

ПУТИ ПРЕОДОЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ НАКОПИТЕЛЬНОЙ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ



**В журнале «ПФИИ»
№ 4 2005 г., в статье
«Инвестиционные
риски накопительной
пенсионной системы»
рассматривались
составные части
инвестиционного
риска.**

Автор попытался разделить это очень абстрактное понятие на конкретные причины (факторы), составляющие риск: изменение (ухудшение) экономической конъюнктуры, валютный риск, институциональный риск, риск избыточных финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы. В настоящей статье автор рассматривает пути пред-

Александр ЩЕРБАКОВ
Научный сотрудник, НИФИ Минфина России

отвращения, минимизации возможных последствий инвестиционных рисков.

Инвестиционные риски — неотъемлемая составляющая финансового рынка. Циклы пенсионного накопления, одни из самых продолжительных экономических циклов, занимают в своей основной массе 10–30 лет, иногда выходят за указанные временные рамки. За этот период в экономике происходят 2–3 серьезных среднестатистических финансово-экономических кризиса, когда пенсионные накопления подвергаются рискам обесценения.

**Особенности современного
развития российского фондового
рынка**

Таких особенностей несколько:

1. За последнее десятилетие в процессе глобализации мировой экономики активно формируются крупные международные финансовые рынки: валютный рынок, государственных долговых обязательств, фондовый рынок. Инвестиционные риски пенсионного накопле-

ния отдельной страны все более зависят от действия не только внутренних, но и внешних, глобальных, экономических процессов, происходящих в экономиках ведущих стран.

2. Российский финансовый рынок слаб, в структуре мирового рынка занимает относительно незначительное место экономической периферии. Деятельность российского финансового капитала (по масштабам, принимаемым решениям, степени воздействия на другие рынки) носит подчиненный характер. Под влиянием процессов экономической глобализации в сфере финансовых рынков и валютно-финансового регулирования российская накопительная пенсионная система принимает на себя значительно большие внешние инвестиционные риски, чем риски внутренние, **иначе — импортирует риски.**

3. Воздействие внутренних причин (кроме политических) на инвестиционные риски в настоящее время имеет довольно ограниченное значение. Сохраняется довольно слабая коррелируемая зависимость между ди-

Динамика коэффициента суммарной рождаемости в России



намикой внутренних макроэкономических показателей российской экономики, положением дел в «реальном» секторе и состоянием фондового рынка. Оценивать тенденции увеличения или снижения инвестиционного риска по статистическим отчетам развития российской экономики не совсем правильно.

Отсюда вытекает и сложность рассматриваемой проблемы.

Методы и приемы управления инвестиционными рисками

Следует отметить, что практический опыт инвесторов и научные исследования в настоящее время не привели к появлению целостной системной теории инвестиционных рисков.

Во-первых, в исследованиях инвестиционных рисков на современном этапе отсутствуют какие-либо четкие стандартизированные подходы к управлению инвестиционными рисками пенсионной системы. В практике риск-менеджмента предотвращение отрицательных последствий воздействий инвестиционных рисков, как правило, сводится к выбору оптимальных инвестиционных стратегий применительно к сложившейся ситуации. Инвестиционные стратегии достаточно известны и описаны в работах большого числа авторов.

Во-вторых, развитие терминологии «риск-менеджмента» также далеко от завершения. Финансовые риски в концепциях разных исследователей также свидетельствуют о различных подходах в трактовках риска. Под риском часто понимается **чистый риск** с негативными последствиями, порождаемый неопределенностью, проявленными агрессивными факторами (внешних и внутренних), вызывающих отклонения от предполагаемого сценария развития событий и в итоге от ожидаемо-

го результата (цели). Тогда как ожидаемый позитивный результат понимается как **шанс** — возможный потенциально положительный, благоприятный результат в условиях неопределенности, когда воздействие различных факторов не приводит к отклонениям от предполагаемого сценария, результат достигает (превосходит) поставленную цель. Однако все более в современной концепции инвестиционных рисков сторонники различных подходов выделяют не только риски, шансы, но и **риск-шансы**¹.

