессивного индекса, показавшего итоговый номинальный прирост лишь на уровне 18%, или –22,2% в реальном выражении. Таким образом, конъюнктура финансовых рынков была достаточно сложной для обеспечения прироста средств темпами, превышающими рост потребительских цен.

Исходя из сказанного становится очевидным, что оптимальной инвестиционной стратегией за прошедшую пятилетку было вложение средств в государственные облигации и в целом в облигации как класс активов. Вопреки традиционной теории инвестирования, именно эти направления принесли наибольшую доходность при минимальном уровне риска. Стандартное отклонение годовых доходностей индекса государственных ценных бумаг составило 13,4%, консервативного индекса — 8,2%. Показатели для сбалансированного и агрессивного индексов составили 23,7 и 42,6% соответственно. Таким образом, априори любая диверсификация портфеля за рамки долговых инструментов ухудшила результаты инвестирования. Поэтому итоги деятельности финансовых институтов по управлению пенсионными накоплениями оказались довольно скромными.

С 2008 по 2012 г. ВЭБ заработал для своих клиентов 35,1%, УК — 23,7%, НПФ — 16,8% [10, 12] при уровне риска 3,7, 22,0 и 15,7% соответственно. Разницу в доходностях инвестиционных портфелей финансовых институтов и динамику индекса госу-

дарственных ценных бумаг можно рассматривать как стоимость ошибки в формировании секторальной структуры вложений пенсионных накоплений. Для ВЭБа она составила за указанный период 37,2% от стоимости активов, для УК — 48,6%, для НПФ — 55,5%. Более низкую норму отдачи от своих инвестиций ВЭБ продемонстрировал не только относительно индекса государственных ценных бумаг, но и по отношению к консервативному индексу, профиль которого вполне соответствует инвестиционной декларации расширенного портфеля.

Только 12 из 67 НПФ, осуществлявших деятельность по обязательному пенсионному страхованию, смогли получить более высокую доходность, нежели значение сбалансированного индекса пенсионных накоплений (34,2%) при более низком уровне риска (рис. 2). Доходность семи фондов в 2008–2012 гг. превзошла норму возврата от размещения средств на банковские депозиты (42,4%). Лишь пяти фондам удалось обеспечить возвратность на уровне, превысившем темпы инфляции (51,7%), и динамику консервативного индекса пенсионных накоплений (51,7%). Два фонда заработали больше доходности индекса государственных ценных бумаг (72,3%), но ценой некоторого роста уровня риска. Статистика деятельности УК даже более разочаровывающая. Из 54 портфелей, управляемых УК, только шесть смогли опередить по доходности сбалансированный индекс, из них у четырех уровень риска был ниже аналогичного показателя индекса. Только одна УК

получила доходность, сравнимую со ставками банковского депозита, имея при этом и более высокое значение стандартного отклонения. Планку инфляции и консервативного индекса не смогла преодолеть ни одна УК, не говоря уже о динамике индекса государственных ценных бумаг.

Теоретически, инвестирование 100% пенсионных накоплений в облигации федерального займа по итогам пятилетки, закончившейся 31.12.2012, было бы лучшей стратегией и с точки зрения доходности, и с точки зрения риска. Однако практически трудно представить портфель НПФ, УК или даже ВЭБа, полностью повторяющего структуру индекса государственных

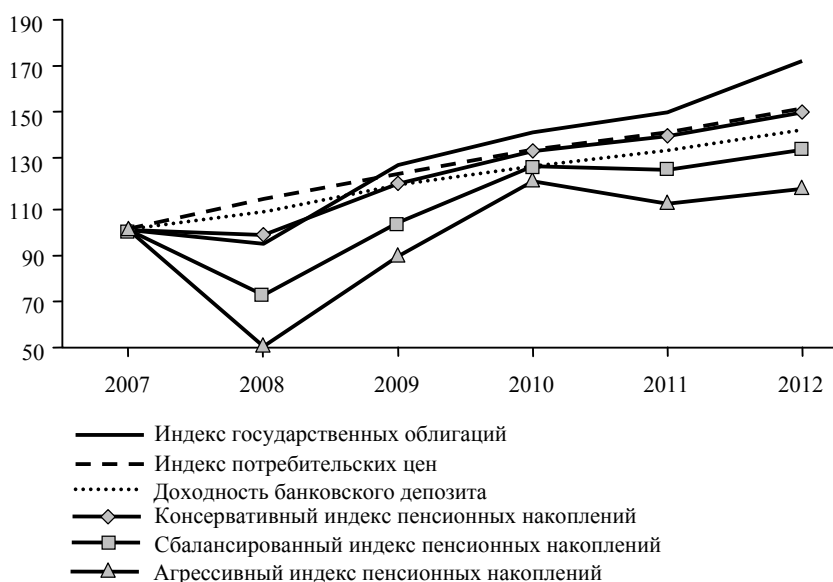


Рис. 1. Сравнительная кумулятивная динамика фондовых индексов, депозитных ставок и индекса потребительских цен за 2007–2012 гг., % [3–5, 14]

ценных бумаг. Во-первых, некоторое время часть активов всегда представлена денежными средствами по техническим причинам. Во-вторых, и теория инвестирования, и общественное мнение, и позиция государственных регуляторов считают более обоснованным распределение вложений по нескольким направлениям, желательно, имеющим низкую взаимную корреляцию. В-третьих, в 2008 г. государство специально расширило инвестиционные возможности ВЭБа, разрешив размещать средства «молчунов» не только в облигации федерального займа, но и в облигации регионов, компаний, депозиты коммерческих банков. Вряд ли государственная корпорация могла не последовать стремлению ее собственника.

