

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ В РОССИИ И КАЗАХСТАНЕ: РЕЗУЛЬТАТЫ И НАПРАВЛЕНИЯ ОПТИМИЗАЦИИ

Туманянц К.А.¹, Тимофеева Г.В.², Интыкбаева С.Ж.³, Елкина А.С.⁴,

Признательность

Статья подготовлена при финансовой поддержке РГНФ. Грант № 14-02-00112

Целью исследования выступает оценка результативности механизма фондирования пенсионных обязательств в России и Казахстане и поиск способов ее улучшения. Возможность сравнения данных по двум странам, имеющим сходные модели пенсионной системы и близкие социально-экономические, культурные, институциональные характеристики, повышает объективность выводов. Результаты проведенного анализа свидетельствуют об отрицательной реальной доходности пенсионных активов в обеих странах суммарно за период с 2005 по 2013 г. Значительная часть россиян и казахов не участвует в формировании накопительной пенсии, либо пенсионные взносы по ним не учитывают полную сумму доходов. Инвестирование пенсионных активов не приводит к существенному повышению доступности капитала для реального сектора экономики двух стран. Функционирование накопительной компоненты пенсионной системы не снимает риски ухудшения сбалансированности государственных финансов в долгосрочном периоде.

Таким образом, результативность механизма капитализации пенсионных взносов в России и Казахстане находится на низком уровне. Причиной этого является низкая склонность к риску пенсионных фондов, что обуславливается следующими чертами национальных пенсионных моделей. Во-первых, российское законодательство требовало от пенсионного фонда покрывать убытки от инвестирования за счет собственного капитала. Казахские фонды также обязаны компенсировать отрицательную разницу между полученной доходностью и ее нормативно установленным уровнем. Во-вторых, вслед за большинством клиентов фонды вынуждены придерживаться стратегии «боязни потерь» (loss aversion).

Полученные в ходе исследования результаты могут применяться государственными органами при формировании правил фондирования пенсионных обязательств. Кроме того, отдельные положения статьи могут быть использованы для оптимизации контроля и надзора за деятельностью пенсионных фондов. Авторы пришли к выводу о возможности повысить результативность механизма фондирования в России и Казахстане путем требования об индексном инвестировании пенсионных средств. Для снижения риска существенного падения размера средств на индивидуальном пенсионном счете накануне или в период пенсионных выплат из-за масштабного снижения стоимости ценных бумаг предлагается использовать концепцию «life cycle funds». В соответствии с ней в пенсионном портфеле молодых плательщиков взносов должны преобладать рискованные ценные бумаги. По мере сокращения количества лет, оставшихся до выхода на пенсию, высоко рискованные активы должны замещаться более надежными.

Ключевые слова: пенсионный фонд, реальная доходность, инвестиционный портфель, риск, фондовый рынок

JEL: G23

Введение

За последние пять лет фондируемый компонент российской пенсионной системы был существенно изменен. В частности, обязательный режим отчислений замещается добровольным, негосударственные пенсионные фонды (НПФ) начали менять статус с некоммерческого на

1. Доцент, канд. эконом. наук, Волгоградский государственный университет.
2. Профессор, д-р эконом. наук, Российская Академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации.
3. Профессор, д-р эконом. наук, Новый экономический университет им. Т. Рыскулова.
4. Доцент, канд. эконом. наук, Волгоградский государственный университет

акционерный, новый регулятор (Банк России) проводит модернизацию требований к НПФ и порядку размещения пенсионных средств, реализована программа государственного софинансирования дополнительных взносов граждан на личные пенсионные счета, начал создаваться механизм гарантий сохранности пенсионных накоплений.

При этом комплексная оценка результатов функционирования пенсионной системы России в рамках прежней модели не была проведена. Без анализа проблемных зон предыдущего этапа развития, выявления причин их возникновения, как известно, невозможно сформулировать направления будущей оптимизации. В статье предполагается оценить результативность функционирования фондируемого компонента пенсионной системы России с 2005 г., когда были сформированы все ее основные элементы. В рамках данного исследования под результативностью накопительного механизма пенсионной системы понимается не только эффективность инвестирования пенсионных взносов, но и порождаемые им макроэкономические и микроэкономические эффекты.

Результативность функционирования накопительного компонента пенсионного обеспечения может быть обусловлена не только характеристиками отдельных элементов национальной модели пенсионной системы, но и выступать следствием воздействия случайных факторов, имевших место в анализируемый период и лежащих за пределами пенсионных отношений. Для исключения влияния случайных факторов и верификации полученных выводов целесообразно осуществлять их тестирование на эмпирических данных пенсионной системы другой страны с аналогичными элементами механизма капитализации пенсионных взносов. В Республике Казахстан, также как и в Российской Федерации, граждане выбирали пенсионный фонд, через который осуществлялось инвестирование обязательных пенсионных взносов в финансовые активы.

Многие исследования подчеркивают важную роль социально-экономических характеристик общества в формировании национальной модели пенсионной системы (Aggarwal, Goodell, 2013). По совокупности таких параметров, как душевой ВВП, структура и динамика развития экономики, темпы инфляции, степень образованности населения, уровень бедности, дифференциация доходов населения и многих других показателей, Российская Федерация и Республика Казахстан вполне сопоставимы.

