

К. А. Туманянц, И. В. Антоненко, Л. В. Антосик, Т. В. Шлевкова

# Инвестирование пенсионных накоплений: государство или бизнес?

### Аннотация

В работе проведено сравнение результатов инвестирования государственных и частных пенсионных фондов в шести странах. По среднегодовой доходности вложений частные фонды на один процентный пункт отстают от государственных. Уровень риска и отношение доходности к риску у государственных и негосударственных фондов примерно одинаковое. С учетом более низких издержек при монопольном государственном управлении пенсионными средствами авторы пришли к выводу о целесообразности передачи обязательных пенсионных накоплений в России в единый государственный фонд. В статье обоснованы необходимые условия успешного инвестирования государством пенсионных активов.

### Ключевые слова:

государственный пенсионный фонд, негосударственный пенсионный фонд, доходность, риск, инвестиции, пенсионные накопления, управление активами

JEL: G11, G23

Современные дискуссии о дальнейшей судьбе пенсионных накоплений в Российской Федерации исходят из неразрывной взаимосвязи между сохранением обязательной капитализации пенсионных взносов и деятельности негосударственных пенсионных фондов (НПФ). В данной статье авторы предлагают выйти за рамки сложившейся национальной модели инвестирования пенсионных средств и рассмотреть перспективы обязательной фондируемой пенсионной системы России в более широком контексте мирового опыта. В частности, во многих странах управление пенсионными активами осуществляют и государство, и негосударственные организации либо только государство. В ходе проведенного исследования ставилась задача на основе международного опыта дать сравнительную оценку результатам инвестирования пенсионных средств государственными и негосударственными институтами, а также сформулировать на основе полученных выводов предложения по оптимизации процесса инвестирования пенсионных накоплений в России.

### МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Наиболее корректный ответ на поставленный вопрос, на наш взгляд, может быть получен при сопоставлении показателей инвестиционной деятельности пенсионных фондов в государственной (общественной) и негосударственной собственности, работающих в одной стране. В работе анализируется опыт нескольких стран, однако в отличие от ряда других исследований [1; 2] межстрановые сравнения проводиться не будут. Выбранный нами подход позволяет исключить влияние специфики национальных финансовых рынков, особенностей их конъюнктуры и местного регулирования на итоговые оценки. Объектами анализа выступили чистая (за вычетом расходов) номинальная доходность инвестирования пенсионных средств и уровень риска. Отсутствие межстрановых сопоставлений позволяет не рассматривать реальную доходность, используемую авторами других работ [2; 3], поскольку уровень инфляции для всех типов инвесторов, функционирующих в одной стране, един. Кроме того, положительный или отрицательный знак реальной доходности

размещения средств нередко определяется не искусством управляющего, а возможностями, предлагаемыми финансовым рынком. Например, автоматическая корректировка процентных ставок на долговом рынке или стоимости акций вслед за изменением темпов роста потребительских цен не гарантирована. По аналогичным мотивам мы отказались и от рассмотрения премии за риск (разницы между фактической доходностью инвестиций и доходностью рыночного бенчмарка), применяемого в исследованиях [4; 5].

Риск в исследовании оценивался по формуле среднеквадратического отклонения:

$$\sigma = \sqrt{\sum_i \frac{(r_i - \bar{r})^2}{N - 1}},$$

где  $\sigma$  — среднее отклонение доходностей  $r$  в году  $i$  от среднего значения  $\bar{r}$  доходности за  $N$  лет. В качестве интегрального индикатора эффективности инвестиционной стратегии традиционно используется коэффициент Шарпа:

$$S = \frac{r - r_f}{\sigma},$$

где  $r$  — фактическая доходность инвестиций за анализируемый период;

$r_f$  — доходность безрискового актива или бенчмарка за тот же период времени.

В рамках настоящего исследования значение среднегеометрической годовой доходности делилось на величину среднеквадратического отклонения доходности за соответствующий период. Таким образом, в отличие от коэффициента Шарпа из фактической доходности в числителе не вычиталась ни доходность бенчмарка, ни доходность безрискового актива, что аргументируется выше. Кроме того, невключение уменьшаемого в числитель коэффициента Шарпа арифметически не влияет на разницу между значениями дроби для частного и государственного фонда.

## ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА

Прямое сопоставление результатов государственных и негосударственных пенсионных инвестиций даже в одной стране не всегда правомерно. Управляющие компании могут придерживаться разной инвестиционной стратегии, или их деятельность может регулироваться различными нормами. В этих случаях различие в доходности и (или) коэффициенте доходность/риск не будет отражать эффективности деятельности инвестирующей организации. Например, Российская Федерация не вошла в круг анализируемых стран, так как государственной корпорации «Внешэкономбанк», в отличие от отечественных НПФ и частных управляющих компаний (ЧУК), запрещено вложение пенсионных накоплений в акции [6].