Для оценки качества управления пенсионными накоплениями с учетом фактической структуры размещения средств была рассчитана теоретическая годовая доходность модельных портфелей ВЭБа, НПФ и УК. Она представляет собой средневзвешенную доходность отдельных частей портфеля, определяемую динамикой индекса государственных ценных бумаг, субиндекса акций и облигаций, рассчитываемых Московской биржей в рамках расчета индексов пенсионных накоплений и средневзвешенной ставкой банковских депозитов. В качестве весов использовались данные о фактической доле соответствующих компонент портфеля ВЭБа и совокупного портфеля НПФ и УК.

Из сопоставления доходности модельного портфеля с фактической доходностью следует, что лишь в одном случае из пяти (2012 г.) частные финансовые институты обеспечили премию в доходности относительно модельного портфеля (табл. 2). Суммарные показатели также не в пользу финансовых организаций: фактическая доходность за пять лет ниже, чем по модели, а уровень риска

выше (НПФ) или практически одинаковый (УК). Разницу в доходности можно интерпретировать как стоимость ошибки времени совершения сделок и выбора конкретного инструмента в пределах определенного сектора финансовых активов. Именно этими двумя обстоятельствами можно объяснить различие фактических и модельных норм возврата на капитал частных институтов. Для УК величина ошибки управления составила 39,1% от стоимости активов, у НПФ — 32,9% на временном горизонте 2008–2012 гг. Ни одна УК не показала результата, превысившего доходность модельного портфеля. Из 67 НПФ только пять обеспечили доходность пенсионных накоплений выше модельного портфеля, и только у двух из них показатель риска ниже, чем в модели.

У ВЭБа эпизодов получения доходности сверх модельной было два — в 2008 и 2011 гг. Однако оценивать результаты его деятельности исключительно в негативном ключе не стоит. Несмотря на потерю 23,8 п.п. в доходности за пять лет относительно потенциально возможной, ВЭБ обеспечил большую стабильность своих финансовых результатов по сравнению со значениями по модели, что трактуется как более низкий уровень риска управления. Если воспользоваться методологией У. Шарпа [17], то можно сказать, что фактически ВЭБ получил почти 9,5 п.п. доходности на каждую единицу риска, тогда как модельный портфель «заработал» только 5,2%.

Таким образом, на доходность инвестирования пенсионных накоплений с 2008 по 2012 г. оказали влияние два фактора. Во-первых, большая часть финансовых инструментов не предоставляла возможности получить реально положительную доходность. Во-вторых, эффективность применяемых финансовыми институтами стратегий инвестиро-

Таблица 2

Доходность финансовых институтов в 2008–2012 гг., % годовых

Показатель	2008	2009	2010	2011	2012	Доходность за период, %	Стандартное отклонение, %
Фактическая доходность ВЭБа	-0,5	9,5	7,6	5,5	9,2	35,1	3,7
Доходность модельного портфеля ВЭБа	-5,4	29,6	10,7	5,3	11,2	58,9	11,4
Средневзвешенная доходность УК	-28,4	38,7	16,7	-1,1	7,9	23,7	22,0
Доходность модельного совокупного портфеля УК	-11,7	54,5	17,0	-4,5	6,9	62,8	23,2
Средневзвешенная доходность НПФ	-22,6	25,1	11,2	1,0	7,4	16,8	15,7
Доходность модельного совокупного портфеля НПФ	-9,2	32,3	14,8	2,1	6,3	49,7	13,9

Источник: рассчитано авторами.

вания была низкой. Такая результативность была обусловлена как далеким от оптимального распределения средств между отдельными секторами финансового рынка (государственные облигации, другие облигации, акции, банковские депозиты), так и не вполне удачным временем совершения сделок и выбором конкретных объектов инвестирования в рамках соответствующих секторов.

Как правило, представители отечественной финансовой индустрии объясняют низкое качество управления пенсионными накоплениями узким кругом объектов, законодательно разрешенных для инвестирования средств обязательного пенсионного страхования. С одной стороны, сужение инструментов на не очень ликвидном, по мировым меркам, фондовом рынке России с весьма ограниченным набором торгуемых ценных бумаг действительно является проблемой для управляющих. С другой стороны, результаты инвестирования вряд ли существенно улучшились бы при более мягких ограничениях. Об этом свидетельствует сравнение динамики субиндексов Московской биржи для акций и облигаций, удовлетворяющих требованиям для вложения средств пенсионных накоплений, с аналогичными индексами «широкого» рынка.

Индекс ММВБ с 31.12.2007 по 31.12.2012 упал на 22%, тогда как субиндекс акций списка А1 снизился только на 7%. Облигационный индекс IFX-Cbonds показал прирост на 55,1%, опередив субиндекс облигаций только на 5 п.п. Коэффициент корреляции между изменением стоимости ценных бумаг, включенных в список А1, и в целом торгующихся на рынке, составляет: по акциям — 0,916, по облигациям — 0,987. Таким образом, расширение списка ценных бумаг для инвестирования пенсионных накоплений и достижение его большей адекватности реалиям российского фондового рынка и экономики в целом (например, в части капитализации компаний), безусловно, создаст возможности для большей диверсификации инвестиционного портфеля пенсионных накоплений, но не окажет значимого воздействия на результативность вложений.

