

8.8. ОПТИМАЛЬНАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ НА ПЕНСИОННОМ РЫНКЕ¹

Федорова Е.А., д.э.н., профессор кафедры
финансового менеджмента;
Лукаевич И.Я., д.э.н., профессор кафедры
финансового менеджмента

Финансовый университет при Правительстве РФ

В статье рассматривается стратегия динамического хеджирования для оптимизации инвестиционной стратегии. Основная идея стратегии заключается в создании эффективной и менее рискованной альтернативы производным инструментам и структурным продуктам (продукты, основанные на принципе «депозит плюс опцион» или «депозит плюс фьючерс»). На конкретном примере доказано преимущество стратегии «динамическое хеджирование».

Эффективное взаимодействие участников рынка негосударственного пенсионного обеспечения – управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов – залог успешного и динамичного развития не только данной области, но и пенсионной системы Российской Федерации в целом. Обеспечение достойного уровня жизни населения страны по мере достижения пенсионного возраста является одной из приоритетных задач как государства, так и непосредственных участников финансового рынка РФ.

Тема, связанная с разработкой оптимальной инвестиционной стратегии, рассматривалась в работах [3, 4, 6], однако тема, связанная с разработкой стратегии на рынке пенсионных накоплений на негосударственные пенсионные фонды (НПФ), является не конца изученной. НПФ представляют собой некоммерческие финансовые организации, которые осуществляют деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению, деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию и деятельность в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию. По данным Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР РФ), в настоящее время в РФ зарегистрированы и осуществляют деятельность по обязательному пенсионному страхованию в качестве страховщика 138 НПФ (по состоянию на 30 сентября 2012 г.). Общий объем средств действующих в РФ НПФ составляет:

- пенсионных резервов – 746,6 млрд. руб.;
- пенсионных накоплений – 605,2 млрд. руб.

Согласно действующему законодательству, НПФ нуждается в квалифицированном посреднике для инвестирования пенсионных активов в лице управляющей компании.

Рассмотрим основные показатели, характеризующие деятельность НПФ за период с 2009 по 30 сентября 2012 г.

Анализируя данные, представленные в табл. 1, становится очевидно, что размеры привлеченных в пенсионную систему пенсионных ресурсов растут опережающими темпами.

Рассмотрим каждый показатель в отдельности. Число НПФ, представивших отчетность: сокращение числа

¹ Работа выполнена в рамках прикладной научно-исследовательской работы по Государственному заданию Правительства РФ на 2013 г.

НПФ со 165 в 2009 г. до 138 в 2012 г. обусловлено законодательными предписаниями ФСФР РФ о достаточности их собственного уставного капитала – не менее 100 млн. руб. (с 1 июля 2012 г.). Аналогичные предписания с постоянным увеличением данного показателя создавались на протяжении всего периода существования НПФ с целью отсеивания мелких и ненадежных фондов и становления более крупных НПФ. Вследствие этого некоторое количество НПФ объединялось и становилось одним крупным и высоконадежным фондом, прочие подлежали закрытию и завершали свою деятельность. Размер пенсионных резервов НПФ, млрд. руб.: объем средств пенсионных резервов НПФ непрерывно растет с каждым годом. В 2009 г. объем пенсионных резервов составлял 564,4 млрд. руб. В 2012 г. эта цифра возросла и составила 746,6 млрд. руб.

Таблица 1

ХАРАКТЕРИСТИКА ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ РФ ЗА ПЕРИОД С 2009 ПО 30 СЕНТЯБРЯ 2012 г. [1]

Показатель	Год			
	2009	2010	2011	30.09.12
Число НПФ, представивших отчетность	165	149	146	138
Размер пенсионных резервов НПФ, млрд. руб.	564,4	643,3	700,3	746,6
Размер средств пенсионных накоплений НПФ, млрд. руб.	77,2	155,4	393,8	605,2
Количество застрахованных лиц по ОПС, млн. чел.	5,7	7,8	11,9	15,8

Размер средств пенсионных накоплений НПФ, млрд. руб.: ежегодный объем пенсионных накоплений возрос в 1,8 раза. Таким образом, на последнюю отчетную дату объем средств пенсионных накоплений составил 605,2 млрд. руб. Количество застрахованных лиц по ОПС, млн. чел.: за рассмотренный период данный показатель возрос в 2,8 раза и составил 15,8 млн. чел. (по состоянию на 30 сентября 2012 г.).

Вышеуказанные тенденции увеличения объема активов и количества участников пенсионной системы свидетельствуют о растущей и набирающей обороты популярности пенсионной системы РФ. В этой связи повышается уровень социальной ответственности пенсионной системы РФ: ввиду цикличности экономических кризисов – практически каждые три года (кризис 2008 г., текущая кризисная ситуация в странах Евразии), – оказывающих непосредственное влияние на российскую экономику, возникает острая необходимость разработки механизмов и стратегий управления пенсионными активами, обеспечивающих сохранность средств пенсионных накоплений граждан, а также их гарантированную возвратность при инвестировании на фондовом рынке посредством НПФ и управляющих компаний.

