

Фатхлисламова Г.Ф.

канд. экон. наук, ФГБОУ ВО
«Российская академия народного
хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской
Федерации», г. Москва

e-mail: fgfadisovna@mail.ru

Исследование результатов инвестирования средств пенсионных накоплений

Аннотация

Исследованы современные тенденции инвестирования средств пенсионных накоплений граждан, переданные в доверительное управление государственной управляющей компании «Внешэкономбанк», негосударственным пенсионным фондам и частным управляющим компаниям за период с 2005 г. по 2017 г. Прослежена динамика рыночной стоимости их инвестиционных портфелей. Выделены основные периоды сходной динамики прироста стоимости анализируемых инвестиционных портфелей. Выявлены основные факторы, определившие данную динамику. Представлена структура инвестирования пенсионных накоплений данными субъектами в различные виды активов: государственные и корпоративные ценные бумаги, депозиты и счета кредитных организаций. Оценена динамика изменения структуры активов за период с 2005 г. по 2017 г., а также стратегия инвестирования каждого из субъектов инвестирования пенсионных накоплений за анализируемый период. Эффективность инвестирования пенсионных накоплений рассмотрена не только с позиции защиты пенсионных накоплений от инфляционных потерь, но и с точки зрения убыточности деятельности государственной управляющей компании «Внешэкономбанк», негосударственных пенсионных фондов и частных управляющих компаний. Приведены данные об общей сумме убытков по результатам инвестирования за исследуемый период. Сделаны выводы о соотношении доходности и риска вложения пенсионных накоплений в различные виды активов. В результате проведенного исследования выявлены ключевые тенденции развития системы обязательного пенсионного страхования при осуществлении функций доверительного управления государственной управляющей компании «Внешэкономбанк», негосударственных пенсионных фондов и частных управляющих компаний средствами пенсионных накоплений граждан за 13-летний период с момента начала доверительного управления средствами пенсионных накоплений.

Ключевые слова:

обязательное пенсионное страхование, пенсионное обеспечение, пенсионные накопления, пенсионная система, инвестиционный портфель, доходность инвестиционного портфеля.

Fatkhislamova G.F.

Candidate of Economic Sciences,
Russian Presidential Academy
of National Economy and Public
Administration, Moscow

e-mail: fgfadisovna@mail.ru

Research of the investment results of pension savings

Abstract

This article makes a research of current trends in the investment of pension savings of citizens, transferred to the trust management of the state management company Vnesheconombank, non-state pension funds and private management companies for the period from 2005 to 2017. The dynamics of the market value of their investment portfolios have traced. The main periods of similar dynamics of the increase in the value of the analysed investment portfolios have highlighted. The main factors determining this dynamic have identified. The structure of investing pension savings by these entities in various types of assets - government and corporate securities, deposits and accounts of credit organizations has presented. The dynamics of changes in the structure of assets for the period 2005–2017, and the investment strategy of each of the subjects of investment of pension savings during the analyzed period have evaluated.

The article considers the effectiveness of investing pension savings not only from the standpoint of protecting pension savings from inflationary losses, but also from the point of view of the loss-making activity of the state management company Vnesheconombank, non-state pension funds and private management companies. The data on the total amount of losses according to the results of investment for the study period have provided. The author has made conclusions about the ratio of profitability and risk of investing pension savings in various types of assets.

The research revealed key trends in the development of the compulsory pension insurance system in exercising the trust management of the state management company Vnesheconombank, non-state pension funds and private management companies using pension savings of citizens over a 13-year period since the start of trust management of pension savings.

Keywords:

compulsory pension insurance, pension provision, pension savings, pension system, investment portfolio, portfolio yield.

