

# ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ НАКОПИТЕЛЬНОЙ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ



**Проблематика инвестиционных рисков накопительной пенсионной системы одна из важных и заслуживает отдельного рассмотрения. Риск – вероятность наступления событий с негативными последствиями, опасность возникновения непредвиденных потерь, убытков, недополучения доходов.**

**В** экономической теории достаточно полно исследованы и определены финансовые риски, банковские риски, риск страховой, но недостаточно четко определены риски продолжительного пенсионного накопления. Приход в негосударственные пенсионные фонды большого числа специалистов из банковской сферы и страховых компаний привел к переносу опыта, который был

**Александр ШЕРБАКОВ**  
*Научный сотрудник НИФИ Минфина России*

приобретен ранее. Однако переносить такой опыт в практику негосударственного пенсионного накопления не всегда правильно и обоснованно.

Нередко встречаются такие объяснения – инвестиционный риск возник в результате снижения доходности финансовых инструментов, ликвидности ценных бумаг, снижения надежности отдельных инструментов финансового рынка. Часто путают причину и следствие. Надежность, ликвидность и доходность финансовых инструментов – это следствия определенной инвестиционной и экономической политики государства, ситуационный результат действия различных факторов.

Известно, что при долгосрочном периоде пенсионного накопления возникают экономические риски (внеэкономические не рассматриваем). Инвестиционный риск пенсионного накопления – опасность недополучения пенсионных выплат спустя продолжительное время ввиду наступления непредвиденных событий (экономических).

Инвестиционные риски в накопительной пенсионной системе – вероятность снижения (потери) реальной покупательной способности будущих пенсий в результате негативных последствий размещения пенсионных резервов и накоплений застрахованных лиц на финансовом рынке, вызванные недополучением

доходов, потерями, убытками, инфляционными процессами.

Какова экономическая природа риска при продолжительном инвестировании пенсионных накоплений на финансовых рынках?

На первый взгляд, инвестиционные риски в накопительной пенсионной системе возникают из-за неопределенности результатов долгосрочного размещения финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы на финансовом рынке под влиянием множества различных факторов (снижение доходности финансовых инструментов, снижение ликвидности размещенных средств, упущенных выгодах и убытках, в прямых финансовых потерях накопительной пенсионной системы на финансовом рынке) в сравнении с ростом потребительских цен и тарифов.

Однако инвестиционный риск накопительной пенсионной системы возникает, когда наблюдается опережающий рост цен потребительского рынка, превышающий инвестиционную доходность размещенных пенсионных резервов и накоплений застрахованных лиц на финансовом рынке. В результате происходит обесценивание пенсионных накоплений, выражающееся в снижении покупательной способности будущих пенсий.

Математически инвестиционный риск представляет следующее соотношение индекса ин-

вестиционной доходности от размещения пенсионных резервов (пенсионных накоплений застрахованных лиц) и индекса цен и тарифов потребительского рынка в данный период времени:

$$\frac{1 \text{ доходн.}}{1 \text{ цен потр.}} \approx 1;$$

где: 1 *доходн.* — инвестиционная доходность за *j* период инвестирования средств накопительной пенсионной системы;  
1 *цен потр.* — индекс цен потребительского рынка за *j* период инвестирования.

Риск может быть преодолен получением инвестиционного дохода, если доходы уменьшаются — риск размещения пенсионных накоплений на финансовом рынке возрастает.

Более точное измерение динамики цен в экономике выполняет индекс-дефлятор ВВП. Данный эталон более полно отражает динамику цен на все компоненты товаров и услуг, которые учитываются при расчете к ВВП. Он более точно отражает инвестиционные потери средств по вложениям в ценные бумаги. По мнению аналитиков, необходимо пересмотреть подход к учету потерь и инфляции при вложениях в российские ценные бумаги.<sup>1</sup>

В качестве другого эталона для сравнения используются фондовые индексы (индекс акций и индекс облигаций). Поскольку инвестиционный портфель пенсионного фонда включает несколько типов ценных бумаг, то здесь необходимо воспользоваться комбинацией индексов, использовать сводный индекс с учетом весовых значений акций и облигаций в портфеле фонда.

Рассмотрим современные риски накопительной пенсионной системы.