Исходную выборку исследования образовали 96 пенсионных фондов из 31 страны, включенные в ежегодный обзор ОЭСР деятельности крупнейших НПФ и государственных пенсионных фондов [7]. В соответствии с предложенной методикой из нее были исключены страны, по которым имеется информация только о государственном фонде (например, Аргентина, Бельгия, Босния и Герцеговина и др.) или только о частных фондах (например, Бразилия, Италия, Колумбия и др.). Из оставшихся не учитывались данные по странам с различными инвестиционными декларациями у государственных и частных фондов. Например, активы государственных фондов *Social Security Reserve Fund* (Испания) или *Social Security Trust Fund* (США) полностью вложены в инструменты с фиксированной доходностью, тогда как частные пенсионные фонды этих стран имеют диверсифицированный инвестиционный портфель.

Конечная выборка представлена 21 фондом из шести стран мира. Доходность оценивалась в национальной валюте. Для стран, где фонды предлагают клиентам портфели с различным, но заранее установленным соотношением акций и долговых ценных

бумаг в структуре активов, использовались данные по сбалансированным портфелям. Умеренно консервативная стратегия размещения средств в наибольшей степени соответствует инвестиционным стратегиям суверенных пенсионных фондов стран, вошедших в выборку.

В Мексике инвестиционная деятельность государственного Pension ISSSTE регулируется тем же законодательством, что и деятельность частных пенсионных фондов. Соответственно, Pension ISSSTE, так же как и десять частных фондов, предлагает клиентам четыре инвестиционных портфеля с разной структурой активов. Например, в портфеле 4 максимальная доля акций установлена в размере 40 %, тогда как в портфеле 1 она не может превышать 10 % [8]. В табл. 1, в соответствии с методикой, приведены данные только по портфелям 2 и 3 и только по двум крупнейшим частным пенсионным фондам страны, включенным в ежегодный обзор ОЭСР деятельности крупнейших НПФ и государственных пенсионных фондов [7]. Показатели всех портфелей мексиканских фондов указаны в табл. 3.

Недостатком предложенного подхода выступает ограниченность выборки. Например, в исследовании А. Абрамова и др. [3] анализировались данные по 21 государственному и 73 частным фондам. Однако в отличие от работы [3] применяемая в нашей работе методика позволяет получить более обоснованные выводы о качестве управления пенсионными активами благодаря сопоставлению сходных по принципам инвестирования государственных и негосударственных фондов.

### **АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ ГОСУДАРСТВЕННЫХ И НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ**

Полученные в ходе исследования результаты показали, что только в Японии частный фонд опередил государственный по доходности (табл. 1). В Австралии, Чили и Португалии доходность инвестирования пенсионных средств у государственных фондов оказалась выше, чем у крупнейших негосударственных организаций этих стран, а в Канаде и Мексике наблюдается смешанная картина. В Австралии и Японии инвестиционная стратегия государственных управляющих характеризовалась большей надежностью, чем у частных структур. В остальных странах показатель инвестиционного риска у государственных фондов выше, чем у негосударственных.

*Таблица 1*

**Инвестиционные результаты пенсионных фондов**

Страна	Тип	Название фонда	Период	Доходность, % годовых	Риск, процентные пункты (п. п.)	Соотношение доходность/риск, п. п.
Австралия	Г	Future Fund	2006–2015	7,7	4,3	1,79
	Н	AustralianSuper Balanced	2006–2015	7,3	10,5	0,70
	Н	AustralianSunSuper Balanced	2006–2015	5,8	10,2	0,57
	Н	AMP Superannuation Savings Trust (Capital Balanced Growth)	2006–2015	4,7	н. д.	н. д.
	Н	UniSuper Management Pty Ltd	2006–2015	7,3	11,4	0,64
Канада	Г	CanadaPensionPlan Investment Board	2006–2015	8,2	11,1	0,72
	Н	Ontario Teachers' Pension Plan Board	2006–2015	8,2	9,8	0,84
	Н	Ontario Municipal Employees Retirement System	2006–2015	6,6	8,6	0,77
Чили	Г	Pension Reserve Fund	2007–2015	6,3	15,2	0,42
	Н	AFP Provida Fund C	2007–2015	3,4	11,3	0,30
	Н	AFP Habitat Fund C	2007–2015	4,2	10,9	0,39
	Н	AFP Cuprum Fund C	2007–2015	4,0	11,5	0,35