Приведенные оценки базируются на анализе данных за пятилетний период, который хотя и является достаточным для обоснования расчетов, по отношению к долгосрочным целям инвестирования — пенсионного обеспечения застрахованных граждан — слишком непродолжителен. Кроме того, на первый год рассматриваемого периода пришелся

мировой экономической кризис, масштабы последствий которого для финансовых рынков сопоставимы лишь с небольшим числом биржевых крахов за всю историю человечества. Поэтому на втором этапе исследования временные границы были расширены до 2005 г., начиная с которого инвестирование пенсионных накоплений осуществлялось ВЭБом, УК и НПФ. Как отмечалось, индексы пенсионных накоплений рассчитаны Московской биржей только с 01.01.2008, поэтому вместо них придется использовать для оценки динамики стоимости российских акций и облигаций индекс ММВБ и IFX-Cbonds соответственно.

Потребительские цены в России с 01.01.2005 по 31.12.2012 выросли на 105,2% [5]. Рост, превышающий инфляцию за этот период, продемонстрировали индекс ММВБ (167,6%) [3] и индекс государственных ценных бумаг (130,2%) [4]. Размещение капитала в более широкий круг отечественных облигационных инструментов или на банковские депозиты уже не позволяло сохранить покупательную способность денежных средств. Индекс IFX-Cbonds за этот период вырос на 99,3% [3], а норма доходности вкладов кредитных учреждений кумулятивно составила 79,1% [14]. Таким образом, у управляющих имелось больше возможностей по обеспечению положительной реальной доходности для пенсионных взносов по сравнению с периодом 2008–2012 гг., однако по-прежнему их было немного.

Наилучшим образом ситуацией смогли воспользоваться УК, их средневзвешенная доходность за весь период составила 90%, ВЭБ получил результат управления в размере 69,9%, а НПФ — 63,3% [10, 12]. В целом реальная доходность осталась в отрицательной зоне, но ее среднегеометрическое годовое значение на более длительном отрезке времени было ниже, чем на коротком, для всех групп финансовых институтов (табл. 3). Из 25 НПФ, осуществлявших деятельность по обязательному пенсионному страхованию, только два обеспечили реально положительную доходность, а три были близки к достижению сохранности средств от обесценения. Добились отдачи от своих инвестиций выше уровня банковских депозитов восемь НПФ. Среди 54 УК только две прирастили средства клиентов в реальном выражении и столько же смогли уберечь их от обесценения. Доходности 12 УК превысили ставку банковских депозитов.

Величина ошибки в формировании секторальной структуры относительно условно оптимального

Таблица 3

**Динамика среднегеометрических расхождений фактической доходности
и эталонных показателей от стоимости активов за год, %**

Показатель	ВЭБ		УК		НПФ	
	2008–2012 гг.	2005–2012 гг.	2008–2012 гг.	2005–2012 гг.	2008–2012 гг.	2005–2012 гг.
Отрицательная реальная доходность	1,75	1,56	1,95	1,40	2,04	1,60
Ошибка секторального распределения	2,06	1,67	2,17	1,81	2,23	1,86
Ошибка выбора времени сделки и объекта вложений	1,89	1,51	2,08	1,73	2,01	1,69

Источник: рассчитано авторами.

портфеля, состоящего в равной пропорции из двух лучших по доходности активов, разрешенных для инвестирования пенсионных накоплений (российских акций и федеральных облигаций), также в 2005–2012 гг. была ниже, чем в 2008–2012 гг. (см. табл. 3). Для ВЭБа, в силу законодательных ограничений, оптимальным был бы портфель, полностью состоящий из государственных ценных бумаг. Расчет доходности модельного портфеля по представленной методологии показал существенное отставание фактической нормы прибыльности инвестиций от ее модельного аналога. В то же время большая часть разницы образовалась в последние пять лет (рис. 2), что подтверждает и сравнение среднегеометрической величины ошибки времени сделки и выбора объекта инвестирования за 8 и 5 лет (см. табл. 3).

Если включить в рассмотрение показатели риска, то фактические результаты управления пенсионными накоплениями демонстрируют существенно более низкий уровень стандартного отклонения, нежели портфели максимальной доходности (табл. 4). Однако эффективность портфельного менеджмента в терминах количества процентных пунктов доходности на единицу стандартного отклонения у УК и НПФ все-таки оказалась ниже, чем в условном портфеле с двумя самыми доходными активами за

8 лет. Напротив, ВЭБ сумел обеспечить более высокое соотношение доходности и риска, оправдав тем самым низкую доходность еще более низким уровнем риска. Показатели его деятельности выглядят достойно и на фоне модельного портфеля, фактическая отдача на единицу риска почти в два раза превышает показатель по модели. Уровень риска модельных портфелей УК и НПФ соответствует фактическим аналогам, но величина компенсации доходностью каждой единицы риска в ходе управления оказалась ниже, чем могла бы быть в соответствии со структурой совокупного портфеля УК и НПФ.