### 1. Валютные риски

Исторически, система накопительного пенсионного обеспечения возникла в эпоху про-

мышленной революции XIX века. Ее развитию в тот и последующий периоды способствовал переход ведущих экономик к т.н. золотому стандарту, когда устойчивость национальной валюты обеспечивалась золотом. Защита пенсионных накоплений от обесценивания в длительной перспективе обеспечивалась устойчивостью национальных валют, покупательная способность пенсий подкреплялась фиксированным курсом национальной валюты, привязанным к золоту.

Кроме того, рост покупательной способности пенсий также обеспечивался таким фактором, как повышение производительности труда в экономике, когда за счет снижения затрат на производство, за определенное количество «твердых» денег (пенсионных накоплений), спустя продолжительный период времени можно было приобрести большее количество товаров и услуг, чем на начальном периоде при осуществлении пенсионных взносов.

При этом инвестиционный доход при низких процентных ставках по кредитам (проценты и дивиденды) не имел решающего значения для роста покупательной способности будущих пенсий. В этой связи достаточно интересен исторический опыт России на рубеже XIX–XX веков по размещению пенсионных активов (в Приложении представлены структура и доходность финансовых инструментов, которые обеспечивались устойчивостью национальных валют).

В XX веке на протяжении многих десятилетий устойчивость национальной экономики, как правило, сочеталась с устойчивостью национальной валюты. Следствием этого была уверенность в возможности осуществлять в течение длительного времени пенсионные накопления, а вероятность обесценивания пенсионных накоплений была не столь значительной, инвестици-

онные риски в меньшей степени зависели от валютных рисков.

Совершенно иную содержательную конструкцию мы имеем сегодня, современный подход к регулированию экономики значительно отличается от условий, в которых сложилась накопительная пенсионная система. В соответствии с т.н. денежным правилом М. Фридмана «точная настройка» кредитно-денежной политики невозможна. Плавающий курс национальной валюты, по мнению монетаристской школы, предпочтительнее фиксированного. Снижение курса национальной валюты способствует повышению конкурентоспособности национальной экономики и содействует росту производства.

С развитием процессов глобализации мировой экономики, расширением масштабов мировой торговли, взаимозависимости экономик отдельных стран потребовалось повысить роль валютного регулирования. На протяжении последнего десятилетия мы имеем уже систематическое «ослабление» ведущих мировых валют. Так современное (2001–2004 гг.) ослабление доллара США привело и к значительному обесцениванию ранее сделанных пенсионных накоплений в США и снижению их покупательной способности.

Объяснение столь значительных изменений в денежно-кредитной и валютной политике ведущих экономик мы находим в исследованиях Н.Д. Кондратьева больших циклов экономической конъюнктуры. Кондратьев отмечает, что начало больших циклов экономической конъюнктуры обычно совпадает с расширением орбиты мировых экономических связей, «началу больших экономических циклов предшествуют серьезные изменения в денежном обращении», связанные с внедрением новых технических открытий, изобретений, появлением новых отраслей промышленности. Начало каждого нового большого цикла

<sup>1</sup> Синюгин А. Риск как спасение от инфляции. Рынок ценных бумаг. 2005. № 4, с. 14.

характеризуется существенным изменением роли денег, изменениями в финансовой сфере, в наше время – возрастанием роли валютного регулирования экономики. Валютное регулирование из эпизодической «коррекции» превращается в постоянный, непрерывный инструмент регулирования экономики.

## 2. Риски экономической конъюнктуры

Н.Д. Кондратьев сделал и другой вывод, – на рубеже двух больших циклов экономической конъюнктуры наблюдается существенное увеличение рыночной стоимости сырья (в т.ч. энергоносителей, металлов), в результате чего происходит существенное увеличение тарифов на товары и услуги по всему технологическому переделу, включая товары потребительского рынка. При этом требуются значительные капитальные инвестиции на техническое перевооружение всех отраслей хозяйства (на ресурсосбережение, энергосбережение и т.п.), а предприятия реального сектора экономики, как правило, не могут принести немедленную отдачу от вложенных средств и не имеют возможности выплачивать высокие проценты (дивиденды).

Возникает существенный разрыв между инвестиционной доходностью и ростом цен (тарифов) на товары и услуги потребительского назначения. Активы накопительной пенсионной системы, вложенные в реальную экономику, очевидно, что в ближайшее десятилетие могут иметь более низкую динамику доходности от инвестирования в сравнении с динамикой роста цен (тарифов) на товары и услуги потребительского рынка. В отдельные периоды может иметь место т.н. отрицательная доходность пенсионных накоплений.