© The Author(s), 2018 This is an open access article under the CC BY 4.0 license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)



Ряд принятых в 2002 г. федеральных законов определил современную конструкцию пенсионной системы России. В результате проводимой пенсионной реформы были заложены предпосылки перехода от распределительной модели к накопительно-распределительной модели пенсионной системы. Застрахованные лица получили возможность формировать накопительную пенсию и распоряжаться ею, передав в управление либо частным управляющим компаниям (далее – ЧУК), либо негосударственным пенсионным фондам (далее – НПФ), либо по умолчанию оставить накопительную пенсию в распоряжении Пенсионного фонда России (далее – ПФР) с дальнейшей передачей в доверительное управление Государственной управляющей компании «Внешэкономбанк» (далее – ГУК «ВЭБ»). В данной статье проведен анализ динамики, структуры и результатов инвестирования средств пенсионных накоплений за период с 2005 г. по 2017 г. Подобный выбор временного промежутка обусловлен тем фактом, что, начиная с 2005 г., доверительное управление пенсионными накоплениями начали осуществлять все современные субъекты рынка коллективных инвестиций – ГУК «ВЭБ», ЧУК, НПФ. В итоге инвестиционный портфель пенсионных накоплений ГУК «ВЭБ» достиг к концу 2017 г. 2 % валового внутреннего продукта (далее – ВВП), НПФ сконцентрировал почти 3 % пенсионных накоплений ВВП и ЧУК – 0,1 % ВВП. Как показывает анализ динамики рыночной стоимости инвестпортфелей за 2005–2017 гг., продолжилась тенденция сокращения инвестиционных портфелей всех субъектов инвестирования (табл. 1).

Ни один инвестиционный портфель участников инвестирования пенсионных накоплений не демонстрирует четкой динамики роста или сокращения на протяжении всего анализируемого периода. С определенной долей условности можно выделить несколько периодов сходной динамики темпов прироста рыночной стоимости инвестиционных портфелей всех участников рынка коллективного инвестирования.

Снижение темпов роста портфелей – 2008 г., 2010 г., 2012 г., 2013 г., 2014 г., 2016 г., 2017 г. Наибольшие темпы прироста портфелей – 2009 г., 2011 г., 2015 г.

Динамику инвестиционных накоплений в 2008 г. и 2014 г. определяли макроэкономические факторы функционирования российской экономики. Участники рынка получили убытки в результате инвестирования средств пенсионных накоплений. Ключевыми факторами стали: снижение цен на нефть, сокращение доходности на финансовом рынке, падение ВВП.

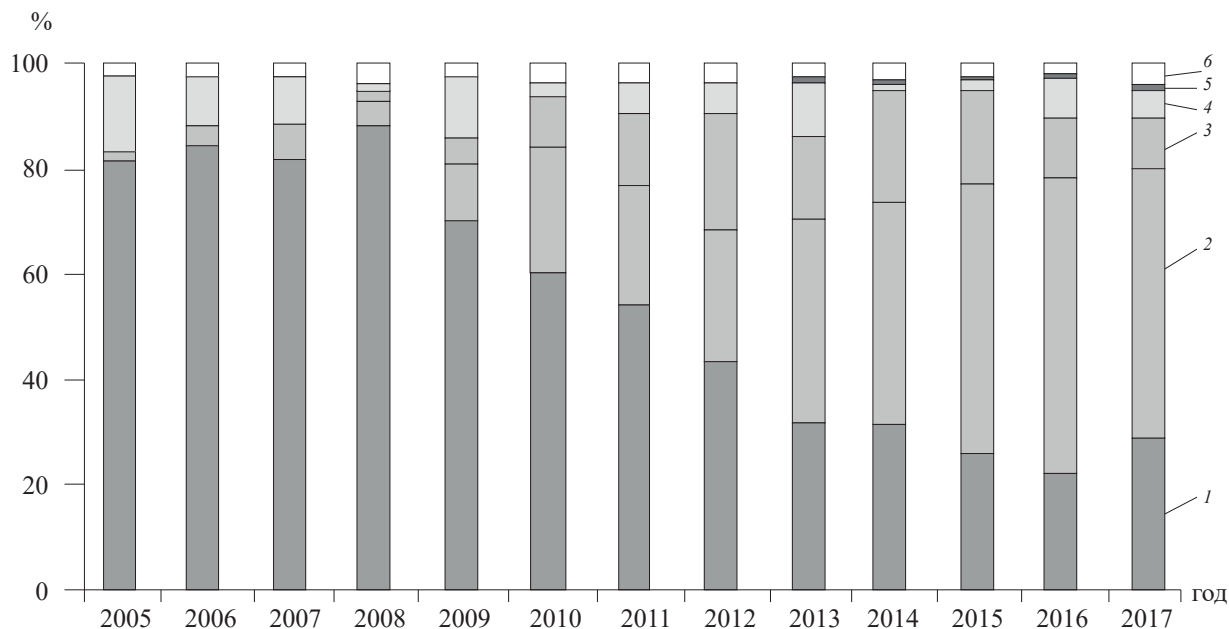
Наиболее волатильной является динамика изменений пенсионных накоплений под управлением НПФ, но именно НПФ демонстрирует наибольшие темпы прироста рыночной стоимости их инвестиционных портфелей. На протяжении с 2005 г. по 2017 г. НПФ обеспечивали наибольший темп прироста пенсионных накоплений в отличие от ЧУК и ГУК «ВЭБ». Но прошедшие два года – 2016 г. и 2017 г. – продемонстрировали отток средств пенсионных накоплений из расширенного портфеля ГУК «ВЭБ».