В первой части статьи проводится сравнительный анализ результативности механизма капитализации пенсионных взносов в Российской Федерации и Республике Казахстан по следующим параметрам: доходность пенсионных накоплений в реальном выражении; масштабы участия населения в пенсионных программах; влияние на долгосрочные инвестиции; воздействие на государственные финансы. Во второй части статьи выявляются специфические черты пенсионных систем России и Казахстана, обусловившие результаты их функционирования. В третьей части предлагаются способы повышения результативности процесса капитализации пенсионных взносов в России и Казахстане.

Оценка результативности механизма капитализации пенсионных взносов

Низкая доходность пенсионных накоплений

За период с 2005 по 2013 г. реальная среднегодовая доходность пенсионных активов в России, находящихся в управлении государственной управляющей компании «Внешэкономбанк» (ГУК), составила -1,74%, средневзвешенная среднегодовая реальная доходность негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и частных управляющих компаний (ЧУК) составила -2,0% и -0,75% соответственно (рис. 1). При расчете средневзвешенной доходности в качестве весов использовалась доля пенсионных средств, находящихся в соответствующем НПФ (ЧУК), в общем объеме пенсионных средств НПФ (ЧУК) на конец каждого календарного года. Только один негосударственный пенсионный фонд (НПФ «Национальный») из 24, работавших на протяжении всего периода 2005–2013 гг. с обязательными пенсионными на-

коплениями, продемонстрировал кумулятивную доходность выше темпа роста цен. Из 34 управляющих компаний такой результат был достигнут только УК «Открытие».



Рисунок 1. Соотношение доходности пенсионных накоплений и уровня инфляции в России

Источник: рассчитано авторами по данным сайта Службы Банка России по финансовым рынкам // <http://fcsr.ru/> и сайта Федеральной службы государственной статистики // <http://www.gks.ru>

Эффективность вложения средств казахстанских фондов оказалась близкой к российской. С 2002 (первый год полноценного функционирования механизма инвестирования пенсионных накоплений) по 2013 г. средневзвешенная доходность в Казахстане с поправкой на инфляцию равна -1,44% в среднегодовом выражении (рис. 2). Ни один из казахстанских фондов не смог обеспечить прирост средств своих вкладчиков в реальном выражении.



Рисунок 2. Соотношение доходности пенсионных фондов и уровня инфляции в Казахстане

Источник: сайты Агентства Республики Казахстан по статистике (<http://stat.gov.kz>) и Национального Банка Республики Казахстан (<http://www.nationalbank.kz/?docid=1121>)

Ограниченные масштабы участия населения в пенсионных программах

Одним из предполагаемых микроэкономических эффектов введения фондируемых на индивидуальном уровне пенсионных обязательств должно было стать изменение мотивации домашних хозяйств относительно уплаты пенсионных взносов (Buiter, 1997). Однако вопреки ожиданиям реформаторов через десять лет с начала пенсионной реформы почти 40% россиян, по оценкам вице-премьера правительства Российской Федерации О. Голодец, не зарегистрированы в системе обязательного пенсионного страхования (Мануйлова, 2013). В

Казахстане реформа стартовала еще в 1998 г., но и здесь проблема понимания личной ответственности за материальное обеспечение собственной старости до сих пор не решена. В отличие от России, в Казахстане взносы на пенсионное обеспечение в размере 10% удерживаются непосредственно из заработной платы работника и в полном объеме поступают на его счет в пенсионном фонде. При такой конструкции можно было бы ожидать более сильных стимулов к легализации занятости и соблюдению фискальной дисциплины. По нашим оценкам, исходя из значения средней заработной платы в Казахстане, объем пенсионных взносов должен быть как минимум в два раза выше фактически поступающих средств.

Отсутствие долгосрочных инвестиций в национальную экономику

Результативность механизма капитализации пенсионных взносов на макроэкономическом уровне может быть оценена через влияние пенсионных накоплений на доступность капитала для реализации долгосрочных инвестиционных проектов. На начало 2014 г. лишь около трети пенсионных активов в Российской Федерации было инвестировано в облигации российских компаний (рис. 3). Примерно столько же средств направлено на рынок государственного долга, включая региональные и муниципальные облигации. В предыдущие годы на вложения в долги расширенного правительства приходилось более половины пенсионных активов. Четверть совокупного портфеля пенсионных накоплений находилась на депозитных и текущих банковских счетах. Поскольку среди эмитентов облигаций значительная часть также представляет банковский сектор, можно сказать, что именно он и государство выступают основными получателями пенсионных средств. Во временной структуре долговых инструментов преобладают кратко- и среднесрочные вложения. К долгосрочным вложениям можно отнести облигации с ипотечным покрытием и акции российских эмитентов, совокупный удельный вес которых составляет лишь около 5%.