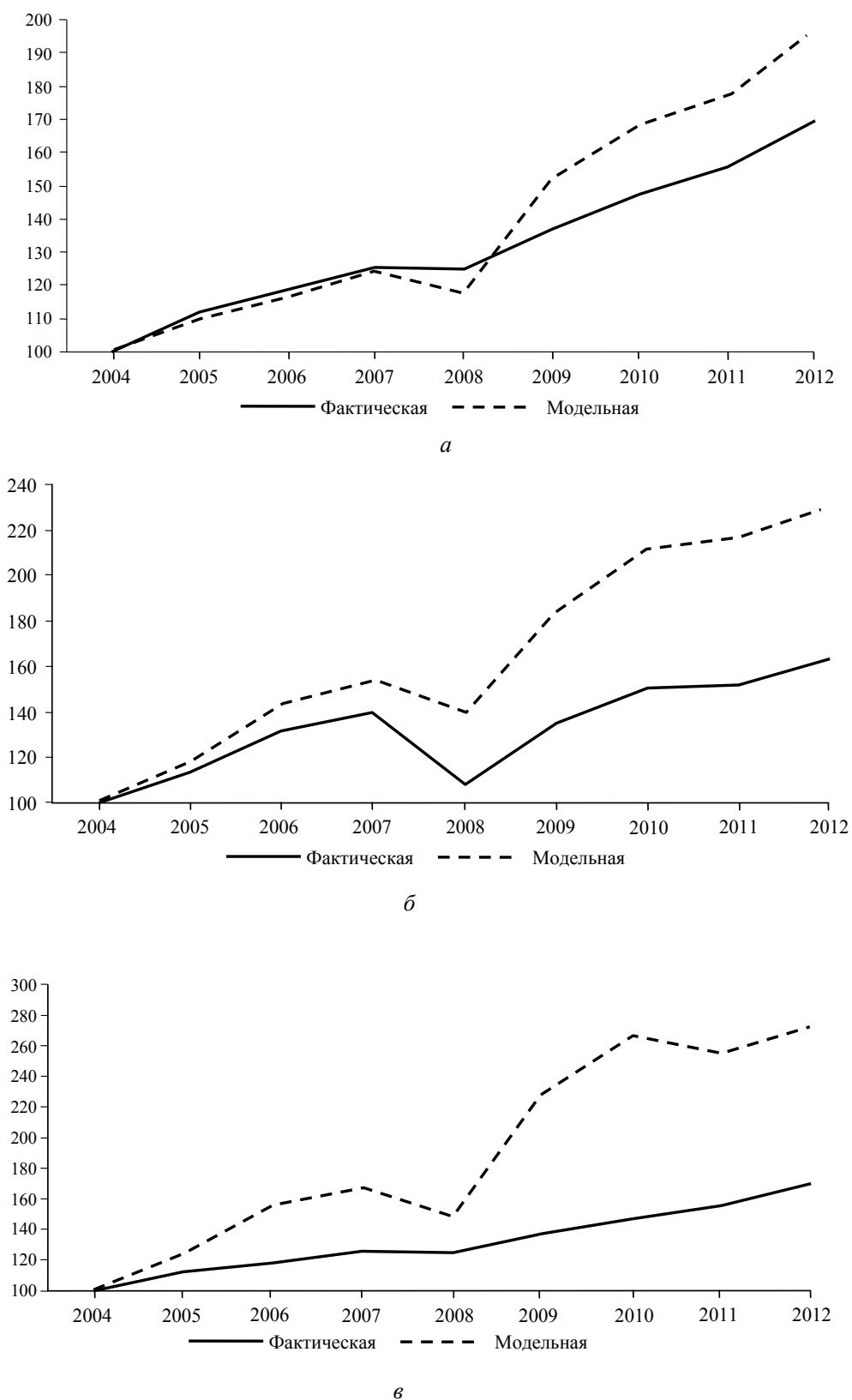
Необходимо отметить, что приведенные значения доходности по НПФ основаны на результатах инвестирования ими средств пенсионных накоплений, однако эти данные не соответствуют доходности, полученной клиентами фондов. В соответствии с действующим нормативным регулированием НПФ не имеют права уменьшать средства на счетах своих клиентов [8]. Поэтому в случае получения убытка от размещения средств фонд обязан покрыть его за счет собственного имущества, а минимально возможная ставка доходности составляет 0% годовых. С учетом этого обстоятельства накопленная средневзвешенная доходность для клиентов НПФ с 2005 по 2012 г. составила 110,8%, что как минимум

Таблица 4

Сравнительный анализ результатов управления в 2005–2012 гг.

Финансовый институт	Фактическое значение		Портфель максимальной доходности		Модельный портфель	
	Стандартное отклонение, %	Доходность на единицу риска, п.п.	Стандартное отклонение, %	Доходность на единицу риска, п.п.	Стандартное отклонение, %	Доходность на единицу риска, п.п.
ВЭБ	3,52	19,85	10,82	12,04	9,13	10,62
УК	18,47	4,87	32,59	6,31	19,24	8,94
НПФ	13,13	4,82	32,59	6,31	11,95	10,88

Источник: рассчитано авторами.



Источник: рассчитано авторами.

Рис. 2. Фактическая средневзвешенная доходность и доходность модельного совокупного портфеля в 2004–2012 гг., %:
а — ГК «Внешэкономбанк»; *б* — негосударственные пенсионные фонды; *в* — управляющие компании

на 5 п.п. выше темпов инфляции за этот период. Таким образом, для застрахованных в системе обязательного пенсионного страхования лиц, сотрудничавших с НПФ на протяжении всего периода, пенсионные накопления в реальном выражении увеличились. В то же время необходимо признать, что этот результат получен ценой декапитализации НПФ, снизившей их уровень надежности, а такая практика не может рассматриваться как нормальная в дальнейшей деятельности.