Таблица 1

Темпы прироста инвестиционных портфелей пенсионных накоплений

| Год | Расширенный портфель ГУК «ВЭБ», % к предыдущему году | Портфель государственных ценных бумаг ГУК «ВЭБ», % к предыдущему году | ВЭБ, % к предыдущему году | ЧУК, % к предыдущему году | НПФ, % к предыдущему году | Всего, % к предыдущему году |
|------|--|---|---------------------------|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| 2006 | - | - | 51,4 | 68,3 | 396,6 | 55,7 |
| 2007 | - | - | 35,9 | 29,0 | 168,5 | 40,3 |
| 2008 | - | - | -5,5 | -25,7 | 32,8 | -3,6 |
| 2009 | - | - | 40,1 | 67,2 | 119,7 | 48,1 |
| 2010 | 53,7 | 213,3 | 53,9 | 29,9 | 96,1 | 59,0 |
| 2011 | 80,1 | 115,0 | 80,2 | 45,8 | 155,4 | 92,1 |
| 2012 | 23,1 | 55,3 | 23,2 | 18,8 | 69,2 | 33,4 |
| 2013 | 13,4 | 36,6 | 13,5 | 10,2 | 65,5 | 28,2 |
| 2014 | 2,0 | -3,7 | 2,0 | -0,2 | -2,8 | 0,2 |
| 2015 | 5,2 | 115,4 | 5,8 | 9,4 | 63,3 | 26,2 |
| 2016 | -3,8 | 27,0 | -3,4 | 3,5 | 23,6 | 9,0 |
| 2017 | -5,0 | 1,2 | -4,9 | 2,5 | 21,5 | 8,9 |

Источники: [4; 6; 7]



1 – Государственные ценные бумаги; 2 – Корпоративные ценные бумаги; 3 – Банковские депозиты; 4 – Денежные средства на счетах; 5 – Ценные бумаги международных финансовых организаций; 6 – Прочие активы

Источники: [6; 7]

Рис. 1. Структура совокупного инвестиционного портфеля пенсионных накоплений ГУК «Внешэкономбанк», частных управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов по классам активов

Рассматривая структуру направлений вложений пенсионных накоплений населения, следует отметить, что в структуре совокупного портфеля наибольшую долю занимают ценные бумаги. На протяжении анализируемого периода можно отметить снижение консервативности размещения средств пенсионных накоплений, так удельный вес государственных ценных бумаг в совокупной структуре инвестиционных портфелей снизился с 82 % в 2005 г. до 29 % в 2017 г. (рис. 1).

Начиная с 2008 г., достаточно четко прослеживается тенденция роста инвестирования средств пенсионных накоплений в корпоративные бумаги. В 2005 г. до 80 % всех пенсионных накоплений инвестировалось в государственные ценные бумаги (далее – ГЦБ) и главным инвестором выступал ГУК «ВЭБ». В 2017 г. размещение средств пенсионных накоплений стало более диверсифицированным: 51 % всех пенсионных накоплений граждан размещался в корпоративные акции и облигации, и только 29 % в ГЦБ (см. рис. 1). В структуре портфелей пенсионных накоплений до 2013 г. наибольший удельный вес принадлежал вложениям в ГЦБ, начиная с 2013 г. – субъекты инвестирования нарастили вложения в корпоративные ценные бумаги. Таким образом, роль пенсионных накоплений, как источника финансовых ресурсов корпоративного сектора на фондовом рынке, значительно возросла за последние пять лет.