Страна	Тип	Название фонда	Период	Доходность, % годовых	Риск, процентные пункты (п. п.)	Соотношение доходность/ риск, п. п.
Португалия	Г	Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social	2000–2015	4,7	7,6	0,62
	Н	Banco BPI Pension Fund Segurança	2000–2015	3,6	2,7	1,33
	Н	Banco BPI Pension Fund Valorizacao	2000–2015	3,4	5,3	0,64
	Н	Grupo Caixa Geral de Depositos Fundos Abertos Reforma Activa	2002–2015	1,8	4,7	0,38
Япония	Г	Government Pension Investment Fund	2005–2014	4,1	6,7	0,61
	Н	Japan Pension Fund Association	2005–2014	5,5	13,0	0,42
Мексика	Г	Pension ISSSTE (портфель 2)	2011–2015	7,1	5,4	1,31
	Н	Banamex (портфель 2)	2011–2015	7,9	3,1	2,52
	Н	XXI Banorte (портфель 2)	2011–2015	7,2	4,0	1,78
	Г	Pension ISSSTE (портфель 3)	2011–2015	8,7	4,2	2,06
	Н	Banamex (портфель 3)	2011–2015	8,3	3,3	2,54
	Н	XXI Banorte (портфель 3)	2011–2015	7,4	4,1	1,79

Примечание: Г — государственный, Н — негосударственный.

Источник: расчеты авторов по: Monthly Investment Performance / AMP Superannuation Savings Trust (<https://www.amp.com.au/personal/investments/products/investments>); Annual Report Future Fund 2014–2015 / Australia's Sovereign Wealth Fund (<http://www.futurefund.gov.au/about-us/annual-reports>); Investment (&) Performance / AustralianSuper (<https://www.australiansuper.com/investments-and-performance/superannuation-performance/investmentsperformanceannual.aspx>); Informação Trimestral / BPI Vida e Pensões ([www.bpipensoes.pt](http://www.bpipensoes.pt)); Annual Report / Canada Pension Plan Investment Board ([www.cppib.com](http://www.cppib.com)); Información Estadística / Comisión Nacional Del Sistema De Ahorro Para El Retiro (<http://www.consar.gob.mx/SeriesTiempo/Enlace.aspx?md=46>); Relatório E Contas / Fundo De Estabilização Financeira Da Segurança Social (<http://www.seg-social.pt>); Investment Results 2014 / Government Pension Investment Fund (<http://www.gpif.go.jp/en/fund/>); Rendibilidades Líquidas Anuales Efectivas e Clases de Risco / Grupo Caixa Geral de Depositos (<http://www.cgdpensoes.pt/fundos.aspx?fundoID=8250e525-9cab-4020-a568-94417781e77b&familialID=d6c5c48d-b957-46ba-abc6-6903c5d9ea2e&grupo1=1>); Annual Report Sovereign Wealth Funds 2014 / Ministry Of Finance of Chile (<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/annual-report.html>); Annual Report / Ontario Municipal Employees Retirement System (<http://www.omers.com/investments/investments.aspx>); Teachers' at a glance / Ontario Teachers' Pension Plan Board (<http://www.otpp.com/investments/overview>); Overview and Approaches of Investments / Pension Fund Association (<http://www.pfa.or.jp/english/about/investments/overview.html>); Investment Report / Sunsuper Superannuation Fund (<http://www.sunsuper.com.au/investments/returns.cfm>); Informe Valor y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones / Superintendencia de Pensiones (<https://www.spensiones.cl/portal/informes/581/w3-propertyvalue-5975.html>); Investments and Performance / UniSuper Management Pty Ltd (<https://www.unisuper.com.au/investments/investmy-options-and-performance/super-performance-and-option-holdings/balanced>).

По обобщающему критерию доходности на единицу риска государство обеспечило более высокую эффективность инвестирования в трех странах (Австралия, Чили, Япония) из шести. Значение этого индикатора у канадских негосударственных пенсионных фондов выше, чем у суверенного. В Мексике и Португалии государственные управляющие компании уступили всем анализируемым частным фондам, кроме одного.

Из 17 негосударственных фондов (каждый портфель в мексиканском фонде рассматривается как отдельный случай) только четыре продемонстрировали более высокую доходность, чем государственные фонды в соответствующих странах (табл. 2). В десяти частных фондах риск инвестирования был ниже, чем у государственных фондов, а более высокое значение доходности на единицу риска — в 7 из 16 (по одному фонду отсутствуют необходимые данные для расчета среднеквадратического отклонения).

В целом по выборке и средние и медианные показатели доходности, а также отношение доходности к риску у государственных пенсионных фондов оказались лучше, чем у частных (табл. 2). Средний уровень риска негосударственных пенсионных портфелей на 0,7 п. п. превышает показатель суверенных фондов, но медиана демонстрирует обратное соотношение.