Если концепция риска характерна для достаточно широкой сферы экономических отношений, то концепция риск-шанса получает распространение в связи с современными тенденциями развития инвестиционной сферы и финансовых рынков, в частности в сфере банковского кредитования. Так, банковский риск-менеджмент выделяет:

- процентный риск-шанс, связанный с колебанием процентной маржи в условиях динамики параметров кредитного рынка;
- валютный риск-шанс основан на колебаниях курсов валют, по которым осуществляется привлечение и размещение кредитных ресурсов;

— риск-шанс фондового рынка базируется на колебаниях доходности или рыночных котировках ценных бумаг.

В ходе рассмотрения практики «управления» инвестиционными рисками накопительной пенсионной системы, на наш взгляд, концепция риск-шанс наиболее приемлема и актуальна для современной развивающейся теории инвестиционных рисков. Проиллюстрируем вышеизложенные теоретические положения на примерах управления рисками по ранее выделенным потенциальным факторам инвестиционного риска накопительной пенсионной системы (рис. 1).

Неопределенный сценарий развития событий на фондовом рынке побуждает инвесторов принимать решения исходя из различных вероятных событий. Рассмотрим некоторые аспекты регулирования инвестиционного портфеля под воздействием ранее выделенных факторов: изменения экономической конъюнктуры; изменения курса национальной валюты; при институциональных изменениях (разрыве между биржевой и реальной стоимостью объекта инвестирования); избыточности финансовых ресурсов пенсионных резервов (накоплений).

¹ Русанов Ю. Эволюция терминологии банковского риск-менеджмента//Банковское дело. 2004. № 2. С. 29.

Таблица 1

Примерный состав и структура инвестиционного портфеля пенсионного фонда в условиях изменения экономической конъюнктуры, в %

Объекты вложения средств*	Шанс улучшения экономической конъюнктуры	Риск ухудшения экономической конъюнктуры
Федеральные и субфедеральные ценные бумаги	≤20	≥30
Ценные бумаги предприятий обрабатывающего сектора, включая высокотехнологичные компании, в т.ч. бумаги второго эшелона, в т.ч.:	50 «покупать»	30 «продавать»
корпоративные облигации	20	≤10
Акции	50	≤30
Ценные бумаги компаний сырьевого и энергетического сектора, в т.ч.:	30	50
корпоративные облигации	20	≤10
Акции	50	≤30
Банковские вклады	≤10	≥15
Векселя и др.	10	15
Другие направления, в т.ч. паи ПИФ	15	10
Недвижимость	5	≥10

Изменение экономической конъюнктуры (под влиянием движения цен (удорожания) на энергоносители и сырьевые товары)

Обратим внимание на допустимый состав и структуру инвестиционного портфеля пенсионного фонда в периоды существенных изменений экономической конъюнктуры. Как правило, инвестиционные аналитики рекомендуют своим клиентам «покупать», «держат» или «продавать» актив в конкретной ситуации. В качестве примера следующая таблица обобщает мнения аналитиков, рекомендуемых учитывать целый ряд условий, влияющих на инвестиционное поведение инвесторов. За основу используется рекомендуемая ФСФР структура инвестиционного портфеля НПФ, изменения которой проводятся под влиянием наступления ожидаемого события.

Изменение экономической конъюнктуры, как правило, побуждает управляющие компа-

нии пенсионных фондов изменять тип и структуру инвестиционных портфелей, переходить от портфелей роста (консервативного или агрессивного роста) к использованию т.н. портфелей дохода, различаемых по целям инвестирования, типам финансовых активов и степени риска.

Шанс улучшения экономической конъюнктуры, как правило, сопровождается циклическим увеличением спроса на долгосрочные финансовые ресурсы со стороны банков и корпораций, возрастанием потребностей со стороны производства в прямых инвестициях, ростом новых высокотехнологичных отраслей хозяйства, повышенным спросом на сырье и энергоносители и соответствующими структурными предпочтениями инвесторов.

Риск ухудшения конъюнктуры сопровождается изменением (снижением) потребностей рынка в финансовых ресурсах со стороны частных заемщиков

(банков и корпораций), снижением индекса фондового рынка, ростом транзакционных издержек, увеличением расходов государства. Это сочетается со стремлением инвесторов переместить свои активы в инструменты, не подверженные риску обесцениться.