По состоянию на 30 сентября 2012 г. активы пенсионных накоплений 138 НПФ РФ составили почти 605,2 млрд. руб. Однако более 86% этих активов приходится на ТОП-20 крупнейших НПФ.

Наибольшая доля всех пенсионных активов НПФ приходится менее чем на четверть рынка и составляет 524,7 млрд. руб. из 605,2 млрд. руб. совокупного объема рынка. Это означает, что концентрация активов приходится на очень ограниченный перечень негосударственных пенсионных фондов (20 наименований), которые являются основой всего пенсионного рынка.

Таблица 2

КРУПНЕЙШИЕ НПФ РФ ПО ОБЪЕМУ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НА 30 СЕНТЯБРЯ 2012 г.

№	Наименование НПФ	Пенсионные накопления, тыс. руб.	Доля на рынке, %
1	НПФ ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ	83 575 367.00	13,81
2	НПФ БЛАГОСОСТОЯНИЕ	75 030 006.00	12,40
3	НПФ Сбербанка	37 649 623.00	6,22
4	НПФ Норильский никель	37 616 675.00	6,22
5	НПФ ГАЗФОНД	36 974 092.00	6,11
6	НПФ электроэнергетики	35 155 553.00	5,81
7	НПФ Промагрофонд	30 554 255.00	5,05
8	НПФ ВТБ Пенсионный фонд	30 260 143.00	5,00
9	КИТ Финанс НПФ	27 653 777.00	4,57
10	НПФ РГС	23 018 111.00	3,80
11	НПФ СтальФонд	19 426 646.00	3,21
12	Большой ПФ	17 846 502.00	2,95
13	НПФ Ренессанс Жизнь и Пенсии	17 051 896.00	2,82
14	Национальный НПФ	9 280 525.32	1,53
15	НПФ Социум	9 014 555.00	1,49
16	Ханты-Мансийский НПФ	7 976 556.00	1,32
17	НПФ РЕГИОНФОНД	7 625 400.00	1,26
18	НПФ Райффайзен	7 452 187.00	1,23
19	НПФ Первый национальный ПФ	5 841 201.00	0,97
20	НПФ Социальное развитие	5 696 617.00	0,94
Итого		524 699 687.32	86,71

При управлении пенсионными стратегиями существует несколько классических стратегий. Консервативная стратегия подразумевает размещение активов исключительно в инструменты фондового рынка, имеющие минимальный риск и приносящие стабильный доход:

- облигации федерального займа (государственные облигации);
- корпоративные облигации (облигации крупных частных компаний);
- депозиты в банках ТОП-5 ведущих рейтинговых агентств.

Особенностью данной стратегии является высокая вероятность получения стабильного дохода, однако она проигрывает остальным стратегиям с точки зрения участия в росте рынка – облигации, как правило, гораздо медленнее поднимаются в цене на растущем рынке, чем более рискованные активы, например акции. Таким образом, данная стратегия подходит исключительно консервативным клиентам, главной целью которых является сохранение средств, переданных в управление, а также достижение доходности, превышающей уровень инфляции.

Сбалансированная стратегия подразумевает размещение активов в более широкую линейку инструментов фондового рынка:

- облигации федерального займа (государственные облигации);
- корпоративные облигации;
- акции (акции крупных частных компаний);
- депозиты в банках ТОП-5 ведущих рейтинговых агентств.

Особенностью данной стратегии является сбалансированный подход к соотношению риска и доходности: в зависимости от риск-профиля клиента определяется максимальная доля активов, которую можно размещать в более рискованные инструменты (акции), а остальную часть активов – в консервативные. Данная стратегия компенсирует недостатки консервативной стратегии в области участия в росте фондового рынка, так как она имеет опцию вложения в акции. Как правило, акции более активно реагируют на рыночные тренды – как роста, так и падения. В этом одновременно и сильная, и слабая стороны стратегии. В случае роста фондового рынка доля акций позволяет получить более высокий доход по сравнению с облигациями, од-

нако в случае падения фондового рынка акции также будут снижаться в стоимости, что приведет к существенному сокращению доходности.

Агрессивная стратегия подразумевает вложения в высокорисковые активы, имеющие высокий потенциал роста при положительном тренде фондового рынка. Наименование данной стратегии говорит само за себя – стратегия рассчитана на клиентов, которые готовы к принятию высокой степени риска просадки портфеля в краткосрочной перспективе, однако агрессивная стратегия очень эффективна на больших временных промежутках (если не рассматривать частные спекулятивные операции).