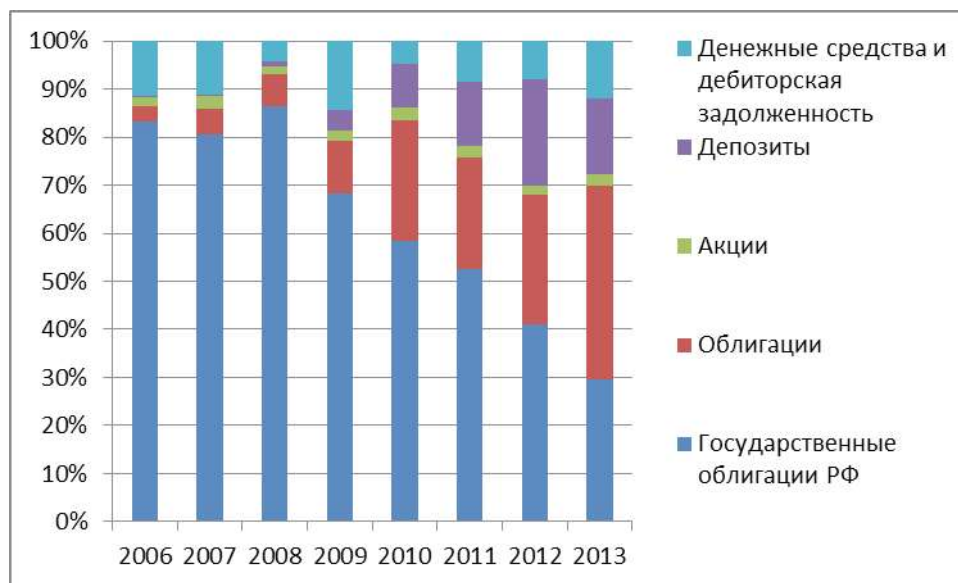


Рисунок 3. Структура совокупных активов обязательных пенсионных накоплений в России

Источник: Министерство финансов Российской Федерации «Формирование и инвестирование пенсионных накоплений» (http://www1.minfin.ru/ru/regulation/reg_pens_nacopl/pens-oia)

Несмотря на то что, в отличие от России, в Казахстане при регулировании инвестиционной деятельности пенсионных фондов используются нормы пруденциального надзора (Туманянц, Тимофеева, 2014b), структура активов казахстанских фондов очень похожа на российскую. В государственные ценные бумаги вкладывается около 50% пенсионных средств (рис. 4). В корпоративные облигации в последние годы инвестируется от 20 до 25%, а в банковские депозиты – около 10%. Акции составляют лишь около 5% совокупного портфеля. Хотя большая часть государственных ценных бумаг в портфелях НПФ имела длительный срок погашения, на реальный сектор казахстанской экономики инвестирование пенсионных активов, размер которых превысил 10% ВВП Казахстана, оказывает недостаточное влияние.

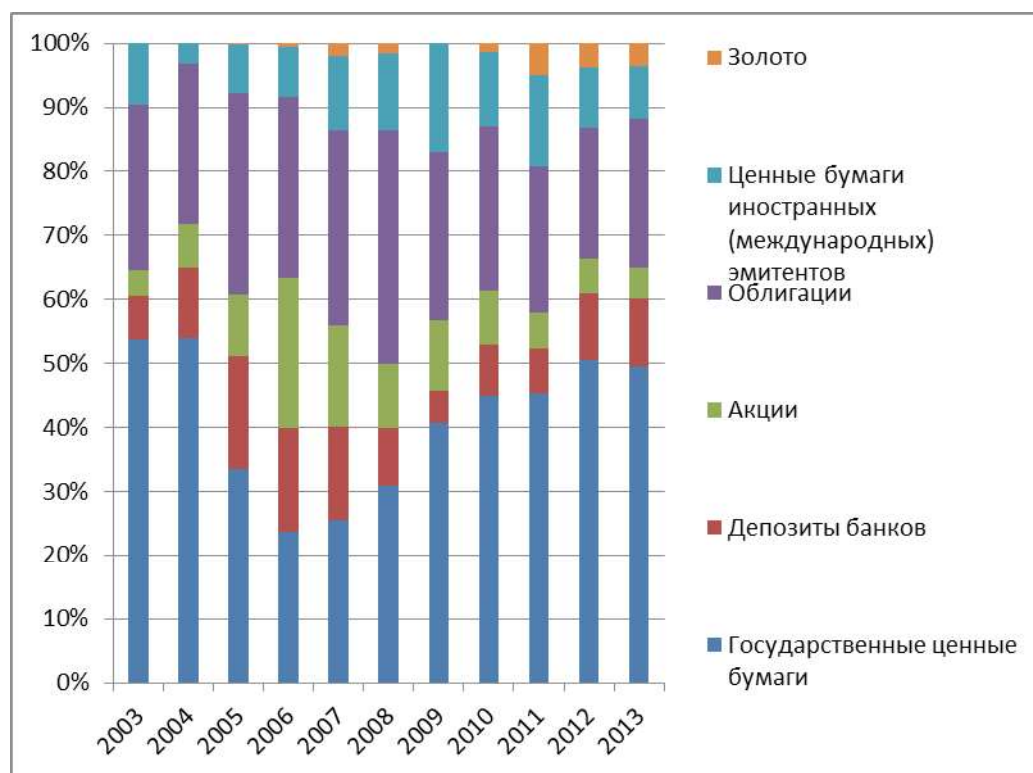


Рисунок 4. Структура совокупных активов накопительных пенсионных фондов Казахстана

Источник: Национальный банк Республики Казахстан. «Инвестиционная структура портфеля НПФ». (<http://www.nationalbank.kz/?docid=1120>)

Риски государственных финансов

Одним из аспектов оценки результативности механизма капитализации пенсионных взносов выступает влияние на состояние государственных финансов. В краткосрочной перспективе необходимость одновременно выполнять пенсионные обязательства, возникшие до создания накопительной компоненты, и направлять часть современных взносов работающего населения на их личные пенсионные счета неизбежно увеличивает текущий дефицит пенсионной системы любой страны. Разрыв между доходами и расходами солидарной пенсионной системы в странах, осуществляющих пенсионную реформу, даже получил специальное название трансформационных издержек реформы. Однако принципиально важно, чтобы после завершения переходного периода нагрузка на государственные финансы, связанная с пенсионным обеспечением населения, снизилась.