Таблица 2

**Разница между результатами инвестирования  
негосударственных и государственных пенсионных фондов, процентные пункты**

Страна	Название	Доходность	Риск	Доходность/ риск
Австралия	AustralianSuper Balanced	-0,4	6,2	-1,10
	AustralianSunSuper Balanced	-1,9	5,9	-1,22
	AMP Superannuation Savings Trust (Capital Balanced Growth)	-3,0	н. д.	н. д.
	UniSuper Management Pty Ltd	-0,4	7,1	-1,15
Канада	Ontario Teachers' Pension Plan Board	0,2	-1,3	0,12
	Ontario Municipal Employees Retirement System	-1,4	-2,5	0,05
Чили	AFP Provida Fund C	-2,9	-3,9	-0,11
	AFP Habitat Fund C	-2,1	7,3	-0,03
	AFP Cuprum Fund C	-2,3	0,2	-0,07
Португалия	Banco BPI Pension Fund Segurança	-1,1	-4,9	0,71
	Banco BPI Pension Fund Valorizacao	-1,3	-2,3	0,02
	Grupo Caixa Geral de Depositos Fundos Abertos Reforma Activa	-2,9	-2,9	-0,24
Япония	Japan Pension Fund Association	1,4	6,3	-0,19
Мексика	Banamex (портфель 2)	0,8	-2,3	1,21
	XXI Banorte (портфель 2)	0,1	-1,4	0,47
	Banamex (портфель 3)	-0,4	-0,9	0,48
	XXI Banorte (портфель 3)	-1,2	-0,1	-0,26
Среднее значение		-1,1	0,7	-0,08
Медианное значение		-1,2	-1,1	-0,05

Источник: расчеты авторов.

Как отмечалось выше, в выборку были включены наиболее крупные пенсионные фонды, и это обстоятельство могло повлиять на полученные результаты. Можно предположить, что результаты средних и небольших частных пенсионных фондов существенно превосходят показатели их конкурентов из частного сектора и государственных пенсионных фондов. Кроме того, при наличии нескольких заявленных инвестиционных стратегий у частных компаний, управляющих пенсионными активами, в анализируемую выборку включались данные только по сбалансированным портфелям. Возможно, частные управляющие гораздо более эффективны, нежели государственные, при осуществлении рискованных (агрессивных) и (или) консервативных инвестиций. Иными словами, чтобы убедиться в том, что алгоритм формирования исходной выборки не оказал искажающего влияния на результаты анализа, а свойства выборки с большой вероятностью присущи и генеральной совокупности, было решено сравнить показатели инвестирования всех пенсионных фондов в стране.

Из шести рассматриваемых государств только в Мексике законодательство обязывает государственный пенсионный фонд использовать все типы инвестиционных стратегий, установленных и для частных пенсионных фондов. К сожалению, найти данные для расчета уровня риска мексиканских пенсионных фондов за сопоставимый период времени не удалось, поэтому вынуждены ограничиться анализом доходности пенсионных фондов в Мексике за период с 2010 по 2014 г. (табл. 3). Pension ISSSTE представляет собой национальный фонд пенсионного обеспечения государственных служащих (*Fondo Nacional De Pensiones De Los Trabajadores Al Servicio Del Estado*), созданный при ведомстве по социальному обеспечению государственных работников. Остальные фонды в таблице являются частными. За указанный период государственный пенсионный фонд показал максимальную доходность среди всех фондов страны по портфелю 1 с наиболее консервативной структурой вложений. По трем другим типам инвестиционных стратегий государственный



управляющий получил отдачу, существенно превышающую средний, медианный и средневзвешенный по объему активов в управлении показатель по всем мексиканским пенсионным фондам. Таким образом, результаты, полученные для крупнейших пенсионных фондов и сбалансированных стратегий, нашли подтверждение и для других случаев.

Таблица 3

**Номинальная доходность пенсионных фондов в Мексике  
за период, завершившийся 31.12.2014, % годовых**

Наименование фонда	Портфель 1	Портфель 2	Портфель 3	Портфель 4
Период, месяцев	58	60	62	62
Pension ISSSTE	8,05	9,54	10,73	10,90
Invercap	7,77	8,26	9,50	10,47
SURA	7,38	9,58	10,91	12,19
Profuturo GNP	7,27	8,80	9,69	11,06
Banamex	7,03	8,94	9,90	11,22
XXI Banorte	6,64	8,46	9,29	10,11
MetLife	6,56	8,26	9,44	10,47
Principal	6,36	7,80	8,76	9,71
Azteca	5,94	7,18	8,15	8,51
Coppel	5,43	6,98	7,59	7,85
Inbursa	4,87	5,04	5,72	6,20
Среднее значение	6,66	8,08	9,06	9,88
Средневзвешенное	7,01	8,49	9,51	10,38
Медиана	6,64	8,26	9,44	10,47

Источник: OECD Reviews of Pension Systems: Mexico / OECD Publishing, 2015.

Таким образом, государственные пенсионные фонды продемонстрировали инвестиционные результаты как минимум не хуже частных организаций. Полученные выводы подтверждают результаты исследования А. Абрамова и др. (табл. 4). Коэффициент доходность/риск у государственных и суверенных пенсионных фондов, исходя из данных табл. 4, в обоих указанных периодах сложился либо на уровне негосударственных пенсионных организаций, либо оказался выше него.