Несмотря на неутешительные в целом результаты инвестирования пенсионных накоплений в России, предлагаемые в настоящее время государством варианты изменения механизма капитализации пенсионных взносов не представляются оптимальными. Курс на свертывание накопительной части пенсии может означать только возврат к перераспределительным пенсионным отношениям. Сравнительный анализ солидарной и фондируемой пенсионных систем выходит за рамки настоящей статьи, однако недостатки первой убедительно аргументированы в значительном количестве научных работ отечественных и зарубежных исследователей [1, 2, 13, 16, 18–21, 23] и продемонстрированы в большом числе стран, включая Россию. Более продуктивным представляется не отказ от капитализации отчислений на обеспечение старости или даже сокращение масштабов этой компоненты, а поиск решений выявленных проблем инвестирования пенсионных средств.

Фундаментальной причиной неудовлетворительной результативности управления пенсионными накоплениями является низкая эффективность отечественного механизма трансформации сбережений в инвестиции в целом. За прошедшие годы стало очевидным, что создание фондируемой части пенсионной системы в отрыве от институциональных изменений в других областях не может выступать ни фактором активизации инвестиционных процессов в стране, ни инструментом улучшения пенсионного обеспечения граждан за счет доходов от инвестирования страховых взносов. В этой связи аргумент о том, что представители российского среднего класса имеют возможность добровольно, вне системы обязательного пенсионного страхования, формировать источники для самообеспечения в пожилом возрасте, не выдерживает критики.

Рост потребительских цен с 2004 г. превысил накопленную доходность по банковским депозитам, представляющим наиболее популярную форму

сбережений в России, на 28,5 п.п. Напомним, что средневзвешенная доходность УК за этот период опередила ставку банковских вкладов. Высокая инфляция и отрицательные реальные процентные ставки, с одной стороны, подрывают усилия отечественных управляющих пенсионными средствами, с другой — находятся в зоне прямой ответственности государства [15].

Конечно, финансовые институты, размещающие средства обязательного пенсионного страхования, не воспользовались в полной мере ситуацией, при которой отечественные суверенные долговые обязательства имели наилучшие инвестиционные характеристики как на восьмилетнем, так и на пятилетнем временном горизонте. Отчасти это может объясняться ожиданием закономерного сокращения премии за риск в стоимости обязательств негосударственных отечественных заемщиков, а также в оценке привлекательности акций российских эмитентов по сравнению с иностранными аналогами, адекватной тому, которое произошло на рынке государственного долга России. Однако этого не произошло, что стало одной из причин низкой доходности инвестирования пенсионных накоплений. Очевидно, высокие (расширившиеся) спреды между ценой государственных и негосударственных обязательств обусловлены большим количеством факторов, немаловажную роль среди которых играет состояние национального инвестиционного климата и ликвидность финансовых инструментов на отечественном рынке.

Динамика этих параметров в последние годы была преимущественно негативной, отражая низкую результативность усилий государства в сфере корпоративного управления, защиты прав собственности, сокращения масштабов государственного вмешательства в экономику, повышения прозрачности и предсказуемости государственного регулирования, антиинфляционной политики. В соответствии с рейтингом Всемирного экономического форума, из 148 стран Россия находится на 133-м месте по защите прав собственности, на 119-м месте по степени независимости судов, на 120-м месте по бремени государственного регулирования [24]. Даже после провозглашения цели формирования в Москве международного финансового центра целый ряд крупных российских эмитентов предпочел перенести торговлю своими ценными бумагами за пределы страны. Соотношение торговых оборотов российскими ценными бумагами в Москве и в

зарубежных странах также осталось не в пользу России.

До 2008 г. негативное влияние указанных проблем на результаты управления пенсионными накоплениями маскировалось положительной мировой хозяйственной конъюнктурой и мощным национальным экономическим подъемом. В посткризисный период, особенно в последние годы, дефицит реальных действий со стороны государства по формированию благоприятных условий инвестирования стал ощущаться все острее. Финансовый рынок в известной степени выполняет роль индикатора ожиданий бизнеса относительно перспектив экономической ситуации в стране.

То положение последних пяти лет, когда вложения в активы с низким риском обеспечивали более высокую доходность, нельзя признать нормальным для формирования инвестиционных стимулов адекватных задаче интенсификации экономического роста. Участие в капитале имеет для бизнеса целый ряд преимуществ относительного долгового финансирования. Пенсионные средства потенциально представляют собой уникальную ресурсную базу для размещения акций, но ее реализация в сложившихся условиях выглядит проблематичной. С этой точки зрения не приходится удивляться тому, что пенсионные накопления не смогли стать надежным источником долгосрочных капиталовложений для национального бизнеса.

Современную практику решения этой проблемы путем принудительного размещения средств обязательного пенсионного страхования, управляемых ВЭБом, в проекты государственных компаний нельзя признать оптимальной. Формально средства инвестируются в облигации, однако по сути данные вложения являются прямым долгосрочным кредитованием отобранных государством заемщиков по заранее установленным ставкам (*Инфляция + 1 п.п.*). Главным недостатком этой схемы является отсутствие рыночной экспертизы финансируемых проектов, что повышает риски неэффективного вложения средств. Результаты деятельности института развития дают основание для подобных опасений. По состоянию на 01.09.2013 доля проблемных кредитов на балансе ВЭБа оценивается в диапазоне от 20 до 30% кредитного портфеля, что более чем в два раза превышает соответствующий показатель для банковской системы страны [6].