В Российской Федерации в последние годы сформировалась устойчивая тенденция к опережающему росту обязательств перераспределительного компонента пенсионной системы над обязательствами накопительной компоненты, что обусловлено следующими причинами (Туманянц, Тимофеева, Тимофеев, 2014с):

- Взнос в фондируемую часть пенсионной системы составляет менее трети от общего размера отчислений на пенсионные цели;
- Индексация солидарной пенсии и величин, определяющих ее размер в будущем, темпами превышающими уровень инфляции;
- Отрицательная реальная доходность пенсионных накоплений;
- Ускоренный рост оплаты труда отдельных профессиональных групп, имеющих особый порядок формирования пенсий (военные, сотрудники правоохранительных органов, государственные служащие и т.д.).

Благодаря более радикальному характеру пенсионной реформы в Казахстане и более консервативной социальной политике размер нефондированных пенсионных обязательств в долгосрочной перспективе будет сокращаться. Однако главная угроза стабильности государ-

ственных финансов Казахстана исходит из законодательно утвержденной государственной гарантии сохранности пенсионных взносов населения в реальном выражении: «низкая доходность пенсионных активов не позволяет компенсировать инфляцию и может в перспективе привести к возникновению существенной нагрузки на государственный бюджет в связи с необходимостью обеспечения сохранности пенсионных накоплений с учетом инфляции в рамках существующей системы государственных гарантий» (Национальный банк Казахстана, 2012). По нашим оценкам, на конец 2013 г. потенциальный размер компенсации из бюджета разницы между номинальной доходностью и уровнем инфляции уже эквивалентен 1% ВВП страны. При сохранении текущих тенденций это значение будет расти и к моменту массового выхода на пенсию работников, чьи пенсионные права уже в полном объеме формировались в новой пенсионной системе, т.е. через 30 лет, может достигнуть угрожающих для финансовой стабильности страны сумм.

Как показывает проведенный анализ, результативность механизма капитализации пенсионных взносов в России, как и в Казахстане, невысока. Доходы от инвестирования пенсионных средств не покрывают инфляционных потерь. Фондирование пенсионных обязательств не стало достаточной мотивацией для населения к легализации собственных доходов и полной уплате пенсионных отчислений. Положительное влияние инвестирования пенсионных средств на рынок капитала весьма ограничено, что не позволяет рассматривать пенсионные накопления в качестве значимого фактора роста инвестиционной активности в российской экономике. Функционирование накопительного компонента пенсионной системы не снимает и долгосрочные риски несбалансированности государственных финансов. Совпадение диагноза по двум странам подтверждает системный характер выявленных проблем, выступающих следствием сложившихся в Российской Федерации и Республике Казахстан моделей пенсионного обеспечения.

Особенности национальных моделей пенсионных систем Российской Федерации и Республики Казахстан

Для выявления специфических черт национальных моделей пенсионной системы России и Казахстана сопоставим номинальную доходность пенсионных активов с динамикой фондовых индикаторов. Исходя из рыночной конъюнктуры финансовые институты, осуществляющие инвестирование пенсионных взносов, имели возможность продемонстрировать более высокую, чем фактическая, доходность по пенсионным активам (табл. 2). Относительное изменение стоимости ценных бумаг было достаточным для сохранения и даже увеличения покупательной способности сбережений. Тем не менее этого не произошло, что не может быть объяснено просто ошибками при управлении активами. Ведь, как отмечалось выше, низкие результаты инвестирования характерны для подавляющего числа финансовых институтов, как в России, так и в Казахстане. Очевидно, системной характеристикой пенсионных систем двух стран выступает слишком низкий уровень риска инвестиционных стратегий, используемых в пенсионных фондах и управляющих компаниях.

Таблица 2

Среднегеометрические значения показателей, процентов годовых

Показатель	Россия	Казахстан
Период	2005–2014	2002–2012
Доходность пенсионных накоплений	НПФ – 6,2; ГУК – 6,4; ЧУК – 7,4	6,7
Темпы инфляции	9,3	8,3
Динамика индекса облигаций	8,1	11,6
Динамика индекса акций	9,7	22,5

Доходность банковского депозита	7,6	6,6
Изменение курса национальной валюты к доллару США	7,3	0,0

Источник: Расчеты авторов по данным Центрального банка РФ (<http://www.cbr.ru>), Национального банка Республики Казахстан (<http://www.nationalbank.kz>), Московской биржи (<http://www.moex.com>), Казахстанской фондовой биржи (<http://www.kase.kz>).

Это отличается от общепринятой точки зрения о том, что финансовые институты пенсионной системы обеих стран страдают от слишком рискованной инвестиционной политики. Как было показано выше, акции большую часть времени занимали очень незначительную долю в пенсионных активах. В то же время в долгосрочном периоде вложения в акции приносят более высокую отдачу, чем инвестиции в активы с фиксированной доходностью (табл. 3).

Таблица 3

Доходность инвестиционных портфелей, процентов годовых

Страна	Период	Портфель облигаций (100% облигаций)	Консервативный портфель (25% акций, 75% облигаций)	Сбалансированный портфель (50/50)	Рискованный портфель (75% акций, 25% облигаций)	Портфель акций (100% акций)
Канада	1985–2006	6,8	7,7	8,3	8,9	9,2
Франция	1980–2006	4,7	6,3	7,6	8,8	9,7
Германия	1985–2006	6,2	8,0	9,6	11,0	12,1
Италия	1989–2006	6,6	6,5	6,2	5,5	4,4
Япония	1982–2006	4,6	5,1	5,3	5,3	5,0
Швеция	1985–2006	6,6	8,8	10,6	12,0	13,0
Велико-британия	1980–2006	5,9	7,2	8,3	9,3	10,0
США	1980–2006	5,0	6,5	7,8	8,9	10,0
Среднее		5,4	6,2	7,0	7,7	8,2

Источник: Whitehouse, 2009.