Таблица 4

**Реальная среднегеометрическая доходность  
пенсионных фондов в 2005–2013 гг., % годовых**

Тип фонда	2005–2013 (9 лет)		2009–2013 (5 лет)	
	Доходность (CAGR)	Риск (ст. откл.)	Доходность (CAGR)	Риск (ст. откл.)
Суверенные пенсионные и сберегательные фонды	3,81	11,06	5,97	8,75
Отдельные государственные пенсионные фонды	3,16	6,20	4,00	5,07
Все автономные пенсионные фонды	2,50	8,04	4,06	5,43
Корпоративные пенсионные планы	2,26	7,94	3,78	5,09
Индивидуальные пенсионные планы	2,97	8,22	4,50	5,96

Источник: Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Акшенцева К. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ // Вопросы экономики. 2015. № 7.

Полученные выводы имеют непосредственное отношение и к российской пенсионной системе. За одиннадцать лет, прошедших с начала пенсионной реформы, доходность расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании

## Инвестирование пенсионных накоплений: государство или бизнес?

«Внешэкономбанк» превысила средневзвешенную по объему активов доходность негосударственных пенсионных фондов (рис. 1). ЧУК продемонстрировали результат лучше, чем «Внешэкономбанк», однако их доля составляет лишь 1,2 % от общего объема пенсионных накоплений в стране и менее 0,7 % от общего числа плательщиков взносов на накопительную пенсию.

Рисунок 1



Источник: рассчитано авторами по: Основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов по обязательному пенсионному страхованию / Официальный сайт Центрального банка РФ ([http://cbr.ru/finmarkets/?PrtId=sv\\_coll\\_invest](http://cbr.ru/finmarkets/?PrtId=sv_coll_invest)); Сведения о негосударственных пенсионных фондах, осуществляющих обязательное пенсионное страхование / Сайт Федеральной службы по финансовым рынкам ([http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=3614.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old_ffms/catalog.asp@ob_no=3614.html)); Отчетность о средствах пенсионных накоплений и финансовых результатах их инвестирования / Сайт Федеральной службы по финансовым рынкам ([http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=3611.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/old_ffms/catalog.asp@ob_no=3611.html)); Сведения о деятельности Пенсионного фонда Российской Федерации, государственной управляющей компании и частных управляющих компаний по обязательному пенсионному страхованию / Официальный сайт Центрального банка РФ ([http://cbr.ru/finmarkets/?PrtId=sv\\_coll\\_invest](http://cbr.ru/finmarkets/?PrtId=sv_coll_invest)).

Как отмечалось выше, из-за различия инвестиционных деклараций сравнивать результаты управления пенсионными средствами государственной компании и негосударственных организаций в России не вполне корректно. Тем не менее консервативная стратегия «Внешэкономбанка» не помешала ему получить лучший результат в терминах количества единиц доходности на единицу риска (табл. 5).

Таблица 5

**Показатели инвестирования пенсионных накоплений в России 2004–2015 гг.**

Тип организации	Доходность, % годовых	Риск, п. п.	Доходность/риск, п. п.
«Внешэкономбанк»	7,0	3,8	1,84
Управляющие компании	8,1	16,1	0,50
Негосударственные пенсионные фонды	6,9	11,3	0,61

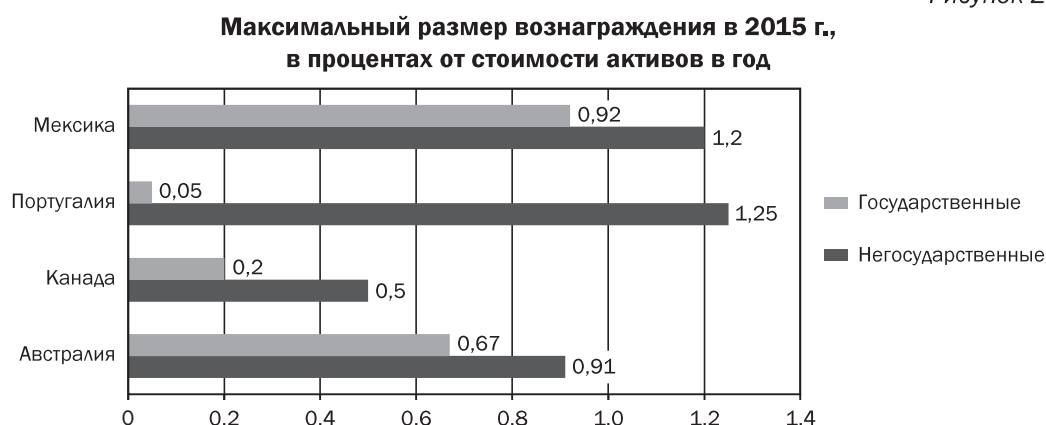
Источник: расчеты авторов.