Однако роль каждого участника пенсионного рынка в этом процессе менялась в течение анализируемого периода. Стратегия вложения ГУК «ВЭБ» и ЧУК были схожи. На рынке ценных бумаг ГУК «ВЭБ» в 2017 г. стал размещать в государственные бумаги 16 % всех находящихся в его управлении пенсионных накоплений, тогда как в 2005 г. эта доля составляла 80 %, в структуре размещения пенсионных накоплений на ЧУК в 2005 г. приходилось 1,2 % вложений в госбумаги, в 2017 г. – 0,3 % (см. рис. 2). При этом НПФ стали играть более заметную роль на рынке ГЦБ – они нарастили общую сумму инвестиций в ГЦБ примерно в 500 раз за 13 лет. За 2017 г. НПФ практически утроили вложения средств пенсионных накоплений в ГЦБ, но все же главным инвестором на рынке ГЦБ остается ГУК «ВЭБ», инвестировав в 2017 г. 710 млрд руб. пенсионных накоплений.

Динамика инвестирования пенсионных накоплений граждан в корпоративные ценные бумаги характеризовалась расширением доли вложений в них всеми субъектами: ГУК «ВЭБ», ЧУК, НПФ (см. рис. 3).

До 2009 г. ГУК «ВЭБ» не инвестировал средства пенсионных накоплений в негосударственные акции и облигации. В 2005 г. в условиях, когда большая часть пенсионных средств была вложена в госбумаги, на долю инвестиций в корпоративные бумаги приходилось всего 1,5 % в структуре вложений ГУК

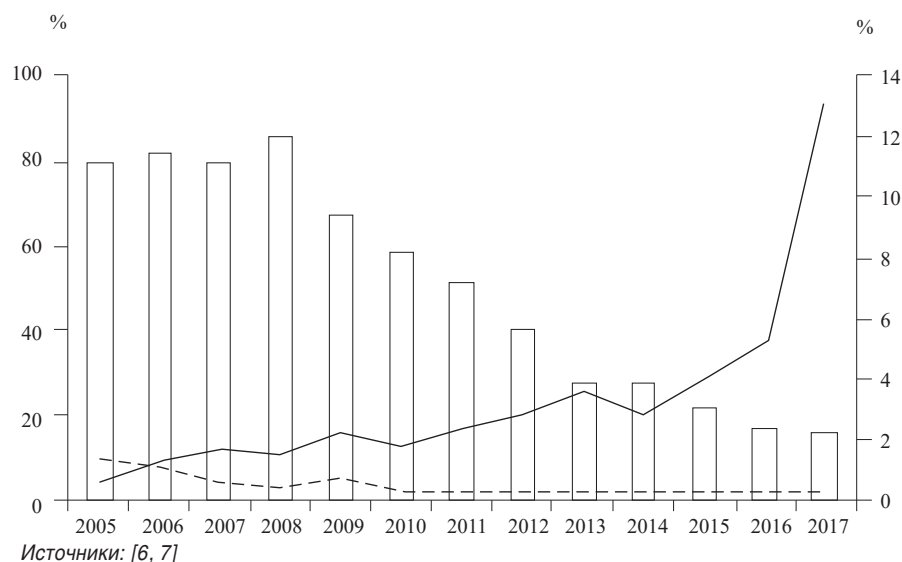


Рис. 2. Доля вложений ГУК «Внешэкономбанк», частных управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов в государственные ценные бумаги в общем объеме совокупного инвестиционного портфеля пенсионных накоплений