Именно акции продемонстрировали наиболее впечатляющий рост за анализируемый период и в обеих рассматриваемых странах. Более высокая доходность российских ЧУК напрямую связана с более высокой долей акций в их портфелях по сравнению с портфелями НПФ (ГУК, по закону, не имеет права инвестировать в акции). Международный опыт также демонстрирует высокий удельный вес акций в пенсионных портфелях управляющих компаний. Например, в 2011 г. средневзвешенная доля акций в пенсионных инвестициях в 31 стране – члене ОЭСР составила 36,8%, а простая средняя – 19,8% (OECD, 2013a). Среднее значение доли акций в пенсионных активах 16 наиболее развитых стран мира составляло 25,6% (Alonso, 2013). В 2010 г. среднемировой удельный вес акций в активах пенсионных фондов составлял 47% (IMF, 2011). Данные значения отражают только прямое владение акциями и не включают опосредованные вложения в акции через хедж-фонды, взаимные фонды и другие инструменты. Достаточно высокие значения размещения в рискованные ценные бумаги представляются логичными, особенно если принимать во внимание долгосрочный характер пассивов в пенсионных портфелях, позволяющий пережить высокую амплитуду колебаний, свойственную акциям.

В этом плане хорошим примером выступают чилийские пенсионные фонды, которые с начала 2000-х гг. увеличили долю вложений в акции и фонды взаимных инвестиций с 20 до 52% (Chilean Pensions Supervisor, 2014), что позволило получить суммарно по всем пенсионным фондам страны реальную доходность с 2003 по 2010 г. в размере 51,5% (OECD, 2014).

Среднегодовая номинальная доходность за этот период по пяти инвестиционным портфелям составила 9,2%, 7,6%, 6,3%, 5,2%, 3,9% четко коррелируя с долей рискованных активов, которая составляла 80%, 60%, 40%, 20% и 5% соответственно (Chilean Pensions Supervisor, 2014). Данные результаты включают и неутешительные итоги 2008 г., в котором все инвестиционные портфели продемонстрировали отрицательный результат от 40,3% до 0,9%. При этом среднегодовая инфляция в Чили с 2003 по 2010 г. была на уровне 3,3% (IMF, 2014).

Одним из важных факторов, влияющих на стратегию инвестирования управляющих пенсионными средствами, выступает поведение населения. И в России, и в Казахстане каждый участник накопительной пенсионной системы имел возможность менять организацию, инвестирующую его пенсионные взносы раз в год и раз в полугодие соответственно. Однако большая часть населения имеет слабое представление о функционировании финансовых рынков и механизме инвестирования пенсионных средств. Не соотнося финансовый результат в отдельном периоде по своим пенсионным накоплениям с рыночной конъюнктурой в этот момент времени, оценивая значимость краткосрочных ретроспективных показателей существенно выше, чем долгосрочных перспективных, физические лица склонны принимать решение о смене пенсионного фонда или управляющей компании на основе данных одного года или даже полугодия.

Кроме того, любой, даже незначительный по размеру, убыток от вложения средств воспринимается частными лицами гораздо болезненнее, чем пусть минимальная, но положительная доходность. Такой тип поведения инвестора получил название «боязни потерь» (loss aversion). Эффект «боязни потерь» и его отличие от «несклонности к риску» (risk aversion) впервые был изучен Д. Канеманом и А. Тверски (Kahneman, and Tversky, 1979). Позже Д. Блейк, Д. Райт и Ю. Чжан рассматривали «боязнь потерь» как один из основных мотивов поведения участников пенсионного рынка (Blake, Wright, and Zhang, 2011). У. Гнизи и Я. Поттерс выявили, что повышение частоты оценки доходности портфеля увеличивает «боязнь потерь» (Gneezy, and Potters, 1997).

Также необходимо обратить внимание на то, что и в России, и в Казахстане в анализируемый период действовали нормы, обязывающие НПФ компенсировать за счет собственного капитала низкие результаты инвестирования пенсионных средств. В России НПФ должны были покрывать убыток от размещения пенсионных активов по итогам года, в Казахстане – отрицательную разницу между фактической доходностью фонда и средневзвешенной доходностью всех НПФ за отчетный период. Таким образом, законодательство «штрафует» НПФ за каждый случай ухудшения показателя отдачи на вложенные средства, невзирая на то что высокая доходность в последующие периоды может многократно перекрыть предшествующие потери. Взаимоотношения между НПФ и его клиентами складываются несимметрично, т.к. алгоритма обратного возврата собственных средств фонда, единожды включенных в состав клиентских средств, не существует. Неудивительно, что российские и казахстанские пенсионные фонды вкладывают в акции столь мало средств: ведь рынок акций большую часть времени демонстрирует неравномерную динамику.

Учитывая эти обстоятельства, финансовые институты стремились поддерживать положительную номинальную доходность в каждом отчетном периоде, данные за который подлежат обязательной публикации. Для казахстанских фондов он составляет один месяц, для российских управляющих компаний – квартал, а для НПФ – год. Снизить риск убытков позволяют долговые инструменты и особенно банковские депозиты, т.к. они не подвергаются рыночной переоценке, в отличие от облигаций, цены на которые все же подвержены колебаниям. Этим объясняется тот факт, что доля банковских вкладов в совокупном портфеле российских негосударственных пенсионных фондов к концу 2013 г. составила 30%. Казахстанские НПФ на 1 января 2014 г. разместили на банковских депозитах более 10% своих активов, что является максимальным значением за последние 6 лет.

