**Мировые тенденции инвестирования пенсионных средств в условиях вызовов внешней среды**

****

*Хмелёв Антон Александрович,*

*Аналитик Аналитического отдела*

*Департамента организации и процесса инвестирования*

*НПФ Благосостояние*

Сегодня пенсионные фонды сталкиваются с тремя базовыми вызовами внешней среды: снижением процентных ставок, ростом продолжительности жизни населения стран ОЭСР и программами количественного смягчения крупнейших центральных банков мира. Найдут ли пенсионные фонды выход из сложившейся ситуации? Анализ исторических данных и докладов ведущих пенсионных консультантов показал, что в среднесрочной перспективе фонды прибегнут к страхованию рисков процентной ставки, инфляции и продолжительности жизни. В долгосрочной же перспективе фонды будут совершенствовать инвестиционную экспертизу и систему риск-менеджмента, что позволит оперативно и комплексно реагировать на вызовы внешней среды.

Специфика инвестирования пенсионных средств определяется долгосрочным характером деятельности пенсионных фондов и, соответственно, необходимостью учета догосрочных глобальных рыночных трендов. На современном этапе пенсионные фонды функционируют в условиях действия следующих основных трендов, или вызовов внешней среды.

Первый вызов – историческое снижение процентных ставок на пространстве ОЭСР, которое продолжается уже не одно десятилетие. Как следствие, реальная доходность инвестирования пенсионных средств имеет устойчивую тенденцию к снижению не только в ЕС, но и в США (см. Рис.1 и Рис.2).

Рис. 1. Тренд реальной доходности ПФ Нидерландов за 1986-2013[[1]](#footnote-1) гг.

Рис. 2. Тренд реальной доходности ПФ США (DB) за 1986-2014[[2]](#footnote-2) гг.

Фундаментальная причина снижения процентных ставок кроется в несбалансированном использовании свободного капитала: в условиях высокой привлекательности спекулятивных финансовых операций капитал аккумулируется на фондовых рынках, что приводит к необусловленному фундаментальными факторами увеличению стоимости активов (акций, гос.облигаций, корпоративных бондов и альтернативных активов), что ведет к дальнейшему понижению ставок.

Второй вызов – рост продолжительности жизни в странах ОЭСР, который также длится несколько десятилетий и прогнозируется, как минимум, до первой трети XXI века включительно.

Рис. 3. Отношение работающих граждан к пенсионерам в странах ОЭСР[[3]](#footnote-3)

Оба отмеченных тренда оказывают негативное влияние на фондирование[[4]](#footnote-4) пенсионных схем.

Рис. 4. Фондирование 100 крупнейших DB-схем США[[5]](#footnote-5)

Падение рыночных ставок напрямую влияет на ставки дисконтирования, по которым фонды рассчитывают обязательства. В странах ОЭСР ставка дисконта складывается из ожидаемой доходности рыночных активов[[6]](#footnote-6) и становится частью программ фондов по пенсионному обеспечению. Поскольку фактическая доходность активов оказывается ниже ожидаемой, возникает разрыв в доходах от инвестирования пенсионных средств, что оказывает понижающее давление на коэффициент фондирования, т.к. активы прирастают медленнее обязательств.

В свою очередь, рост продолжительности жизни приводит к росту обязательств. В результате растет дефицит пенсионных схем.

Рис. 5. Активы и обязательства 100 крупнейших DB-схем США[[7]](#footnote-7)

Так, агрегированный уровень фондирования корпоративных схем в США на конец 2014 года составил 77,8%, сократившись за год на 12%; фондирование 350 крупнейших британских корпоративных схем за тот же период упало на 6% до уровня 85%, а дефицит британских схем в январе 2015 года составил £133 млрд. ($204,2 млрд.).

Третий вызов – политика количественного смягчения в США и Европе (далее – QE). По оценкам экспертов, благодаря программе QE фондирование европейских DB-схем может упасть более, чем на 15%, т.к. обязательства могут вырасти на 18%.

Данные оценки выглядят реалистично в свете парадоксального эффекта от QE: с момента запуска программы в Европе, инвесторы бросились скупать правительственные бонды в надежде перепродать их подороже Европейскому Центральному Банку. Ажиотажный спрос на госбонды еще более усилил снижение процентных ставок, и первые итоги QE для европейских пенсионных фондов были подведены уже в конце 1-го кв. 2015 года: в марте фондирование голландских фондов сократилось в среднем на 2% (до 104%, что ниже законодательно требуемого уровня в 105%); их обязательства благодаря падению ставок выросли на 7,1%. При сложившемся уровне процентных ставок голландские фонды больше не смогут гарантировать доходность на уровне инфляции. К маю 2015 года стоимость пенсионного обеспечения для голландских фондов выросла на 10% или в среднем на 1% от зарплаты участника.

Отвечать на указанные вызовы пенсионным фондам придется посредством увеличения взносов, снижения выплат и увеличения риска невыполнения обязательств перед участниками. Кроме того, для увеличения доходности активов пенсионные фонды начинают шире диверсифицировать инвестиционный портфель, наращивая долю акций, высокодоходных облигаций и альтернативных инструментов (в частности, активов инфраструктуры, прямых инвестиций и недвижимости). Эксперты PricewaterhouseCoopers (PwC) прогнозируют рост альтернативных инвестиций с $7,9 трлн. в 2013 году до $13,6 трлн. в 2020 году.