Соединение в лице государства кредитора (на самом деле — агента кредитора), заемщика и

регулятора создает опасность волюнтаристских действий правительства в будущем, следствием которых может стать нанесение ущерба для принципа — застрахованных граждан РФ. Подобная ситуация уже имела место в 2009 г., когда Фонд национального благосостояния, предназначенный для смягчения проблем пенсионной системы России, был лишен порядка 100 млрд руб., заработанных ВЭБом, на инвестировании средств фонда в акции отечественных компаний. Кроме того, для активов, неторгуемых на организованном рынке, становится невозможным определение их современной стоимости. Таким образом, в отношении банковских депозитов и необращающихся ценных бумаг нарушается фундаментальный принцип актуарного оценивания обеспеченности имеющимися активами будущих обязательств.

Плавающая процентная ставка, применяемая для облигаций государственных компаний, в определенной степени снижает погрешность при дисконтировании потока будущих поступлений, но ставка инфляции является лишь одной из составляющих в коэффициенте дисконтирования. Следовательно, нельзя исключить ситуации, когда учетная стоимость активов, не имеющих рыночной оценки, в инвестиционном портфеле пенсионных накоплений окажется существенно выше величины денежных средств, которая может быть получена от их продажи.

Это тем более опасно в условиях продолжающегося процесса перевода пенсионных накоплений застрахованными лицами из ВЭБа в УК и НПФ. За последние три года доля ВЭБа в совокупных активах обязательного пенсионного страхования сократилась с 82% до 65% [9]. Поскольку определение размера денежных средств, передаваемых из ВЭБа в УК или НПФ по выбору застрахованного лица, будет производиться на некорректной основе, то уходящие и остающиеся клиенты государственной управляющей компании окажутся в неравном положении. Распределение выгод и потерь между ними будет зависеть от соотношения учетной стоимости нерыночных активов и суммы, которая может быть получена при их продаже.

Помимо общеэкономических мероприятий по созданию благоприятной инвестиционной среды, нельзя обойти вниманием и недостатки институциональной структуры размещения пенсионных накоплений в России. Как было показано, существенным фактором низких показателей ин-

вестирования средств пенсионного страхования выступают стратегические и тактические ошибки управляющих. Преимущественно объективный, а не субъективный их характер подтверждается многочисленными исследованиями богатого эмпирического опыта развитых фондовых рынков других стран, свидетельствующий об отставании результатов активно управляемых стратегий от пассивного инвестирования в рамках индексных стратегий [22]. Дополнительным релевантным аргументом является то, что за девять лет участия УК в управлении пенсионными накоплениями в РФ среди 54 инвестиционных портфелей не выявлено постоянных лидеров и аутсайдеров.

Если осуществить ежегодное ранжирование портфелей по мере убывания их доходности, то за весь период среднее место лидера будет иметь значение 18,5. Выше 20-го места в среднем за 9 лет имеют только два портфеля, а ниже 40-го — 3. Это говорит о том, что компании, показавшие высокую доходность в одном году, в последующие годы, как правило, демонстрируют результат существенно ниже среднего, и наоборот. Управляющие не склонны менять свои стратегии инвестирования с точки зрения соотношения рискованных (акции) и консервативных (облигации и депозиты) инструментов. Поэтому в периоды роста акций опережающую динамику показывают портфели с высокой долей этих ценных бумаг, а при ухудшении конъюнктуры, которое периодически происходит на нашем рынке, лучший результат показывают УК, предпочитающие большую часть средств держать в долговых инструментах. Таким образом, отечественные УК полностью подтвердили гипотезу об эффективном рынке, не позволяющем длительное время получать доходность выше среднего значения.

Из этого следует вывод об обоснованности предложения использовать стратегию индексного инвестирования при управлении пенсионными накоплениями [7]. Приведенные расчеты подтверждают, что доходность вложения средств в широкий индекс акций и облигаций была бы выше итогов ВЭБа и абсолютного большинства НПФ и УК при незначительном росте показателя риска. Такой способ инвестирования позволил бы свести к минимуму затраты на управление пенсионными накоплениями и контроль за ними,кратно сократив уровень расходов относительно существующего.

Заслуживающим внимания является возражение на идею об индексном вложении пенсионных

накоплений всех застрахованных лиц единым пулом, связанное с пренебрежением конкуренцией среди финансовых институтов как мощной мотивации для получения результатов выше среднерыночных. Условием добросовестной конкуренции выступает рациональность выбора потребителей и полнота получаемой информации. Анализ российской практики заставляет усомниться в наличии данных предпосылок. В совокупном портфеле пенсионных накоплений УК доля трех компаний, показавших лучший результат по итогам девяти лет, составляет 1,13, 0,99 и 0,7%.

В десятке крупнейших по объему пенсионных накоплений УК нет ни одной из этих компаний. Среди десяти крупнейших по величине средств обязательного пенсионного страхования НПФ только два фонда (шестое и девятое места) с 2005 г. получили действительно высокие результаты инвестирования. Доля НПФ — лидера по доходности за этот период — составляет лишь 1,5%. Таким образом, россияне явно игнорируют качество инвестиционного менеджмента при выборе финансового института для управления своими пенсионными накоплениями.