В целях снижения инвестиционных рисков и поддержания ликвидности размещенных активов управляющий своевременно стремится произвести изменения состава и структуры портфеля пенсионного фонда, применяя соответствующие стратегии инвестирования. В современных условиях значительна вероятность изменения экономической конъюнктуры под воздействием изменения цен (удорожания) на энергоносители, другие сырьевые товары и соответствует росту вложений в сырьевой сектор.

Ситуационные изменения в политике валютного регулирования

На размещение пенсионных резервов и инвестирование накоплений застрахованных лиц в различные инструменты финансового рынка оказывает влияние политика регулирования валютного курса национальной валюты. Продолжительное время существенные изменения валютного курса российской национальной валюты (ослабление по отношению к доллару США и евро) побуждали пенсионные фонды и управляющие компании изменять требования к составу и структуре инвестиционного портфеля:

- избавляться от низкодоходных активов, прежде всего с фиксированной доходностью;
- размещать средства в инструменты с большей, прежде всего с рыночной, доходностью;
- использовать инструменты, в меньшей степени зависящие от изменения валютного

Таблица 2

Примерный состав и структура инвестиционного портфеля пенсионного фонда в зависимости от изменения политики валютного регулирования, в %

Объекты вложения средств	Шанс использования устойчивого курса нац. валюты и допустимого его «укрепления»	Риск «ослабления» валютного курса нац. валюты
Федеральные и субфедеральные ценные бумаги	≥ 25	≤ 20
Корпоративные облигации	≤ 10	20
Акции	≤ 30	50
Банковские вклады	≥ 15	≤ 10
Векселя и др.	15	10
Другие направления, в т.ч. паи ПИФ	10	15
Недвижимость	10	15

* Использованы некоторые рекомендации аналитиков управляющих компаний

Таблица 3

Инвестиционные характеристики, свидетельствующие о степени институционального риска портфеля пенсионного фонда в продолжительном периоде инвестирования

Характеристики оценки степени инвестиционного риска	Шанс увеличения рыночных котировок фондового рынка	Риск снижения рыночных котировок фондового рынка
Изменения β коэффициентов	$\beta \leq 1$, или тенденция к снижению β коэффициентов свидетельствует о снижении степени институционального риска	$\beta > 1$, или тенденция к увеличению β коэффициентов свидетельствует об увеличении институционального риска
Соотношение S рын. и S бал.	S рын. > S бал. Свидетельствует о шансе потенциального роста акций (портфеля) в будущем	S рын. < S бал. Свидетельствует о потенциальном риске в будущем обесценивания активов
$\eta = S \text{ рын.} / S \text{ бал.}$	Шанс покупки акций, обладающих $\eta < 1$, когда акции на рынке недооценены, хотя и обеспечены активами	$\eta > 1$, характеризует высокий спрос на акции, не наблюдается нарастание инвестиционного риска
Мультипликатор P/E	Для инвесторов предпочтительно иметь более низкое соотношение цены к прибыли с позиции оценки степени инвестиционного риска	Более высокое соотношение цены/прибыли означает, что рыночная цена портфеля акций подвержена повышенному риску обесценивания. (Однако также отражает будущий рост объемов продаж и доходов)
Мультипликатор S/E	Для инвесторов предпочтительно более низкое числовое соотношение, открывающее шанс будущих доходов	Для инвесторов предпочтительно более высокое соотношение, означает исчерпанность будущего роста и риск недополучения доходов

курса (недвижимость и др. нефинансовые активы).

Укрепление национальной валюты побуждает инвесторов использовать более широкий круг финансовых инструментов, применение которых ранее было неэффективным.

На примере в таблице 2 обобщены некоторые рекомендации по структуре инвестиционного портфеля фонда при ситуационных изменениях валютного курса, однако мы не можем заранее учесть «глубину» предполагаемого кризиса. Отдельными аналитиками предлагается мультивалютное регулирование инвестиционного портфеля пенсионного фонда.

Принимая решение о целесообразности размещения пенсионных резервов в определенные финансовые инструменты, необходимо определить свойственный им риск, предполагаемую доходность и затем оценить достаточную компенсацию ожидаемого риска выбранного инвестиционного портфеля.