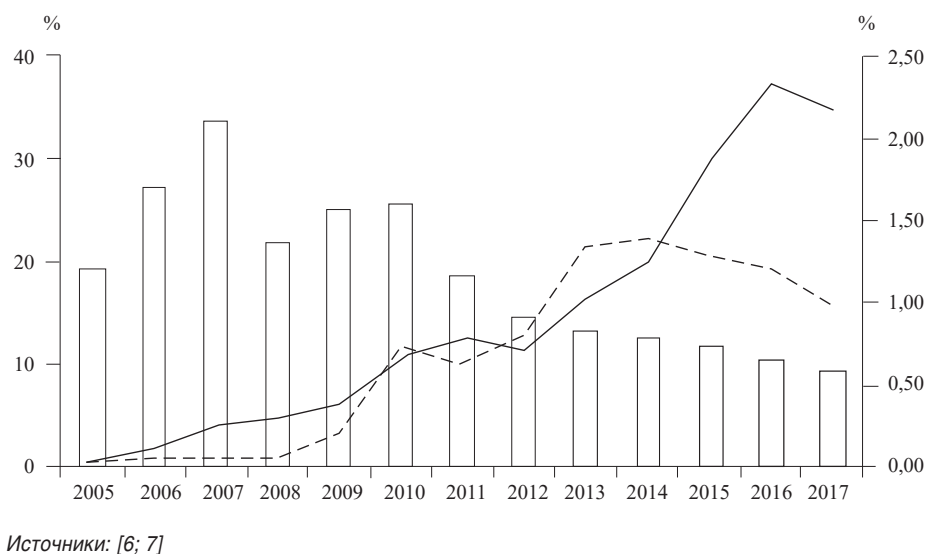
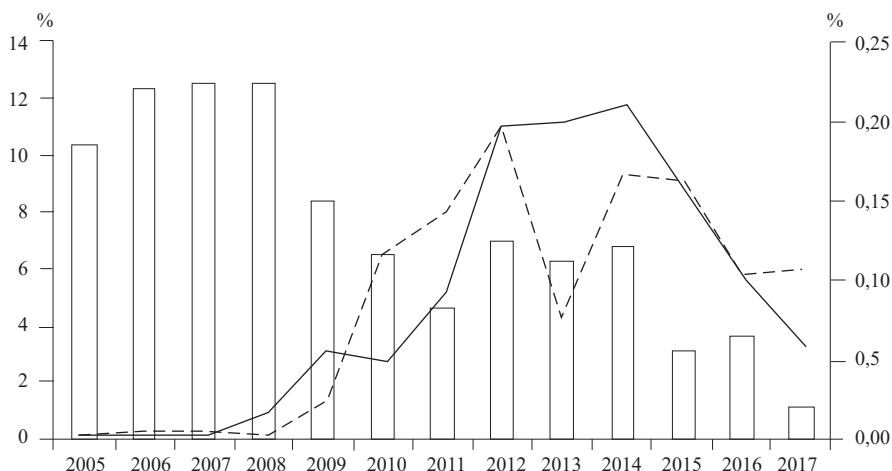


Рис. 3. Доля вложений ГУК «Внешэкономбанк», частных управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов в корпоративные ценные бумаги в общем объеме совокупного инвестиционного портфеля пенсионных накоплений

«ВЭБ». Если в 2005 г. ЧУК инвестировали в негосударственные бумаги чуть более 2 млрд руб. пенсионных накоплений, находящихся в их управлении, а НПФ инвестировали всего около 700 млн руб., то уже в 2017 г. наблюдается противоположная ситуация: НПФ вложили 1,6 трлн руб. пенсионных средств в корпоративные бумаги, ЧУК – 26 млрд руб., ГУК «ВЭБ» – 715 млрд руб. Так, в настоящее время НПФ выступает одним из крупных институциональных инвесторов на корпоративном сегменте фондового рынка.