Тенденция увеличения средств на банковских вкладах наблюдается несмотря на то, что доходность по ним ниже, чем по другим направлениям инвестирования, включая облигации (о чем свидетельствует таблица 2), а уровень информационной асимметрии гораздо выше, не-

жели по торгуемым фондовым инструментам. Тот факт, что доходность пенсионных активов оказалась ниже, чем даже изменение облигационных индексов, возможно, говорит о преимущественном вложении средств в долговые обязательства наиболее надежных эмитентов и/или обязательства с короткой дюрацией.

Следовательно, такие специфические характеристики национальных моделей пенсионной системы в России и Казахстане, как материальная ответственность НПФ за плохие результаты инвестиционной деятельности и необходимость демонстрировать устойчиво положительную доходность для сохранения и привлечения клиентуры, приводят к смещению акцентов в стратегии управления пенсионными средствами с максимизации доходности на минимизацию риска. Такое инвестиционное поведение не является типичным для управления долгосрочными финансовыми ресурсами и провоцирует снижение результативности механизма капитализации пенсионных взносов.

Возможности оптимизации механизма капитализации пенсионных взносов

Данные таблицы 2 и результаты анализа специфики национальных моделей пенсионного обеспечения наглядно свидетельствуют о том, что решением проблемы низкой результативности механизма капитализации пенсионных взносов в долгосрочном периоде могло бы стать введение нормативного правила инвестирования пенсионных средств на основе пассивной индексной стратегии с широкой диверсификацией активов, торгуемых на бирже.

Многочисленные эмпирические исследования развитых финансовых рынков (Fama and French, 1997; Graham and Zweig, 2003; Swedroe, 2007; Bogle, 2010; Fisher, 1996; Marks, 2011) подтверждают на длительных отрезках времени более высокие результаты инвестиционной политики простого следования заранее определенной структуре портфеля, адекватной выбранным бенчмаркам, по сравнению с активным управлением и самостоятельным выбором удельного веса каждого класса и вида объекта размещения. Для развивающихся рынков аналогичный вывод был получен на основе сопоставления доходности 30 частных колумбийских пенсионных фондов и 30 ETF за период с 2000 по 2008 г. (Fallón, Di Santo Rojas and Peña, 2010), а также эконометрического анализа деятельности 157 турецких пенсионных фондов в период с 2004 по 2011 г. (Gokcen, and Yalcin, 2014).

Если бы структура половины инвестиционного портфеля пенсионных накоплений в России и Казахстане постоянно соответствовала наиболее широкому индексу акций (индекс ММВБ для России, индекс KASE для Казахстана), а вторая половина – индексу облигаций (индекс IFX-Cbonds для России, индекс KASE_BP для Казахстана), то среднегеометрическая доходность пенсионных фондов в национальных валютах составила бы 8,9% годовых в Российской Федерации (2005–2014 гг.) и 18,2% годовых в РК (2002–2012 гг.). Эти значения существенно превышают фактическую доходность инвестиционных институтов в обеих странах.

Пассивное индексное управление не требует затрат на дорогостоящих инвестиционных консультантов и аналитиков, поэтому размер вознаграждения финансового института может быть существенно снижен относительно действующих в настоящее время. Разумеется, он должен базироваться исключительно на доле от величины активов. В 13 странах – членах ОЭСР вознаграждение формулируется в процентах от стоимости управляемых активов, и его значение колеблется от 0,08% в Словакии до 2,55% в Турции, при этом в восьми странах такое вознаграждение единственно возможное (OECD, 2013a).

При индексном инвестировании смысл в наличии нескольких пенсионных фондов и/или нескольких управляющих компаний теряется. В этом и только в этом контексте проводимая в Казахстане в последние годы политика концентрации всех пенсионных накоплений в едином государственном пенсионном фонде целесообразна. Последствия возможной искусственной монополизации управления пенсионными средствами зависят от размеров и развитости национального фондового рынка, в т.ч. от отношения объема национальных пенсионных акти-

вов к рыночной капитализации. Чем меньше доля пенсионных сбережений в капитализации фондового рынка, тем в меньшей степени операции с пенсионными средствами будут влиять, а значит, и искажать рыночную конъюнктуру. Если в России данный показатель находится на умеренном (на январь 2014 г. – 12,4%) по сравнению с другими странами уровне (среднее по 62 странам 29,2%, медиана 20,9%), то в Казахстане он существенно выше – 38,1% (Туманянц, Тимофеев, 2014а).

Помимо совокупного размера капитализации национального рынка не менее важным условием успешного инвестирования пенсионных средств является широкое разнообразие обращающихся на нем видов ценных бумаг. Согласно портфельной теории, наилучшее снижение риска достигается при вложении средств в активы, взаимная корреляция цен на которые отсутствует. Для этого на рынке должны быть представлены акции и облигации эмитентов разных отраслей и регионов. Если российский фондовый рынок отвечает, хотя и не полностью, таким требованиям, то казахстанский им пока не удовлетворяет. На казахстанской бирже обращаются ценные бумаги всего 134 эмитентов, при этом на простую акцию АО «Каз-ТрансОйл» приходится треть торгов по акциям, а на три ценные бумаги – более половины суммарного объема торгов.