В то же время предложения о включении в портфель иностранных ценных бумаг представляется авторам нецелесообразным, по крайней мере в ближайшее время. Если бы инвестиции осуществлялись в акции, входящие в американский индекс S&P 500 или индекс акций развитых стран мира MSCI World, заработок в рублевом эквиваленте составил бы 28,8 или 25,5% за 8 лет соответственно. За указанный период курс доллара по отношению к рублю вырос на 9,5%, а евро к рублю — на 6,3%. Таким образом, расширение объектов инвестирования пенсионных накоплений за счет зарубежных фондовых активов не приведет к увеличению отдачи на вложенный капитал, хотя и повысит стабильность финансовых результатов портфеля.

С другой стороны, можно ожидать, что инвестирование всех пенсионных средств в российский рынок ценных бумаг будет самостоятельным фактором повышения заинтересованности общества в росте капитализации отечественных компаний. В этом контексте претензии государства к отдельным акционерным обществам и целым отраслям приобретают вполне осязаемые цифры потерь не для абстрактных биржевых инвесторов, а для широких народных масс. И, наоборот, любые усилия чиновников в направлении повышения прозрачности бизнеса, уважения интересов миноритариев и

соблюдения элементарных правил корпоративного этикета, в том числе в компаниях с государственным участием, будет способствовать не только эфемерному для большинства россиян улучшению инвестиционного климата, но и реально повышать размер их будущей пенсии.

Список литературы

1. *Боноли Дж.* Время имеет значение. Постиндустриализация, новые социальные риски и адаптация государства всеобщего благосостояния в развитых промышленных демократиях // *Spero*. Социальная политика: экспертиза, рекомендации, обзоры. 2009. № 11. С. 7–28.
2. *Гурвич Е.Т.* Реформа 2010 года: решены ли долгосрочные проблемы пенсионной системы? // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2010. № 6. С. 98–119.
3. Индексы активов пенсионных накоплений. URL: <http://moex.com/ru/index/pension>.
4. Индексы рынка облигаций. URL: <http://ru.cbonds.info/indexes/search.php>.
5. Индексы потребительских цен на товары и услуги. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/tariffs.
6. *Киселева Е.* Банк развития требует развития // *Коммерсантъ*, 2013. 19 сентября.
7. Ключевые развилки пенсионной реформы. Доклад Института Гайдара. URL: <http://www.opes.ru/data/2012/12/19/1233131285/%D0%94%D0%9E%D0%9A%D0%9B%D0%90%D0%94%20%D0%98%D0%9D%D0%A1%D0%A2%D0%98%D0%A2%D0%A3%D0%A2%D0%90.pdf>.
8. О негосударственных пенсионных фондах: Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ.
9. Обзор инвестирования пенсионных накоплений в 2009–2012 гг. URL: http://www1.minfin.ru/ru/regulation/reg_pens_nacopl/pens-oia.
10. Основные показатели деятельности НПФ. URL: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/contributors/pollled_investment/npf/reports/index.html.
11. Отчет о результатах контрольного мероприятия «Проверка эффективности доверительного управления средствами пенсионных накоплений управляющими компаниями и осуществления кон-
12. Отчетность о средствах пенсионных накоплений и финансовых результатах их инвестирования. URL: http://fcsr.ru/ru/contributors/pollled_investment/managementcompany/otchetnost/otchetnost_2012.
13. Пенсионная реформа в России: причины, содержание, перспективы / под ред. М.Э. Дмитриева, Д.Я. Травина. СПб: Норма, 1998. 253 с.
14. Процентные ставки. URL: <http://cbr.ru/statistics/?PrId=procstavnew>.
15. *Туманянц К.А.* Доходность пенсионных накоплений в России: сравнительный анализ // *Вестник Волгоградского государственного университета*. Сер. 3. Экономика. Экология. 2013. № 2. С. 173–181.
16. *Хольцман Р., Хинц Р.* [и др.] Обеспеченная старость в XXI веке: пенсионные системы и реформы в международной перспективе. Вашингтон: Всемирный банк, 2005.
17. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции. М.: Инфра-М, 2001. 1028 с.
18. *Averting the Old Age Crisis* // *World Bank Policy Research Report*. N.Y.: Oxford University Press for the World Bank, 1994.
19. *Barr N., Diamond P.* Reforming pensions: Principles, analytical errors and policy directions // *International Social Security Review*. 2009. Vol. 62. P. 5–29.
20. *Heller P.S., Keller C.* Social Sector Reform in Transition Countries // *IMF Working Paper WP/01/35*. 2001.
21. *Holzmann R., Paul R., Dorfman H. et al.* Pension Systems and Reform Conceptual Framework. World Bank, 2008.
22. *Kotlikoff L., Burns S.* The Coming Generational Storm: What You Need to Know about America's Economic Future. The MIT Press, 2005.
23. *Razin A., Sadka E., Nam C.W.* The decline of the welfare state: demography and globalization. The MIT Press, 2005.
24. *The Global Competitiveness Report 2013–2014*. World economic forum, 2013.

USING OF BENCHMARKING APPROACH FOR ANALYSIS OF PENSION SAVINGS INVESTMENT QUALITY IN RUSSIA

**Karena A. TUMANIANTS,
Mariia V. UTUCHENKOVA**

Abstract

Authors carried out comparison of investment assets profitability of mandatory pension insurance with respect of a rate of inflation and interest rates and also profitability of share and bond indexes in Russia. The article identifies factors of a divergence of results of pension savings management and dynamics of market indicators, and also provides the quantitative assessment of each factor impact. The carried-out analysis allowed formulating measures for an increase of profitability and decreasing risks of pension savings investment in Russia.