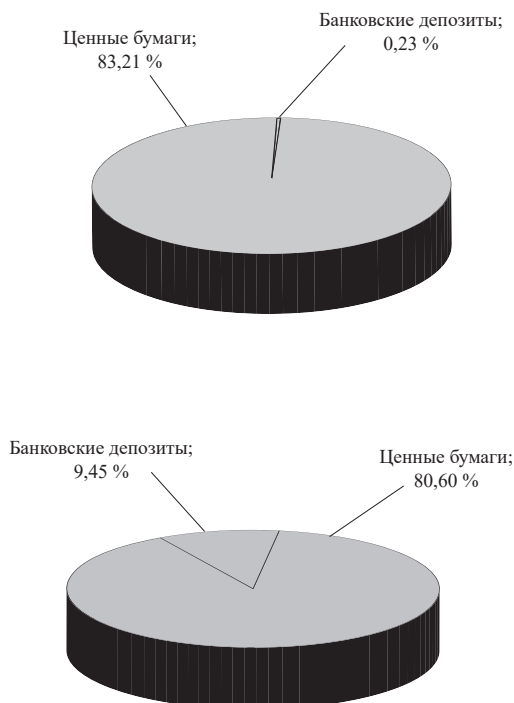
Третьим по значимости направлением инвестирования средств пенсионных накоплений выступают депозиты в кредитных организациях. Как и в случае с инвестированием в корпоративные госбумаги, до 2009 г. ГУК «ВЭБ» не размещал средства пенсионных накоплений на депозитах в кредитных организациях. В 2005 г. крайне незначительная часть средств пенсионных накоплений (0,24 %) размещалась на банковских депозитах, но в 2017 г. доля пенсионных накоплений на депозитах возросла до 9 % всех пенсионных накоплений всех субъектов (см. рис. 4).



Источники: [6; 7]

Рис. 4. Доля вложений ГУК «Внешэкономбанк», частных управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов на депозиты в кредитных организациях в общем объеме совокупного инвестиционного портфеля пенсионных накоплений

Несмотря на ограничительные меры со стороны мегарегулятора на инвестирование средств пенсионных накоплений в банковский сектор, доля пенсионных средств, размещенных на депозитах в кредитных организациях, только возросла в общем объеме инвестированных средств (рис. 5).



Источники: [6; 7]

Рис. 5. Соотношение доли вложений пенсионных накоплений на банковские депозиты и в ценные бумаги, %

Интересным представляется анализ темпов роста инвестирования пенсионных накоплений по основным классам активов: государственные ценные бумаги,

корпоративные ценные бумаги, банковские депозиты (табл. 2). Наиболее активным субъектом инвестирования средств пенсионных накоплений оказались НПФ, темп роста их вложений значительно превышал аналогичные темпы роста других участников рынка коллективных инвестиций. Негосударственные пенсионные фонды больше всего нарастили средства на банковских депозитах и корпоративных бумагах, тогда как инвестиционная активность других участников была на порядок ниже. Темпы инвестирования пенсионных накоплений по видам активов сходны у ГУК «ВЭБ» и ЧУК. Наибольшие темпы прироста наблюдались по вложениям в негосударственные ценные бумаги и наименьшие в госбумаги.

Обобщающим показателем эффективности размещения активов инвестиционных портфелей ГУК «ВЭБ», ЧУК, отобранных по конкурсу ПФР, и НПФ выступает показатель доходности. Противоположным показателем доходности является убыточность результатов деятельности анализируемых субъектов. Убыточность определим следующим образом:

$$Y_{\text{ипн}} = \frac{Y_i}{\sum_{i=1}^n \text{ИП}_i}, \quad (1)$$

где $Y_{\text{ипн}}$ – убыточность инвестирования пенсионных накоплений; Y_i – убытки инвестирования пенсионных накоплений, руб.; $\sum \text{ИП}_i$ – совокупная рыночная стоимость инвестиционного портфеля i -го субъекта инвестирования; N – период времени.

Таблица 2

Показатели коэффициентов роста рыночной стоимости инвестиционных портфелей пенсионных накоплений

| Субъекты | Стоимость инвестиционных портфелей пенсионных накоплений, млн руб. | | Коэффициент роста, от 2017 г. к 2005 г. |
|--------------------------------------|--|-----------|---|
| | 2005 г. | 2017 г. | |
| Государственные ценные бумаги | | | |
| НПФ | 1 078 | 587 174 | 544,9 |
| ГУК «ВЭБ» | 146 791 | 710 360 | 4,8 |
| ЧУК | 2 507 | 15 023 | 6,0 |
| Корпоративные ценные бумаги | | | |
| НПФ | 684 | 1 575 190 | 2 301,9 |
| ГУК «ВЭБ» | 17 795* | 715 207 | 40,2 |
| ЧУК | 2 201 | 26 150 | 11,9 |
| Банковские депозиты | | | |
| НПФ | 90 | 156 737 | 1 735,6 |
| ГУК «ВЭБ» | 6 803* | 268 019 | 39,4 |
| ЧУК | 342 | 904 | 2,6 |
| Пенсионные накопления | | | |
| НПФ | 2 007 | 2 610 298 | 1 300,7 |
| ГУК «ВЭБ» | 176 522 | 1 848 364 | 10,5 |
| ЧУК | 5 651 | 43 731 | 7,7 |

Источники: [6; 7]

*Значения за 2009 г.