Таким образом, состояние мировой экономической конъюнктуры оказывает значительное влияние на возможности долгосрочного пенсионного накопления.

Между тем рынок решает эту проблему своими средствами. Неслучайно на современном фондовом рынке доходность инвесторам обеспечивается в основном за счет инструментов с нефиксированной доходностью, в результате изменения рыночных котировок акций, а не за счет дивидендных (процентных) выплат. Но при этом возникают новые факторы риска.

## 3. Институциональные риски

Теоретически, современные экономисты рассматривают финансовые ресурсы накопительной пенсионной системы как некий «кормящий ландшафт» (по Л.А. Гумилеву), источник финансовых ресурсов для развития экономики. Пенсионные деньги предполагается направлять в экономику, использовать долгосрочные инвестиционные ресурсы накопительной пенсионной системы как эффективный канал привлечения средств пенсионных фондов для финансирования развития экономики, однако при этом рынок не может принимать во внимание целевое использование средств накопительной пенсионной системы.

В результате институционального развития финансовой системы институтов: (банков, финансовых компаний, инвестиционных и паевых фондов); инструментов (долговых и недолговых инструментов); механизмов инвестирования произошло существенное обособление финансовой сферы от реального сектора экономики и получило развитие явление, когда в результате кредитных, валютных и финансовых операций деньги «прирастают», не проходя через сферу производства.

За последнее десятилетие в результате процесса глобализации экономики пенсионные капиталы перемещаются от страны к стране, из валюты в валюту, используя различные финансовые инструменты рынка. Доходность формируется благодаря появлению как новых развивающихся рынков, так

и наличию для размещения капиталов довольно широкого круга инструментов.

Более высокую инвестиционную доходность для накопительной пенсионной системы приносят развивающиеся рынки, что сопряжено с постоянным преодолением рисков инвестирования средств пенсионных накоплений, при этом накопительные счета участников пенсионных фондов и застрахованных лиц подвергаются воздействию рисков непропорционально более высоких, чем может принимать на себя пенсионная система.

## 4. Риск избыточности финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы

Избыточность средств пенсионного накопления означает превышение финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы над теми возможностями, которые способны востребовать рынок и эффективно использовать национальная экономика. При этом обеспечить требуемую надежность, параметры инвестиционной доходности, ликвидности пенсионных накоплений от их размещения. Значительная часть финансовых ресурсов накопительных пенсионных систем ряда стран оказались востребованы мировой экономикой, но предложение качественных финансовых инструментов весьма ограничено.

Между тем в ряде индустриальных стран за последние десятилетия достигнуто значительное расширение накопительных пенсионных систем, что привело к увеличению объема долгосрочных национальных сбережений и вложений их в экономику. К избыточному уровню пенсионных накоплений, как отмечали ранее авторы журнала, подошли экономики ряда стран: США (пенсионные накопления составляют до 54% от объема ВВП), Канады (89%), Великобритании (66%), Японии (52%), Голландии (112%), Швейцарии (104%). Так величина пенсионных накоплений в государ-

стве Сингапур<sup>2</sup>, выросла до 76% объема ВВП, в Малайзии до 51%<sup>3</sup>. Вместе с тем значительные избыточные активы накопительных пенсионных систем в ряде стран побудили искать новые направления инвестирования. Наблюдается отказ от консервативного подхода к инвестированию пенсионных накоплений и размещение части средств в инструменты более низкого качества — «derivatives».

Негативным следствием чрезмерных финансовых ресурсов пенсионных накоплений является хронический долговой кризис, охвативший как развитые, так и развивающиеся страны. Наиболее острым долговой кризис был в начале 80-х годов, он возник после заявления правительства Мексики о невозможности платить проценты по кредитам. В Бразилии в 90-е годы и Аргентине возвращать основную часть долга по ссудам, включая долг пенсионной системе, когда наступил срок уплаты, оказалось невозможно.