Рис. 6. Динамика активов ПФ ЕС в 2013-2014[[8]](#footnote-8) гг.

Рис. 7. Активы ПФ ЕС в 4Q 2014, € млрд[[9]](#footnote-9).

Рис. 8. Альтернативные активы, в $ трлн[[10]](#footnote-10).

Таким образом, количественное смягчение, во-первых, стимулирует дальнейшее снижение процентных ставок; во-вторых, подталкивает фонды вкладываться в более доходные, а значит, и более рисковые активы, чтобы выполнить свои обязательства перед участниками; в-третьих, может привести к появлению пузырей на фондовом рынке и рынке альтернативных инвестиций (в т.ч. из-за наплыва дешевого капитала из суверенных азиатских фондов), что вызовет катастрофические последствия для пенсионных фондов в случае масштабного ухудшения рыночной конъюнктуры.

В сложившейся ситуации пенсионные фонды могут сделать не так уж и много, чтобы не поставить под удар выполнение обязательств перед своими участниками в среднесрочной перспективе[[11]](#footnote-11):

1. *Хеджирование рисков процентной ставки и инфляции:* решение ряда фондов воспользоваться данным инструментарием выглядит благоразумным: так, хеджирование британскими фондами риска процентных ставок выросло на 26% (до €31,6 млрд.), а хеджирование риска инфляции теми же фондами выросло на 2% (до €23,7 млрд.). В обозримом будущем ожидается дальнейший рост страхования по данным видам риска;
2. *Хеджирование риска продолжительности жизни:* риск роста обязательств фондов в следствие роста продолжительности жизни хеджируется посредством свопов продолжительности жизни[[12]](#footnote-12) (longevity swaps). С 2009 года рынок таких свопов в Великобритании вырос более, чем на £50 млрд. Недавний опрос британских пенсионных фондов показал, что в ближайшие 5 лет половина из них собирается прибегнуть к инструментам страхования, в т.ч. посредством longevity swaps;
3. *Покупка аннуитета у страховой компании* посредством фактической передачи контроля над пенсионными обязательствами третьей стороне является, пожалуй, последним способом спасения пенсионных средств участников, т.к. подразумевает фактическую ликвидацию фонда.

Таким образом, изменение внешних условий функционирования вынуждает пенсионные фонды диверсифицировать инвестиционный портфель и принимать более высокие риски, для хеджирования которых используются сложные производные инструменты. В результате инвестиционная экспертиза пенсионных фондов становится более профессиональной, что должно положительно сказаться на доходности пенсионных портфелей. Кроме того, инвестируя в альтернативные инструменты, пенсионные фонды, в отличае от финансовых спекулянтов, формируют и поддерживают устойчивый спрос на активы (не только финансовые, но и реальные), что в перспективе может оказать стимулирующее воздействие на экономический рост.

В связи с тем, что расширение масштабов деятельности пенсионных фондов связано с повышением уровня риска, существенное внимание как регуляторов, так и участников рынка уделяется вопросам совершенствования систем риск-менеджмента. В качестве лучшей мировой практики рассматривается риск-ориентированное управление активами, которое позволяет оперативно и комплексно реагировать на разнообразные вызовы внешней среды.

1. График построен по данным из доклада ОЭСР и статистической базы ЦБ Нидерландов [6;7]. [↑](#footnote-ref-1)
2. График построен по данным из докладов Департамента труда США [3;4]. Тренд построен для пенсионных схем defined benefit (DB) – данные схемы предполагают заранее определенную сумму выплат (как правило, в зависимости от заработка и стажа работника) и, в случае недостатка финансирования, обязывают учредителя схемы финансировать ее дефицит. Тренд построен с учетом оценки реальной доходности ПФ США в 2013-2014 гг. (оранжевый пунктир на графике) и без учета оценки является более крутым. [↑](#footnote-ref-2)
3. График построен по данным из доклада ОЭСР [5]. [↑](#footnote-ref-3)
4. Отношение пенсионных активов (ПА) к пенсионным обязательствам (ПО). [↑](#footnote-ref-4)
5. График построен по данным из доклада консалтинговой компании Milliman [2]. [↑](#footnote-ref-5)
6. В ЕС ставка дисконта формируется также в зависимости от ожидаемого уровня инфляции в 2%. [↑](#footnote-ref-6)
7. График построен по данным из доклада консалтинговой компании Milliman [2]. [↑](#footnote-ref-7)
8. График построен по данным статистической базы ЕЦБ [8], которая учитывает только накопительные пенсионные схемы: обязательные и добровольные. «Акции» включают внебиржевые акции компаний; «Нефинансовые активы» включают недвижимость и землю; «Цен.бум. кроме акций» включают государственный и корпоративный долги; «Займы» включают ссуды нефинансовым корпорациям и прочим юрлицам. [↑](#footnote-ref-8)
9. График построен по данным статистической базы ЕЦБ [8]. [↑](#footnote-ref-9)
10. График построен по данным из доклада PwC [1]. [↑](#footnote-ref-10)
11. Меры по увеличению взносов, снижению выплат или принудительному расширению участия работников в пенсионных схемах здесь не рассматриваются. [↑](#footnote-ref-11)
12. Инструмент предполагает уплату фондом премий страховой компании за то, что страховая компания соглашается взять на себя обязательства фонда по пенсионному обеспечению участника в случае, если фактическая продолжительность жизни участника окажется выше актуарной оценки продолжительности его жизни. [↑](#footnote-ref-12)