По критерию убыточности наихудшие результаты за 2005-2017 гг. продемонстрировали частные УК, хотя абсолютная сумма убытков наименьшая из всех представленных субъектов (табл. 3). Данный анализ убыточности инвестирования средств пенсионных накоплений всеми субъектами показал, что наибольший объем убытков наблюдался в 2011 г. и 2017 г. При этом следует отметить, что в 2017 г. 2 НПФ («Будущее» и «Лукойл гарант») показали 23 млрд руб. убытков по портфелю пенсионных накоплений.

Доходность инвестирования пенсионных накоплений рассмотрим с использованием следующей формулы:

$$D_{\text{ИПН}} = \sum_{i=1}^m \frac{D_i}{\text{ИП}_i} \cdot \frac{\text{ИП}_i}{\sum_{i=1}^m \text{ИП}_i}, \quad (2)$$

где $D_{\text{ИПН}}$ – средневзвешенная доходность инвестирования пенсионных накоплений; D_i – доходы инвестирования пенсионных накоплений, руб.; ИП_i – рыночная стоимость инвестиционного портфеля i -го субъекта инвестирования; $\sum \text{ИП}_i$ – совокупная рыночная стоимость инвестиционных портфелей субъектов инвестирования.

С позиции сопоставления накопленной доходности с накопленной инфляцией за анализируемый период можно констатировать, что ГУК «ВЭБ» за 2004-2017 гг. не обеспечил доходность инвестирования средств пенсионных накоплений даже на уровне инфляции. При этом пенсионные накопления, размещенные в активе портфеля ГЦБ, остались незащищенными от инфляционных потерь российской экономики. Следовательно, ГУК «ВЭБ» за 14-летний период показал себя в качестве неэффективного

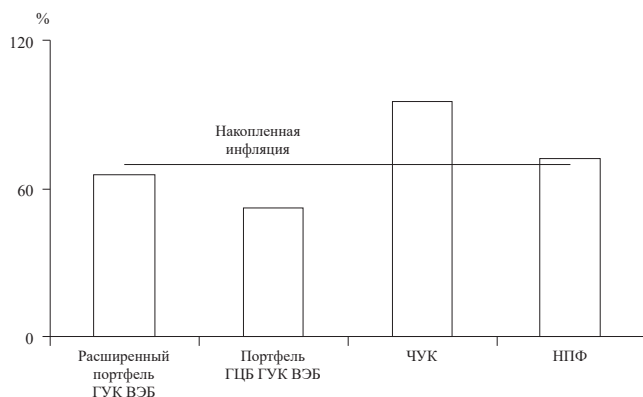
Таблица 3

Показатели накопленных убытков и накопленной убыточности за 2005-2017 гг.

| Субъекты | Накопленные убытки 2005-2017 гг., млн руб. | Совокупный портфель пенсионных накоплений за 2005-2017 гг., млн руб. | Накопленная убыточность, % к совокупному портфелю пенсионных накоплений за 2005-2017 гг. |
|----------|--|--|--|
| ЧУК | -4 246 | 337 717 | -1,26 |
| НПФ | -38 659 | 10 096 856 | -0,38 |
| ГУК ВЭБ | -1 682 | 14 922 442 | -0,01 |
| Всего | -44 587 | 25 357 015 | -0,18 |

Источники: [3; 6; 7]

инвестора на рынке коллективного инвестирования. ЧУК, напротив, оказались наиболее эффективными инвесторами, продемонстрировав наибольшую накопленную доходность, НПФ показал скромный прирост фактической накопленной доходности над накопленной инфляцией (рис. 6).