Приведенная таблица 2 характеризует лишь тенденцию, однако автор отвергает точку зрения, что структура инвестиционного портфеля пенсионного фонда может быть статичной или изменяться очень незначительно, находясь в ограниченном по классу активов и структуре узком «коридоре».

Институциональный риск

Несколько иной подход необходим для преодоления воздействия институционального риска-шанса. Исследование институционального риска отвечает на важный вопрос: как долго может сохраниться ситуация опережающего роста инвестиционной доходности фондового рынка по сравнению с ростом цен и тарифов на потребительском рынке?

На основе известных подходов и методов необходимо использовать показатели оценки стоимости компаний:

Вероятные тенденции к изменению условий инвестирования под влиянием избыточных финансовых ресурсов пенсионных фондов

По основному портфелю ценных бумаг НПФ	Шанс появления на финансовом рынке новых эмитентов высокого уровня надежности и ликвидности бумаг. Шанс появления новых инструментов финансового рынка.	Риск ухудшения деловой конъюнктуры на финансовом рынке (банкротства, снижения качества ценных бумаг новых эмитентов). Риск экспансии на рынок значительных финансовых ресурсов из-за рубежа (уход ведущих эмитентов на зарубежные рынки).
По инструментам повышенного риска	Шанс размещения ценных бумаг эмитентами «второго и третьего эшелонов» Шанс появления нового класса ценных бумаг, приемлемой степени надежности	Риск недостаточного предложения финансовых инструментов «высокого качества» на рынке: – увеличение рыночных котировок по инструментам с рыночной доходностью; – увеличение вложений в неэмиссионные инструменты финансового рынка; – венчурные вложения; – вложения в недвижимость и нефинансовые активы
По направлениям размещения активов пенсионных фондов в дополнительные направления инвестирования	Шанс развития разрешительного законодательства, допускающего применение новых инструментов финансового рынка	Риск нормативно-правовых ограничений на размещения пенсионных резервов и накоплений застрахованных лиц в новые направления инвестирования

R – стоимость чистых активов (реальная, балансовая стоимость);

L – ликвидационная стоимость;

Эф – эффективная стоимость активов;

P – потенциальная, максимально допустимая стоимость.

Анализ изменения динамики рыночной стоимости компании (портфеля акций), ее чистых активов, эффективной стоимости за продолжительное время наиболее достоверно позволяет подойти к оценке степени институционального риска.

Риск-шанс изменения (увеличения/снижения) стоимости акций компаний (портфелей) в длительной перспективе дает возможность анализировать качественные изменения степени институционального риска.

Характеристиками изменения институционального риска пенсионных накоплений в продолжительном периоде времени целесообразно использовать значение показателей, отражающих балансовую и рыночную стоимость активов и их привле-

кательность для размещения финансовых ресурсов инвесторов:

E баз. – базовая прибыль на одну обыкновенную акцию;

P / E – соотношение рыночной цены акций к прибыли на одну акцию представляет интерес не только для текущего анализа, но также и для долгосрочного инвестирования.

Анализируя вероятность нарастания инвестиционного риска, важно исследовать динамику соотношения S рын. к показателю базовой прибыли на одну акцию E баз.

S бал. – балансовая стоимость акций;

S рын. – рыночная стоимость акций;

η – степень обеспеченности активами;

D тек. – дивидендная доходность (норма дивидендной доходности);

Θ – использование прибыли на дивидендные выплаты;

SL – ликвидационная стоимость активов.

В практике инвестирования рассматривают отраслевые β

коэффициенты, которые служат мерой риска для инвестиций в компанию. Однако мы также можем рассматривать не конкретные компании и отрасли хозяйства, а временные изменения β коэффициентов в процессе инвестирования за длительный период пенсионного накопления.

Если коэффициент $\beta > 1$ и увеличивается, это свидетельствует о повышенном инвестиционном, институциональном риске.

Если изменения β коэффициентов (в течение длительного времени сохраняет тенденцию $\beta < 1$) меньше среднего сложившегося на рынке или имеют близкие значения, это свидетельствует о низком инвестиционном риске.