В данной ситуации эффект избыточности пенсионных накоплений преодолевается за счет размещения финансовых ресурсов в зарубежные активы (в США составляет до 50%). Избыточность пенсионных накоплений испытывают на себе и российские пенсионные фонды. Акции и облигации ведущих российских эмитентов размещены на иностранных фондовых рынках. Неслучайно до 60% торгового оборота российских корпоративных ценных бумаг осуществляется на зарубежных фондовых биржах. Проблема размещения пенсионных резервов для российских фондов сейчас стоит достаточно остро.

В 90-е годы росту пенсионных накоплений в экономике ведущих стран способствовала от-

носительно благоприятная ситуация развития мировой экономики и финансовых рынков. Однако с началом нового десятилетия тенденция изменилась, оказалось проблематично выполнять значительные долговые обязательства перед пенсионной системой. Между тем в последние годы ситуация на финансовых рынках ухудшилась. Снизилась рыночная капитализация, фондовый индекс S&P-500 за 2000–2003 гг. упал примерно на четверть, пенсионные фонды компаний из этого списка потеряли 173 млрд долларов<sup>4</sup>. Доходность от инвестиций снизилась, у пенсионных фондов образовался значительный актуарный дефицит. В результате снижения курсов акций (в первую очередь «высокотехнологичных компаний»), а также доходности государственных ценных бумаг и других инструментов в 2000–2003 гг. в США образовались т.н. актуарные дыры. Для выполнения пенсионных обязательств в США требуется дополнительно 2,5 трлн долларов. У ста крупнейших пенсионных фондов в новом столетии активы снизились на 340 млрд долларов<sup>5</sup>.

Последовавшие меры властей США по выводу экономики из кризиса монетаристскими методами привели к значительному снижению курса национальной валюты США. «Ослабление» доллара США привело к новому значительному обесцениванию пенсионных накоплений. По нашим оценкам, примерно также на четверть снизилась реальная покупательная способность пенсий.

Сегодня США находятся на пороге очередной пенсионной реформы. Высказываются самые различные, причем взаимоисключающие, точки зрения по вопросам, связанным с пенсион-

ным обеспечением. Если пожилые люди хотят, чтобы систему социального обеспечения никто не трогал и ничего не менялось, то молодое поколение работающих, сформировавшее взгляды в условиях ослабления доллара при неустойчивом состоянии фондового рынка, появившимся за последние годы, считает, что не получают ни цента (пенсии), если не сделать что-нибудь (для изменения системы). «И самым молодым, насколько я могу судить (президент США Дж. Буш), нравится идея получить в управление часть (пенсионных) денег и управлять ими, чтобы накопить на пенсию, чтобы иметь большую уверенность в том, что обязательства (государства) по программе социального обеспечения будут выполнены».<sup>6</sup> Тем самым экономически активное население по существу высказало серьезное недоверие как к финансовым институтам, так и к финансовому рынку в целом. С интересом будем следить, как будут развиваться пути реформирования.

Можно констатировать, что система пенсионного накопления чрезвычайно зависит от экономической политики государства. Совмещение задачи пенсионного накопления в условиях либеральной экономической политики государства осуществляется крайне сложно. Накопительная пенсионная система стабильно развивается в условиях экономического роста и несет значительные финансовые потери при экономическом спаде, кризисах финансового рынка и последующих мерах по их преодолению. В такие периоды пенсионные системы несут потери, накопления обесцениваются. Функционирование накопительной пенсионной системы в значительной степени тяготеет

<sup>2</sup> Головцов А. Пенсионная реформа и экономика. Пенсионные фонды и инвестиции 2003, № 2. с. 26.

<sup>3</sup> Четыркин Е. Потери активов зарубежных пенсионных фондов. Пенсионные фонды и инвестиции 2003, № 3, с. 79.

<sup>4</sup> Тихонов А. Конец пенсионной утопии. «Известия», 16 июля 2003 г. с. 3.

<sup>5</sup> Головцов А. Пенсионная реформа и экономика. Пенсионные фонды и инвестиции. 2003, № 2, с. 26.

<sup>6</sup> Газ. «Ведомости» от 12.01.2005 г., ст. А5. // W.S.J., от 11.01.2005 г. Важно поощрять сбережения и инвестиции.

к необходимости большего государственного регулирования финансовых рынков и особенно денежно-кредитной сферы.