Источники: [1; 5]

Рис. 6. Динамика накопленной средневзвешенной доходности инвестиционных портфелей пенсионных накоплений за 2005-2017 гг, %

Интересным представляется сопоставление убыточности с одной стороны и результаты эффективности по критерию сравнения накопленной доходности с накопленной инфляцией. Как показало исследование, наиболее эффективный инвестор частные УК продемонстрировал наибольшую убыточность, а неэффективный инвестор (ГУК «ВЭБ») продемонстрировал наименьшую убыточность. По мнению автора, в данном случае проявляется фундаментальная концепция соотношения риска и доходности инвестирования.

Таким образом, средства пенсионных накоплений, находящихся в управлении ГУК «ВЭБ», НПФ и ЧУК превратились из источника финансирования федерального бюджета через механизм приобретения облигаций федерального займа в источник финансовых ресурсов корпоративного сектора, до 50 % всех средств пенсионных накоплений вложены в корпоративные бумаги. Однако изменившаяся структура вложений пенсионных накоплений не демонстрирует их значительную роль как источника долгосрочного инвестирования российской экономики [2].

Библиографический список

1. Туманянц, К. А. Доходность пенсионных накоплений в России: сравнительный анализ / К. А. Туманянц // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3. Экономика. Экология. — 2013. — № 2 (23). — С. 173-181.
2. Устойчивость банковской системы России: научная монография / Под науч. ред. д-ра экон. наук, проф. Л. В. Крыловой. — М.: ИИЦ «АТИСО», 2017. — 201 с.
3. Фатхлисламова, Г. Ф. Инвестирование средств пенсионных накоплений в экономических условиях России / Г. Ф. Фатхлисламова // Труд и социальные отношения. — 2017. — № 1. — С. 40-55.
4. Фатхлисламова, Г. Ф. Особенности инвестирования средств пенсионных накоплений в 2016 году / Г. Ф. Фатхлисламова // Труд и социальные отношения. — 2018. — № 1. — С. 143-163.
5. Федотов, Д. Ю. Пенсионные накопления: выбор способа управления / Д. Ю. Федотов // Финансы и кредит. — 2013. — № 38 (566). — С. 34-51.
6. Пенсионный фонд Российской Федерации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.pfrf.ru/> (дата доступа 29.10.2018).
7. Центральный банк Российской Федерации: [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 29.10.2018).

References

1. Tumanyants K. A. Dokhodnost' pensionnykh nakoplenii v ROSSII: sravnitel'nyi analiz [The profitability of pension savings in RUSSIA: a comparative analysis] / K. A. Tumanyants // Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya 3. Ekonomika. Ekologiya, 2013, I. 2 (23), pp. 173- 181.
2. Ustoichivost' bankovskoi sistemy Rossii: nauchnaya monografiya; pod nauch. red d-ra ekon. nauk, prof. L. V. Krylovoi [Sustainability of the Russian banking system; in L. V. Krylova (ed.)], M.: IIC «ATISO», 2017, 201 p.
3. Fatkhislamova G. F. Investirovanie sredstv pensionnykh nakoplenii v ekonomicheskikh usloviyakh Rossii [Investing in pension savings in the economic conditions of Russia], Trud i sotsial'nye otnosheniya [Labor and social relations], 2017, I. 1, pp. 40-55.
4. Fatkhislamova G. F. Osobennosti investirovaniya sredstv pensionnykh nakoplenii v 2016 godu [Features of investing in pension savings in 2016], Trud i social'nye otnosheniya [Labor and social relations], 2018, I. 1, pp. 143-163.
5. Fedotov D. YU. Pensionnyye nakopleniya: vybor sposoba upravleniya [Pension savings: the choice of management method], Finansy i kredit [Finance and credit], 2013, I. 38 (566), pp. 34-51
6. Pensionnyi fond Rossiiskoi Federatsii [Pension Fund of the Russian Federation]. Available at: <http://www.pfrf.ru/> (accessed 29.10.2018).
7. Tsentral'nyi bank Rossiiskoi Federatsii [The Central Bank of the Russian Federation]. Available at: <http://www.cbr.ru/> (accessed 29.10.2018).