

Выбор инвестиционного портфеля негосударственными пенсионными фондами в России в условиях ограничений институциональной среды

Научный руководитель – Гуров Илья Николаевич

Бобков Глеб Александрович

Студент (магистр)

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: gleb-bobkov@mail.ru

Тезисы к Ломоносовским чтениям:

1. Пенсионные системы во всем мире составляют важнейшую часть экономики, являются самым значительным фактором долгосрочных инвестиций и определяют уровень жизни населения после выхода на пенсию. Активы пенсионных фондов в отношении к ВВП стран, исследуемых Организацией экономического сотрудничества и развития, составляют 71% [ОЭСР, 2019].
2. В России активы пенсионных фондов в отношении к ВВП составляют 5% [ОЭСР, 2019].
3. Это вызвано несколькими причинами:
 - А. Проблемы пенсионной системы:
 - отсутствие накопительной пенсионной системы в СССР;
 - ошибки при попытке перехода к накопительной пенсионной системе;
 - низкая осведомленность населения о формировании пенсионных накоплений.
 - В. Общее неудовлетворительное состояние финансовых рынков:
 - низкое доверие к денежным властям;
 - низкая прозрачность на финансовых рынках;
 - высокая историческая волатильность доходностей на рынках капитала (повышенный риск для инвестиций, который принято избегать в случае пенсионных накоплений);
 - волатильность процентных ставок (скачки инфляции и доходностей в период мирового финансового кризиса, кризиса 2014-2015 гг., когда ключевая ставка была повышена до 17%);
 - память экономических агентов о дефолте 1998 года;
 - низкая финансовая грамотность населения.
4. Однако сегодня сложилась благоприятная экономическая конъюнктура:
 - политика таргетирования инфляции ЦБ эффективна — стабильно низкие уровни инфляции и соответствующий снижающийся уровень процентных ставок: экономические агенты получают возможность долгосрочного планирования, компании — реализации долгосрочных капиталоемких проектов [Гуров, 2014];
 - растущая эффективность рынков: публичные компании направляют много ресурсов на выстраивание отношений с инвесторами, факторы ESG (Environmental, Social, Governance). Ведущие инвестиционные банки увеличивают аналитическое покрытие российских публичных компаний, новые компании выходят на рынок публичного капитала и долга.
5. Экономика России заслуживает фундаментального подхода к структурированию пенсионной системы.
6. В рамках настоящего доклада у меня нет возможности покрыть несколько наиболее важных и остро стоящих тем:

- необходимость изменения подхода к формированию пенсионных накоплений. Неудача пенсионной реформы 2013 года обратима (накопительная часть пенсии была заморожена указом Президента РФ). Если направление 27% (6% из 22% отчислений) пенсионных отчислений на накопление — слишком высокая нагрузка для пенсионной системы (дальнейшим этапом исследования является тестирование этой гипотезы), долю необходимо уменьшить, и даже малая точная настройка приведет к позитивным экономическим результатам;

- участники пенсионных программ могут рассчитывать на существенно более высокий уровень жизни после выхода на пенсию в условиях функционирования накопительной системы [Feldstein, 1997];

- влияние пенсионных накоплений на долгосрочный рост экономики. В России на данный момент подавляющая часть сбережений населения находится на депозитах или в денежных средствах (76%): один из самых высоких показателей на развивающихся рынках [OECD, 2019]. Наличные деньги и депозиты в значительно меньшей степени положительно влияют на экономический рост [Liang, 2006];

7. В соответствии со спецификой моего направления образования, финансовой аналитики, я сфокусируюсь на стратегии формирования инвестиционных портфелей негосударственных пенсионных фондов. Это важная составляющая, без которой реформирование предшествующих уровней пенсионной системы не имеет экономического смысла.

8. На сегодняшний момент структура инвестиций совершенно неэффективна и требует изменения подхода к их формированию. Ниже приведены несколько тезисов:

- подавляющая часть средств НПФ находится в долговых инструментах независимо от риск-профиля держателя пенсионных накоплений;

- доля аффилированных вложений существенна и не регулируется, что приводит к получению более низких доходностей по сравнению с потенциальными;

- механизм управления пенсионными средствами малопрозрачен, и требует создания системы стимулов и регулирования, которая позволит максимизировать отдачу от вложений;

9. Существует несколько катализаторов для пересмотра стратегии инвестирования средств НПФ:

- российский рынок акций торгуется с мультипликатором P/E 7x (один из самых низких на развивающихся рынках) и дивидендной доходностью 8% (наивысшая на развивающихся рынках) [Goldman Sachs Global Investment Research]. Это означает, что в акциях есть существенный потенциал роста, несмотря на исключительную динамику акций в 2018-2019 гг. (+34%, лучший результат на развивающихся рынках), и аллоцировать средства в эти инструменты необходимо. На данный момент в них 6% пенсионных накоплений (лимит 40%) и 12% пенсионных резервов (лимит 70%) [ЦБ РФ];

- многие исследования подтверждают необходимость выбора портфеля в зависимости от возраста и риск-профиля участника пенсионной программы. Авторы указывают на важность учета эффекта налогов и социальных программ, и здесь потребуются дополнительный анализ для случая России [Bohn, 2005];

- возможность значительной диверсификации пенсионных накоплений в сторону альтернативных инвестиций. Например, рынок недвижимости, одна из классических целей инвестирования пенсионных фондов на многих развитых и развивающихся рынках, в России сейчас отличается внушительными доходностями и повышающейся прозрачностью (недавняя реформа, 214-ФЗ, привела к значительным сдвигам в состоянии равновесия рынка недвижимости со стороны предложения).

10. Вывод: пенсионной системе РФ необходимо фундаментальное реформирование на всех уровнях. Только в этих обстоятельствах возможно обеспечить долгосрочный экономи-

ческий рост. В рамках настоящего исследования представлены пути возможных реформ пенсионной системы в области выбора инвестиционных портфелей негосударственными пенсионными фондами.

Источники и литература

- 1) Гуров И.Н. Теоретические подходы к обоснованию возможности управления инфляционными ожиданиями в России на современном этапе // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2014. № 6. С. 35–51.
- 2) Московская Биржа: <https://www.moex.com/en/>
- 3) Организация экономического сотрудничества и развития: <https://www.oecd.org/>
- 4) Центральный Банк РФ: <https://www.cbr.ru/>
- 5) H. Bohn. The Sustainability of Fiscal Policy in the United States //CESifo// Working Paper Series 1446. CESifo Group Munich. 2005
- 6) M. Feldstein. Transition to a Fully Funded Pension System: Five Economic Issues //National Bureau of Economic Research// Working Paper 6149. 1997. August.
- 7) Goldman Sachs Global Investment Research: <https://www.goldmansachs.com/>
- 8) L. Kotlikoff. Estimating a Firm's Age-Productivity Profile Using the Present Value of Workers' Earnings //The Quarterly Journal of Economics// 1992. №107, p. 1215-1242
- 9) H. Liang, A. Reichert. The Relationship Between Economic Growth and Banking Sector Development //Banks and Bank Systems// Working Paper. 2006. № 1(2)
- 10) M. Sullivan. Understanding Pensions. Bristol, 2004