Keywords: profitability, risk, inflation, pension savings, share, bond, investment, standard deviation, interest rate, non-state pension fund, management company

References

1. Bonoli J. Vremia imeet znachenie. Postindustrializatsiia, novye sotsial'nye riski i adaptatsiia gosudarstva vseobshchego blagosostoianiiia v razvitykh promyshlennykh demokratiakh [Time matters. Post-industrialization, new social risks and adaptation of the general welfare state in the developed industrial democracies]. *Spero. Sotsial'naia politika: ekspertiza, rekomendatsii, obzory — Spero. Social policy: examination, recommendations, reviews*, 2009, no. 11, pp. 7–28.
2. Gurvich E.T. Reforma 2010 goda: resheny li dolgosrochnye problemy pensionnoi sistemy? [Reform of 2010: were the long-term problems of pension system solved?]. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii — Journal of New Economic Association*, 2010, no. 6, pp. 98–119.
3. Indexes of pension saving assets. Available at: <http://moex.com/ru/index/pension>. (In Russ.)
4. Bond market indexes. Available at: <http://ru.cbonds.info/indexes/search.php>. (In Russ.)
5. Consumer price indexes of goods and services. Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/tariffs. (In Russ.)
6. Kiseleva E. Bank razvitiia trebuets razvitiia [The development bank requires development]. *Kommer-sant*, September 19, 2013.
7. Key ramifications of pension reform. The Gaidar Institute report. Available at: <http://www.opec.ru/data/2012/12/19/1233131285/%D0%94%D0%9E%D0%9A%D0%9B%D0%90%D0%94%20%D0%98%D0%9D%D0%A1%D0%A2%D0%98%D0%A2%D0%A3%D0%A2%D0%90.pdf>. (In Russ.)
8. RF Federal Law “On Non-state pension funds” of May 07, 1998, № 75-FZ.
9. The review of pension savings investments in 2009–2012. Available at: http://www1.minfin.ru/ru/regulation/reg_pens_nacopl/pens-oia. (In Russ.)
10. Main indicators of National Pension Fund activity. Available at: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/contributors/polled_investment/npf/reports/index.html. (In Russ.)
11. Otchet o rezul'tatakh kontrol'nogo meroprii-atiiia “Proverka effektivnosti doveritel'nogo upravleniia sredstvami pensionnykh nakoplenii upravliaiushchimi kompaniiami i osushchestvleniia kontroliia spetsial-izirovannogo depozitariia za sootvetstviem deiatel'nosti upravliaiushchikh kompanii po rasporiazheniiu sredstvami pensionnykh nakoplenii v 2009–2011 godakh” [The report on results of control activity “Audit of efficiency of pension savings trust management performed by management companies and control of specialized depositary in compliance with an activity of management companies according to the disposal of the funds of pension savings in 2009–2011]. *Biulleten' Schetnoi palaty Rossiiskoi Federatsii — Bulletin of Audit Chamber of the Russian Federation*, 2013, no. 9, pp. 53–85.
12. The reporting about pension savings and financial results of their investment. Available at: http://fcs.ru/ru/contributors/polled_investment/managementcompany/otchetnost/otchetnost_2012. (In Russ.)
13. *Pensionnaia reforma v Rossii: prichiny, sod-erzhanie, perspektivy* [Pension reform in Russia: reasons, content and prospects]. St. Petersburg, Norma Publ., 1998, 253 p.

14. Interest rates. Available at: <http://cbr.ru/statistics/?PrtId=procstavnew>. (In Russ.)
15. Tumanians K.A. Dokhodnost' pensionnykh nakoplenii v Rossii: sravnitel'nyi analiz [Profitability of pension savings in Russia: comparative analysis]. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Ser. 3. Ekonomika. Ekologiya — Bulletin of the Volgograd State University. Series 3. Economy. Ecology*, 2013, no. 2, pp. 173–181.
16. Holzman R., Hintz R. et al. *Obespechennaia starost' v XXI veke: pensionnye sistemy i reformy v mezhdunarodnoi perspective* [Affluent old age in the XXI century: pension systems and reforms in the international perspective]. Washington, World Bank, 2005.
17. Sharp W., Aleksander G., Baily G. *Investitsii* [Investments]. Moscow, Infra-V Publ., 2001, 1028 p.
18. Averting the Old Age Crisis. *World Bank Policy Research Report*. N.Y. Oxford University Press for the World Bank, 1994.
19. Barr N., Diamond P. Reforming pensions: principles, analytical errors and policy directions. *International Social Security Review*, 2009, vol. 62, pp. 5–29.
20. Heller P.S., Keller C. Social Sector Reform in Transition Countries. *IMF Working Paper WP/01/35*, 2001.
21. Holzmann R., Paul R., Dorfman H. et al. Pension Systems and Reform Conceptual Framework. World Bank, 2008.
22. Kotlikoff L., Burns S. The Coming Generational Storm: What You Need to Know about America's Economic Future. *The MIT Press*, 2005.
23. Razin A., Sadka E., Nam C.W. The decline of the welfare state: demography and globalization. *The MIT Press*, 2005.
24. The Global Competitiveness Report 2013–2014. World economic forum, 2013.

Karena A. TUMANIANTS

Volgograd State University,
Volgograd, Russian Federation
tka210@gmail.com

Mariia V. UTUCHENKOVA

Volgograd State University,
Volgograd, Russian Federation
maria.utuchenkova@mail.ru