Между тем задачи пенсионного накопления, интересы участников пенсионных фондов и застрахованных лиц достаточно специфичны. Теоретически отложенный потребительский

спрос за счет пенсионного накопления должен компенсироваться повышением покупательной способности пенсий в будущем. Система заинтересована в увеличении покупательной способности будущих пенсий более, чем в инвестиционной доходности накоплений. Результат инвестирования пенсионных резер-

вов и накоплений выражается в реальном увеличении материальных благ, которые может приобрести участник фонда (застрахованный) накопительной пенсионной системы в момент пенсионных выплат, в сравнении с периодом времени, когда производились пенсионные взносы.

*Приложение*

**Инвестиционный портфель Кассы служащих на казенных железных дорогах на 1 января 1902 года\***

	Наименование процентных бумаг	На нарицательную сумму (рубли)	По курсу 31 декабря 1900 г. (рубли)
<b>Фонды</b>			
<b>А) Государственные займы</b>			
	1) в кредитной валюте		
1	4% свидетельства Крестьянского Поземельного Банка	54 000	51 272
2	5% билеты внутреннего выигрышного займа 1864 г.	800	2736
3	5% билеты внутреннего выигрышного займа 1866 г.	400	1150
4	5% закладные листы Дворянского земельного Банка	200	432
5	4% ликвидационные листы Царства Польского	7900	7900
6	4% закладные листы Государственного Дворянского Земельного Банка	3000	2857
7	3,5% закладные листы Государственного Дворянского Земельного Банка	149 600	131 087
8	4,5% облигации внутреннего займа 1893 г.	316 700	315 908
9	5% билеты Государственной Комиссии погашения долгов 1854 г.	100	1090
10	4% конверсионные облигации	1 003 800	933 534
	2) в металлической валюте		
11	4% облигации золотого займа V выпуска 1893 г.		
<b>Б) Государственные железнодорожные займы.</b>			
	1) в кредитной валюте.		
12	4,5% облигации внутреннего Консолидированного железнодорожного займа I выпуска 1890 г.	359 800	358 900
13	4,5% облигации внутреннего Консолидированного железнодорожного займа II выпуска 1892 г.	216 200	215 659
	4% облигации Николаевской ж/д 1893 г.	9900	9157
	2) в металлической валюте		
14	4% облигации Риги-Двинской ж/д	22 875	21 350
	4%-Орловско-Витебской ж/д	1687	1642
<b>В) Гарантированные Правительством облигации частных железных дорог.</b>			
16	4,5% облигации Киево-Воронежской ж/д	693 200	692 333
17	4,5% Курско-Киевской ж/д	3800	3795
18	4,5% Рязанско-Уральской ж/д	1 573 500	1 565 632
19	4,5% Юго-Восточных ж/д	546 300	543 568
20	4% -	478 000	442 150
21	4%-Московско-Казанской ж/д	566 300	523 827
22	4%-Китайской Восточной ж/д	198 000	183 150
	Итого:	6 272 237	611 0547
<b>II Ипотечные бумаги и закладные листы.</b>			
23	4,5% облигации С-Петербургского Городского Кредитного Общества	75 000	69 562
24	4,5% закладные листы Земельного Банка Херсонской губернии	3 385 000	3038037
25	4,5% закладные листы Бессарабско-Таврического Земельного Банка	7 615 300	6 749 059
26	4,5% закладные листы Виленского Земельного Банка	1 986 500	1 797 782
27	4,5% закладные листы Донского Земельного Банка	1 575 400	1 429 675
28	4,5% закладные листы Киевского Земельного Банка	1269800	1 145 994
30	4,5% закладные листы Московского Земельного Банка	108 500	99 248
31	4,5% закладные листы Полтавского Земельного Банка	4 276 800	4 827 736
32	4,5% закладные листы Харьковского Земельного Банка	34 500	31 912
33	4,5% закладные листы Ярославско-Костромского Земельного Банка	530 900	473 828
34	4,5% закладные листы С-Пб.-Тульского Земельного Банка	1 494 000	1 363 275
35	5% закладные листы Тифлисского Земельного Банка	38 000	35387
36	<b>Итого</b>	<b>22 389 700</b>	<b>2 006 180</b>
	<b>Всего</b>	<b>28 661 937</b>	<b>2 616 7274</b>

\* Отчет пенсионной кассы служащих казенных железных дорог. СПб., 1902, с.78-79.