В таблице 3 приведены некоторые аналитические показатели, при помощи которых возможно отслеживать изменения инвестиционного риска на основе метода риск-шанс в продолжительной перспективе. Особенностью исследования инвестиционных рисков пенсионных резервов, размещенных на рын-

ке, является рассмотрение долговременной динамики рассмотренных здесь показателей.

Изменения β коэффициентов, исчисленных с учетом изменений котировок фондового рынка, свидетельствуют о шансах инвесторов получить доход и рисках – иметь потери по своим ценным бумагам. Отраслевые β коэффициенты меньше 1 или имеющие близкие значения свидетельствуют о низком риске, открывают шанс увеличения рыночной доходности инвесторов, возможным выплатам по инструментам с фиксированной доходностью при допустимом уровне риска.

Одновременно, если отраслевые β коэффициенты больше 1, то вероятен риск снижения котировок фондового рынка в будущем. Как правило, в перспективе формируется тенденция к низким процентным выплатам по инструментам с фиксированной доходностью, риску отказа эмитентами выплачивать дивиденды.

Риск избыточности предложения инвестиционных ресурсов накопительной пенсионной системы

Избыток финансовых ресурсов на зарубежных рынках проявляется, главным образом, со стороны иностранных компаний и банков, приобретающих российские активы. Частные российские пенсионные фонды не обладают значительными средствами, тем не менее испытывают некоторый недостаток качественных финансовых инструментов для размещения своих активов. Государственная управляющая компания Пенсионного фонда России («Внешэкономбанк») также столкнулась с нехваткой инструментов инвестирования². При этом темпы роста средств пенсионных накоплений значительно выше планируемых темпов роста государственного дол-

га Российской Федерации, как следует из того же источника.

Избыток финансовых ресурсов на рынке побуждает управляющие компании пенсионных фондов снижать консервативную составляющую в портфеле фонда при размещении активов, дополнительно использовать инструменты и объекты вложения с требуемой рыночной доходностью, но и высоким инвестиционным риском.

Одновременно избыток финансовых ресурсов пенсионных фондов ставит новую задачу – искать иные направления размещения своих активов, включая нефинансовые вложения.

Складывается довольно противоречивая ситуация, сочетающая в себе как позитивные моменты развития фондового рынка – шансы удачного размещения пенсионных активов, так и отрицательные – риски инвестиционных потерь, убытков и упущенных выгод. В таблице 4 приведены некоторые вероятные изменения на фондовом рынке под влиянием притока новых финансовых ресурсов.

«Накопление» инвестиционного риска

Обратим внимание на давно замеченный циклический харак-

тер проявления инвестиционных рисков. Важно выяснить, как складывается ситуация «накопления» инвестиционного риска, что предшествует возникновению кризиса на фондовом рынке, падению котировок и обесцениванию пенсионных накоплений. Наиболее убедительно это демонстрирует ретроспективный анализ фондового рынка США в период двух последних десятилетий, условно разделенный на этапы.

Первый этап. В период 80–90 гг. XX века в США (как и в других странах) наблюдается достаточно высокий и устойчивый рост масштабов пенсионного накопления, в т.ч. по отношению к ВВП. Стабильный период синхронного роста экономики (ВВП) и фондового рынка 1980–1994 гг. сменился опережающим ростом фондовых индексов в 1994–1999 гг. Финансовые ресурсы институциональных инвесторов, включая пенсионные фонды, превысили предложения эмитентов фондового рынка на ценные бумаги высокой степени надежности. Данный этап характеризовался периодом накопления инвестиционного риска, вызванного ростом избыточных финансовых ресурсов, включая пенсионные.

Рисунок 2

Цикличность инвестиционных рисков



² Попов А. Диверсификация инструментов инвестирования средств «молчунов» ... // Пенсионные фонды и инвестиции, 2005. № 6. С. 63.

Второй этап. По времени нельзя выделить из предшествующего. Увеличение предложения финансовых ресурсов способствовало росту котировок т.н. «голубых фишек» и ценных бумаг «второго эшелона». Очевидно, что опережение темпов роста фондового рынка не может быть бесконечно долгим. Опыт фондового рынка США 1990–2000 гг. это подтверждает. Стабильный период синхронного роста экономики (ВВП) и фондового рынка закончился в 2000.