## УСЛОВИЯ И ПОСЛЕДСТВИЯ ПЕРЕХОДА К ЦЕНТРАЛИЗОВАННОМУ ИНВЕСТИРОВАНИЮ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ

Результаты инвестирования пенсионных средств, представленные в предыдущей части статьи, свидетельствуют о конкурентоспособности государственного управления пенсионными активами. Концентрация пенсионных активов в едином государственном фонде

целесообразна и с точки зрения экономии затрат на оплату вознаграждения пенсионных фондов. В анализируемой выборке стран стоимость обслуживания в государственных пенсионных фондах как минимум на 30 % ниже, чем в частных (рис. 2). Исследователи объясняют разницу в тарифах положительным эффектом масштаба [9], ведь значительную долю расходов финансовых организаций занимают постоянные издержки. Государственные пенсионные фонды, как правило, существенно крупнее частных, что позволяет им окупать расходы на собственное содержание даже при более низких тарифах, чем среднерыночные. Кроме того, у государственных фондов, как правило, отсутствуют расходы на привлечение клиентов [9].

Рисунок 2



Источник: составлено авторами по источникам, указанным в табл. 1.

Допуск частного бизнеса на рынок пенсионных услуг повышает риски ненадлежащего использования, воровства и мошенничества с пенсионными средствами. Необходимость контроля за сохранностью пенсионных активов требует создания системы государственного надзора за деятельностью частных пенсионных фондов и управляющих компаний. Следовательно, помимо издержек непосредственно пенсионных фондов общество в целом несет расходы на финансирование регулятивных государственных органов, содержание учетной инфраструктуры и т. д. Таким образом, совокупный общественный выигрыш при переходе к централизованной модели инвестирования пенсионных взносов будет заключаться в экономии ресурсов общества на содержание обслуживающих систему элементов как на уровне фирм (фондов), так и на общенациональном уровне.

Одно из возможных негативных последствий отстранения частного бизнеса от управления пенсионными активами заключается в уничтожении конкуренции на пенсионном рынке. Однако и зарубежные, и отечественные исследования свидетельствуют о слабой зависимости выбора клиента от инвестиционных показателей фонда [10; 11; 12]. Иррациональное поведение потребителей искажает стимулы для участников отрасли и не способствует оптимизации соотношения цена/качество пенсионных услуг. В этих условиях наличие конкурентных отношений не приводит к получению выгод потребителями.

Монополизация рынка пенсионных услуг потенциально угрожает приобретением единым государственным пенсионным фондом доминирующего положения и на национальном рынке капитала. Деятельность такого фонда может привести к деформации рынка, дискриминации субъектов, размещающих или привлекающих средства (в зависимости от инвестиционной политики фонда). Одним из способов минимизации данного риска является законодательно закрепленное требование формирования инвестиционного портфеля фонда на основе биржевых индексов исключительно в торгуемых, ликвидных ценных бумагах. До тех пор пока пенсионные активы составляют незначительную (рекомендуется



менее 15 %) часть капитализации национального фондового рынка, вложение средств может осуществляться исключительно в корзину ценных бумаг отечественных эмитентов<sup>1</sup>. При достижении этого уровня размещение активов может быть продолжено на международных рынках, но также с соблюдением пассивной индексной стратегии.

Формирование портфеля в соответствии с биржевым индексом позволяет снизить опасность использования государством или отдельными должностными лицами инвестиционных ресурсов фонда в экономически немотивированных сделках, а также исключить конфликт интересов при размещении средств. Подобные риски для стран со слабыми институтами, к которым относится и Россия, особенно актуальны. В качестве примера диаметрально противоположных способов размещения средств можно привести Государственный пенсионный фонд Норвегии (ГПФН) и Единый накопительный пенсионный фонд Казахстана (ЕНПФ).

В Республике Казахстан в 2013 г. был принят закон<sup>2</sup>, обязавший НПФ передать активы обязательных пенсионных сбережений в единый государственный фонд, инвестирование средств которого осуществляет Национальный банк Казахстана. Такое решение укладывается в логику проведенного нами исследования. Однако в первые годы работы ЕНПФ инвестировал средства исключительно в государственные долговые обязательства Казахстана, а с 2016 г. часть средств ЕНПФ направляется на поддержку местного бизнеса через Банк развития Казахстана (аналог российского «Внешэкономбанка») и коммерческие банки. Учитывая российский опыт, такую практику следует признать достаточно спорной. Правительство и Национальный банк страны могут оказаться перед дилеммой поддержки квазигосударственных организаций, стабильности банковского сектора, с одной стороны, и обеспечением доходности пенсионных накоплений, с другой.