Мировая практика знает выход из такой ситуации: он заключается в инвестировании средств на зарубежных финансовых рынках. Так, в Чили после того как размер накопленных пенсионных активов приблизился к 50% ВВП страны, было разрешено инвестирование пенсионных средств в иностранные инструменты, и на начало 2011 г. в них было вложено 45% пенсионных активов страны (Chilean Pensions Supervisor, 2014). Именно этот вариант в 2012 г. предлагали специалисты Всемирного банка правительству Казахстана для улучшения положения с инвестированием пенсионных средств. Сами НПФ и УК в России и Казахстане были не склонны наращивать валютные активы, по крайней мере до недавнего времени. В Казахстане доля иностранных активов в среднем составляла лишь 10% при отсутствии законодательного количественного лимита на такие вложения. Российские УК и НПФ не приобретали зарубежные финансовые инструменты, несмотря на нормативную возможность направить на эти цели до 20% от объема пенсионных активов.

Сравнительная динамика показателей в таблице 2 частично объясняет такое поведение финансовых институтов. В условиях благоприятной сырьевой конъюнктуры и жесткой валютной политики Национального банка Казахстана номинальный курс тенге к доллару более чем за десять лет не изменился, что означает потери владельцев валютных сбережений и относительно внутренней инфляции, и относительно доходности финансовых инструментов, номинированных в национальной денежной единице. Данные по России уже учитывают фазу ускоренной девальвации рубля в конце 2014 г. Однако на десятилетнем горизонте она лишь приблизила доходность инвестиций в валюту к отдаче от вложений в рублевые альтернативы и сократила (но не ликвидировала) отрицательную динамику реального курса доллара к рублю.

Обратной стороной высокой доходности, которую продемонстрировали индексные портфели в России и Казахстане, выступает высокий уровень риска, характерный для них. Снизить негативные последствия изменения конъюнктуры финансовых рынков для будущих получателей накопительной пенсии возможно за счет постепенного увеличения доли долговых обязательств в портфеле граждан по мере приближения пенсионного возраста. Д. Блейк, Д. Райт и Ю. Чжан доказали оптимальность данной стратегии для сглаживания потока доходов домашнего хозяйства до и после выхода на пенсию (Blake, Wright and Zhang, 2014). Размещение пенсионных взносов с учетом возраста плательщика предполагает создание нескольких инвестиционных портфелей с различным профилем риск-доходность. Режим «мультипортфелей» в системе обязательных пенсионных фондируемых счетов уже применяется в нескольких странах (OECD, 2013b). Пример реализации такого подхода в Чили приведен в таблице 4.

Порядок распределения клиентов между портфелями в пенсионной системе Чили

Порт-фель	Минимальная доля акций, %	Максимальная доля акций, %	Возраст ≤35	Возраст мужчины 36–55, женщины 36–50	Возраст мужчины ≥56, женщины ≥51	Пенсионеры
A	40	80	по выбору	по выбору	запрещен	запрещен
B	25	60	по умолчанию	по выбору	по выбору	запрещен
C	15	40	по выбору	по умолчанию	по выбору	по выбору
D	5	20	по выбору	по выбору	по умолчанию	по выбору
E	0	0	по выбору	по выбору	по выбору	по выбору

Источник: *International Federation of Pension Fund Administrators (FIAP), 2010 Description And Analysis Of The Multifund Systems In The Latin American And Eastern European Pension Systems* (http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20100115/asocfile/20100115182701/multifondos__08_03_2010__eng.pdf)

В США в рамках добровольных пенсионных счетов подобные портфели (life cycle funds) предлагают 2/3 фондов (Бабкин, 2010). Их использование повышает иммунитет инвестиционного портфеля к возможным падениям стоимости акций накануне или во время периода расходования сбережений на пенсию. Предлагаемый нами механизм инвестирования пенсионных средств близок к порядку функционирования пенсионного плана для федеральных государственных служащих Thrift Savings Plans, основанному американским правительством в 1986 г., результаты деятельности которого оцениваются весьма высоко (Barr and Diamond, 2010).

В Казахстане с 1 января 2012 г. пенсионные фонды обязаны были предлагать своим клиентам два инвестиционных портфеля. Однако казахский вариант регулирования не в полной мере соответствует международному опыту внедрения режима «мультипортфелей», поскольку не лимитировалась минимальная доля акций в умеренном портфеле, а возраст клиента не играл роли при выборе портфеля.

Таким образом, результаты проведенного исследования подтверждают необходимость повышения результативности механизма капитализации пенсионных взносов в анализируемых странах, что требует ряда изменений в функционировании национальных моделей пенсионной системы. Централизованное инвестирование пенсионных накоплений в торгуемые на бирже ценные бумаги на основе индексной стратегии позволит повысить доходность размещения данных средств, создаст основу для привлечения финансовых ресурсов предприятиями реального сектора экономики, повысит прозрачность процесса инвестирования для граждан. С целью снижения рисков при осуществлении вложений пенсионных средств предлагается использовать концепцию «life cycle funds», при которой доля надежных финансовых инструментов в инвестиционном портфеле увеличивается при сокращении периода, оставшегося до выхода на пенсию.