По оценкам экспертов, использовавших модель CAPM, где степень риска характеризуется коэффициентом β — наклоном кривой к горизонтальной оси, если на первом линейном периоде (1980–1996) он составлял 1,17, то на последующем линейном периоде фондовый рынок отрывается от темпов роста реальной экономики и составляет 4,83³. Данный период можно охарактеризовать как период нарастания институционального риска.

Третий этап. В 2000 году наблюдается ухудшение экономической конъюнктуры в США и других ведущих экономиках мира, происходит резкое падение котировок акций в секторе высокотехнологичных и других компаний, имеет место значительное сокращение рыночной капитализации и доходности фондового рынка в целом, а также связанным с этим снижением доходности в других секторах финансового рынка. Это свидетельствует о том, что риск ухудшения экономической конъюнктуры реализовался. Коэффициент β на периоде падения фондового рынка 2000 г. снизился до 0,3 — риск реализован.

Четвертый этап. Правительством США и Федеральной резервной системой предпринимаются меры по преодолению кризиса, в т.ч. за счет валютного регулирования — снижением курса доллара США по отношению к другим валютам. На данном этапе реализовался также валютный риск пенсионного накопления, наблюдалось значительное снижение покупательной способности пенсионных резервов и накоплений застрахованных лиц, выразившееся в росте цен на потребительские товары и услуги при относительно низкой динамике роста фондовых индексов.

Как правило, все рассматриваемые факторы инвестиционного риска накапливаются продолжительное время, но реализуются практически одновременно. При анализе причин возникновения инвестиционных рисков просматривается логическая связь между ними. Взаимозависимость инвестиционных рисков объясняется цикличностью экономического развития и особенностью современных путей преодоления кризисных ситуаций в экономике (рис. 2).

Новый цикл экономического развития в США (2001–2005) характеризуется значительным ростом фондовых индексов (D&D). К началу 2006 г. индекс D&D вновь приблизился к историческому максимуму 2000 г. В последние годы наблюдался рост β -коэффициентов отраслей и ведущих компаний США, что свидетельствует о нарастании институционального риска инвестиций пенсионных фондов. Наблюдается рост долговых обязательств правительства США по государственным ценным бумагам перед пенсионными фон-

дами. Экспертами прогнозируется падение валютного курса доллара США по отношению к другим валютам — нарастает валютный риск⁴.

Современный российский фондовый рынок в целом повторяет опыт США⁵. В период 2000–2005 гг. начался существенный отрыв темпов роста индексов фондового рынка от темпов роста валового внутреннего продукта, объясняемый как послекризисное восстановление и преодоление «недооцененности» фондового рынка. Если в 2001 г. рассматриваемый показатель, характеризующий коэффициентом β , составлял 4,88, то в 2002 г. — 9,49 и в 2003–2005 гг. наблюдался аналогичный рост рынка акций. На рынке корпоративных заимствований (рынок облигаций) наблюдается рост темпов заимствований. Рассматриваемый коэффициент β составлял 2,42 в 2002 г. и более высокий уровень в 2003–2004 гг., что соответствует началу кризисной ситуации в США (2,77)⁶. Таким образом, наблюдается возрастание институционального риска (российского корпоративного фондового рынка) как по вложениям активов пенсионных фондов с рыночной доходностью, так и по вложениям с установленной доходностью.

Важнейший индикатор, позволяющий заметить воздействие институциональных инвестиционных рисков на фондовый рынок, — β -коэффициент. Следует обратить внимание на изменения β -коэффициентов по отраслям хозяйства и отдельным эмитентам. Так, в предкризисный период в США наблюдались их значительные изменения.

³ Рынок ценных бумаг. 2003. № 8. С. 56.

⁴ Митяев О. Дефолт по-американски // Известия от 10.01.2006 г., с.1.

⁵ Примечание: Отличие — нет продолжительного периода формирования избыточных инвестиционных капиталов (в нашем случае пенсионных накоплений), этот период восполнен размещением российских ценных бумаг на международных финансовых рынках.

⁶ Там же. С. 56.