Пенсионный фонд Норвегии при размещении средств ориентируется на глобальный индекс FTSE Global All Cap stock index. По состоянию на начало 2016 г. активы фонда были номинированы в 51 национальной валюте и инвестированы в 9050 компаний из 78 стран мира [13]. В географической структуре крупнейшие позиции ГПФН открыты в США (34,5 % общего портфеля), на втором месте с большим отрывом находится Великобритания (10,2 %), а замыкают десятку стран с наибольшим удельным весом в активах фонда Австралия и Швеция (2,1 %). Следует отметить, что Норвегии в этом списке нет. Доля самого крупного вложения в акции (*Nestlé SA*) составляет существенно менее одной сотой процента от портфеля фонда.

Помимо низких затрат на управление и исключения субъективного влияния на деятельность фонда такой способ инвестирования на длительных периодах времени обеспечивает более высокую доходность по сравнению с активной торговлей. В большом числе публикаций теоретически и практически, в т. ч. на примере пенсионных фондов, доказывается преимущество пассивного стиля инвестирования [14; 15; 16; 17]. Материалы настоящего исследования также косвенно подтверждают эту мысль. В отличие от частных фондов большинство суверенных фондов имеют широко диверсифицированный портфель, структура которого пересматривается редко. Именно этим, а не лучшей осведомленностью управляющих компаний [3], на наш взгляд, объясняется преимущество в доходности государственных фондов.

Эта точка зрения раскрывает и причины феномена повышенного уровня риска у, казалось бы, наиболее консервативных управляющих государственными фондами, зафиксированного и в нашем исследовании, и в исследованиях [3; 5]. При полном копировании

---

<sup>1</sup> На 01.10.2016 совокупный объем пенсионных накоплений составлял около 10 % капитализации российского фондового рынка.

<sup>2</sup> Закон Республики Казахстан от 21 июня 2013 года № 105-V «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан».

биржевого индекса стоимость инвестиционного портфеля колеблется с той же амплитудой, что и рынок, повторяя все изменения конъюнктуры. Как показано выше, на длительных временных горизонтах нестабильность финансовых результатов компенсируется более высокой доходностью инвестиций. Для минимизации негативного влияния рыночных колебаний на выполнение пенсионных обязательств используется либо страхование пенсионных выплат, либо инвестирование в соответствии с концепцией «жизненного цикла».

Первый способ уже реализуется в России через систему гарантирования пенсионных накоплений. Имеющийся механизм может быть использован и при монопольном государственном управлении пенсионными средствами. Второй способ предполагает зависимость структуры инвестиционного портфеля от возраста плательщика взносов. В начале трудовой биографии преобладающая часть средств направляется на приобретение рискованных активов, например акций. По мере сокращения количества лет, оставшихся до выхода на пенсию, доля надежных инструментов постепенно возрастает, достигая 100 % непосредственно перед началом пенсионных выплат. Подобный механизм положительно зарекомендовал себя в Чили, Мексике, Перу, Словакии, Латвии, Литве и Эстонии.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Таким образом, монопольное закрепление за государством функции инвестирования пенсионных накоплений в Российской Федерации снизит издержки по управлению пенсионными средствами и может привести к повышению эффективности размещения активов при выполнении следующих условий:

- широкой диверсификации портфеля;
- пассивной стратегии инвестирования;
- формирования структуры портфеля в соответствии с биржевым индексом (индексами);
- страхования пенсионных обязательств за счет отчислений в резервный (гарантийный) фонд;
- наличия различных портфелей по доле рискованных активов для разных возрастных групп;
- транспарентности процесса размещения средств.

Учитывая проблему несбалансированности доходов и расходов федерального бюджета, в качестве временной меры можно инвестировать пенсионные накопления во вновь размещаемые государственные облигации на рыночных условиях. С макроэкономической точки зрения этот вариант эквивалентен солидарной пенсионной системе [18]. Однако если он будет принят только на относительно непродолжительный период, то это лучше, чем полностью отказываться от обязательной фондируемой пенсионной системы.

## **Библиография**

1. Mesa-Lago C. Private and public pension systems compared: an evaluation of the Latin American experience // *Review of Political Economy*. 2006. Vol. 18. Iss. 3. P. 317–334.
2. Пенсионная реформа: социальные и экономические аспекты. Научные труды № 59Р. М.: Институт экономики переходного периода, 2003.
3. Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Акшенцева К. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ // *Вопросы экономики*. 2015. № 7. С. 26–44.
4. Albrecht W. G., Shamsub H., Giannatasio N. A. Public Pension Governance Practices and Financial Performance // *Journal of Public Budgeting: Accounting and Financial Management*. 2007. № 19 (2).
5. Pennacchi G., Rastad M. Portfolio allocation for public pension funds // *Journal of Pension Economics and Finance*. 2011. Vol. 10. Iss. 2. P. 221–245.
6. Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2014 году / Министерство финансов РФ, 2015.

7. Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. Report on Pension Funds' Long-Term Investments / OECD Publishing, 2016.
8. OECD Reviews of Pension Systems: Mexico / OECD Publishing, 2015.
9. Vittas D., Impavido G., O'Connor R. Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds / World Bank Policy Research Working Paper, 2008.
10. Republic of Poland: Financial Sector Assessment Program-Technical Note-Competition and Performance in the Polish Second Pillar / IMF Country Report, 2007. № 07/104.
11. Technical Note: Pension-Competition and Performance in the Hungarian Second Pillar / The World Bank and International Monetary Fund, 2005.
12. Туманянц К. А., Тимофеева Г. В., Тимофеев Ю. В. Влияние эффективности инвестирования на конкурентность пенсионного рынка России // Вестник НГУЭУ. 2015. № 3.
13. Annual report 2015 [Электронный ресурс] / Government Pension Fund Global. Режим доступа: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/>.
14. Fallón E. C., Di Santo Rojas T. R., Peña C. R. Evidence of active management of private voluntary pension funds in Colombia: a performance analysis using proxy ETFs // Estudios Gerenciales. 2010. Vol. 26. № 115.
15. Fama E. F., French K. R. Industry Costs of Equity // Journal of Financial Economics. 1997. № 43 (2).
16. Gökçen U., Yalçın A. The case against active pension funds: Evidence from the Turkish Private Pension System // Emerging Markets Review. 2015. № 23.
17. Туманянц К. А., Тимофеева Г. В., Интыкбаева С. Ж., Елкина А. С. Оценка и способы повышения результативности механизма капитализации пенсионных взносов в России и Казахстане // Корпоративные финансы. 2015. № 3.
18. Barr N., Diamond P. Pension reform: A short guide. Oxford: Oxford University Press, 2010.
19. Clark G. L., Urwin R. Best-Practice Pension Fund Governance // Journal of Asset Management. 2008. № 9.
20. Coronado J. L., Engen E. M., Knight B. Public funds and private capital markets: The investment practices and performance of state and local pension funds // National Tax Journal. 2003. Vol. 56. Iss. 3.
21. Lucas D. J., Zeldes S. P. How should public pension plans invest? // American Economic Review. 2009. № 99 (2).
22. Yermo J. Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries / OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, 2008.

**Авторы**



**Туманянц Карэн Авакович**, к. э. н., доцент кафедры экономической теории и экономической политики Волгоградского государственного университета  
(e-mail: [tka210@gmail.com](mailto:tka210@gmail.com))



**Антоненко Игорь Владимирович**, к. э. н., доцент кафедры экономической теории и экономической политики Волгоградского государственного университета  
(e-mail: [igor\\_antonenko@mail.ru](mailto:igor_antonenko@mail.ru))



**Антосик Любовь Валерьевна**, к. э. н., доцент кафедры экономической теории и экономической политики Волгоградского государственного университета  
(e-mail: [antosik\\_lv@mail.ru](mailto:antosik_lv@mail.ru))



**Шлевкова Татьяна Владиславовна**, к. э. н., доцент кафедры экономической теории и экономической политики Волгоградского государственного университета  
(e-mail: [brieftat@mail.ru](mailto:brieftat@mail.ru))

**K. A. Tumanyants, I. V. Antonenko, L. V. Antosik, T. V. Shlevkova**

## **Pension Savings Investments: Government or Private Sector?**

### **Abstract**

*The article presents the results of a research on investments performance of the public and private pension funds in six countries. The annual rate of return of the private pension funds is one percentage point higher than of public ones. Risk and return/risk coefficient are approximately equal. Taking into account lower costs under the monopolistic state management of pension funds, the authors come to conclusion that in Russia transferring mandatory pension savings into a common pension fund is the most preferable option. Required conditions of public successful pension investments are justified in the paper as well.*

### **Keywords:**

*public pension fund, private pension fund, return, risk, investment, pension savings, asset management*

**JEL:** G11, G23

**Tumanyants Karen A.**, PhD (Economics), Associate Professor, Department of Economic Theory and Economic Policy, Volgograd State University  
(e-mail: tka210@gmail.com)

**Antonenko Igor V.**, PhD (Economics), Associate Professor, Department of Economic Theory and Economic Policy, Volgograd State University  
(e-mail: igor\_antonenko@mail.ru)

**Antosik Ljubov V.**, PhD (Economics), Associate Professor, Department of Economic Theory and Economic Policy, Volgograd State University  
(e-mail: antosik\_lv@mail.ru)

**Shlevkova Tatyana V.**, PhD (Economics), Associate Professor, Department of Economic Theory and Economic Policy, Volgograd State University  
(e-mail: brieftat@mail.ru)

### **Authors' affiliation:**

*Volgograd State University, Volgograd 400062, Russian Federation*