Список литературы

1. Бабкин А.С. Эволюция вместо революции: обзор мировых тенденций пенсионного реформирования // SPERO. 2010. № 13. С. 211–226.
2. Жантаева А.А. Накопительная пенсионная система Республики Казахстан, актуальные проблемы и пути их решения. Материалы международной научно-практической конференции «Наука и образование в XXI веке». – Россия (Тамбов), 30 сентября 2013 г. С. 7–13.
3. Интыкбаева С.Ж. Инвестиционная составляющая накопительных пенсионных фондов // КазЭУ Хабаршысы, 2006. № 5. С.151–154.
4. Мануйлова А. В тени в рабочий полдень // Коммерсантъ. 21 октября 2013 г.

5. Туманянц К.А., Тимофеев Ю.В. Международная типология государственного регулирования инвестиций пенсионных фондов // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3. «Экономика. Экология». 2014а. № 3. С. 25–35.
6. Туманянц К.А., Тимофеева Г.В. Национальные модели капитализации пенсионных взносов России и Казахстана: конвергенция государственного регулирования // Финансовый журнал. 2014б. № 2. С. 117–128.
7. Туманянц К.А., Тимофеева Г.В., Тимофеев Ю.В., Утученкова М.В. Российская модель пенсионной системы: формирование, особенности, результаты реализации. Волгоград: Издательство ВолГУ, 2014с.
8. Aggarwal, R., and Goodell, J.W. (2013), “Political-economy of pension plans: Impact of institutions, gender, and culture”, *Journal of Banking & Finance*, no.37 (6) pp. 1860–1879.
9. Alonso, J., Alonso, T., Fernandez, de Lis S., Rohde, C., and Tuesta, D. (2013), “Global financial regulatory trends and challenges for insurance & pensions BBVA research 2013. DOI: <https://www.bbvaresearch.com/en/publicaciones/global-financial-regulatory-trends-and-challenges-for-insurance-and-pensions-2/> (accessed 15.09.2014)/
10. Barr, N., and Diamond, P. (2010), “Pension reform: A short guide”. Oxford, Oxford University Press.
11. Blake, D., Wright, D., and Zhang, Y. (2011), “Target-driven investing: optimal investment strategies in defined contribution pension plans under loss aversion (Pensions Institute), MPRA Paper. DOI: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/34278/> (accessed 10.02.2015)/
12. Blake, D., Wright, D., and Zhang, Y. (2014), “Age-dependent investing: optimal funding and investment strategies in defined contribution pension plans when members are rational life cycle financial planners”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 38, pp. 105–124/
13. Bogle, J.C. (2010), “*Common Sense on Mutual Funds*”. New Jersey, John Wiley&Sons Inc.
14. Buitier, W. (1997), “Aspects of fiscal performance in some transition economies under fund-supported programs”. IMF Working Paper? 97/31, April 1997.
15. Chilean Pensions Supervisor (2014), DOI: <http://www.safp.cl/safpstats/stats> (accessed 15.12.2014).
16. Fama, E.F., and French, K.R. (1997), “Industry costs of equity”, *Journal of Financial Economics*, vol. 43, no. 2, pp. 153–193.
17. Fama, E.F., and Miller, M. (1972), “*The theory of finance*”. Hinsdale, Ill.: Dryden Press.
18. Fallón, E.C., Di Santo Rojas, T.R., and Peña, C.R. (2010), “Evidence of active management of private voluntary pension funds in Colombia: a performance analysis using proxy ETFs”, *Estudios Gerenciales*, vol. 26, no. 115, pp. 13–38.
19. Fisher, P.A. (1996), “*Common stocks and uncommon profits and other writings*”. New Jersey, John Wiley&Sons Inc.
20. Gneezy, U., and Potters, J. (1997), “An experiment on risk taking and evaluation periods”, *Quarterly Journal of Economics*, no. 112, pp. 632–645.
21. Gokcen, U., and Yalcin, A. (2014), “The Case against Active Pension Funds: Evidence from the Turkish Private Pension System”. 14th EBES Conference. Barcelona, vol 3, pp. 1808–1837/
22. Graham, B., and Zweig, J. (2003), “*The intelligent investor*”. HarperBusiness Essentials.
23. IMF (2011), “A Fiscal Indicator for Assessing First and Second Pillar Pension Reforms”. DOI: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24763> (accessed 23.03.2015).
24. IMF (2014). DOI: <http://www.imf.org/external/data.htm> (accessed 13.04.2015).
25. Kahneman, D., and Tversky, A. (1979), “Prospect theory: an analysis of decision under

- risk”, *Econometrica*, no. 47, pp. 263–291.
26. Marks, H. (2011), “*The most important thing: uncommon sense for the thoughtful investor*”, Columbia University Press.
 27. National Bank of the Republic of Kazakhstan (2012), Report on Financial Stability for 2012. DOI: <http://www.nationalbank.kz/?docid=1018> (accessed 08.01.2015)/
 28. OECD (2013a), “Pensions at a glance 2013: OECD and G20 Indicators, OECD Publishing”. DOI: http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2013-en (accessed 15.12.2014)/
 29. OECD (2013b), “Annual Survey Of Investment Regulation Of Pension Funds 2013”. DOI: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions> (accessed 15.12.2014).
 30. OECD (2014). DOI: <https://data.oecd.org> (accessed 15.12.2014).
 31. Peters, E. (1996), “*Chaos and order in the capital markets: a new view of cycles, prices, and market volatility*”. New Jersey, John Wiley&Sons Inc.
 32. Swedroe, L.E. (2007), “*Wise investing made simpler: Larry Swedroe’s tales to enrich your future*”, Charter Financial Publishing Network.
 33. Whitehouse, E.R. (2009), “Pensions during crisis: impact on retirement income systems and policy responses”, *The Geneva Papers*, vol. 34, no. 4, pp. 536–547.