Вложения в акции эффективны, в случае если клиент готов ждать результатов на промежутке от 1,5 лет: как показывает практика в течение года фондовый рынок достаточно часто бывает нестабилен – рост сменяется падением и наоборот. Однако на промежутке от 1,5 лет аналитики и управляющие имеют реальную возможность прогнозировать поведение рынка, по сравнению с прогнозами на более коротком промежутке времени.

Таким образом, рассмотрев специфику классических стратегий управления пенсионными активами, можно сделать следующие выводы:

- стратегии имеют свою уникальную узкую направленность;
- стратегии не предполагают быстрого реагирования и адаптации к изменениям на фондовом рынке (отсутствии гибкости);
- стратегии не предполагают активное моделирование и изменение структуры портфеля в зависимости от пожеланий клиента.

Мы предлагаем использовать стратегию динамического хеджирования для оптимизации инвестиционной стратегии. Первоначально аналоги данной стратегии появились еще в 1990-е гг. в работах Даффи и Ричардсона, Мельникова и Нечаева, Феллмера и Лейкерта. Однако в работах данных ученых освещались вопросы, связанные с торговлей на срочном рынке (покупка и продажа фьючерсов, опционов и прочих производных инструментов).

Основная идея нашей стратегии заключается в создании эффективной и менее рискованной альтернативы производным инструментам и структурным продуктам (продукты, основанные на принципе «депозит плюс опцион» или «депозит плюс фьючерс»). В соответствии с действующим законодательством РФ в области управления и размещения активов негосударственных пенсионных фондов [1, 2] инвестирование средств пенсионных накоплений, а также средств пенсионных резервов не осуществляется в производные инструменты ввиду высокой степени риска данных вложений.

Динамическое хеджирование – это специализированная стратегия, которая является своего рода аналогом стратегии вложения средств в производные инструменты, но отличительными чертами данной стратегии должны быть два основных приоритета:

1. сохранение переданных в управление активов;
2. активное участие в росте рынка при минимизации рисков.

Одной из исключительных особенностей стратегии динамического хеджирования является возможность индивидуальной настройки данной стратегии под нужды и взгляды каждого клиента.

Алгоритм стратегии динамического хеджирования представляет собой расчет по следующей формуле (1):

$$(30\% / vol.) * (NAV - (bond\ floor / (1 + r)^T)), \quad (1)$$

где

vol. – годовая историческая волатильность;

NAV – объем портфеля;

bond floor – гарантированная часть портфеля;

r – процентная ставка безрискового актива;

T – период;

$(100\% - (bond\ floor / (1 + r)^T))$ – «запас прочности».

Благодаря этой стратегии формируется инвестиционный портфель, который состоит из следующих компонентов:

- защитной части (облигации, депозиты): обеспечивается защита и возвратность капитала от негативных трендов на фондовом рынке;
- рискованной части (акции): обеспечивается участие в росте фондового рынка и получение более высокой потенциальной доходности по сравнению с вложением в облигации.

На данном этапе утверждаются самые главные параметры стратегии – доли активов, в которые будут осуществляться вложения пенсионных средств.

Сравнивая стратегию динамического хеджирования с ее аналогами – структурными нотами («депозит плюс опцион»; «депозит плюс фьючерс»), можно отметить ее особенную гибкость: основной недостаток структурных продуктов заключается в том, что защитная часть жестко зафиксирована, и портфельный управляющий имеет возможность принять участие в росте рынка очень ограниченной частью портфеля, в то время как стратегия динамического хеджирования предусматривает возможность корректировать размер своих вложений на протяжении всего периода управления инвестиционным портфелем.

Например, при положительном тренде фондового рынка (рост) клиент может дать поручение портфельному управляющему (или же портфельный управляющий дает рекомендации клиенту, после чего клиент дает официальное поручение) об увеличении доли акций в портфеле в рамках, закрепленных в инвестиционной декларации. Также и в случае негативного тренда на фондовом рынке в рамках портфеля со стратегией динамического хеджирования у клиента есть

возможность быстро и без потерь ликвидировать позицию в акциях, т.е. реализовать акции на фондовом рынке при первых признаках снижения индексов фондового рынка.

Рассмотрим преимущество применения данной стратегии на модельном примере. Первоначальные условия размещения средств пенсионных активов в доверительное управление в рамках стратегии динамического хеджирования со следующими параметрами:

- желаемый срок размещения активов – 3 года;
- базовый актив с минимальным риском: облигации и депозиты – совокупная доля не менее 90% инвестиционного портфеля;
- степень защиты капитала: акции – совокупная доля не более 10% инвестиционного портфеля.

Модельный инвестиционный портфель негосударственного пенсионного фонда со стратегией динамического хеджирования будет выглядеть следующим образом (рис. 1).

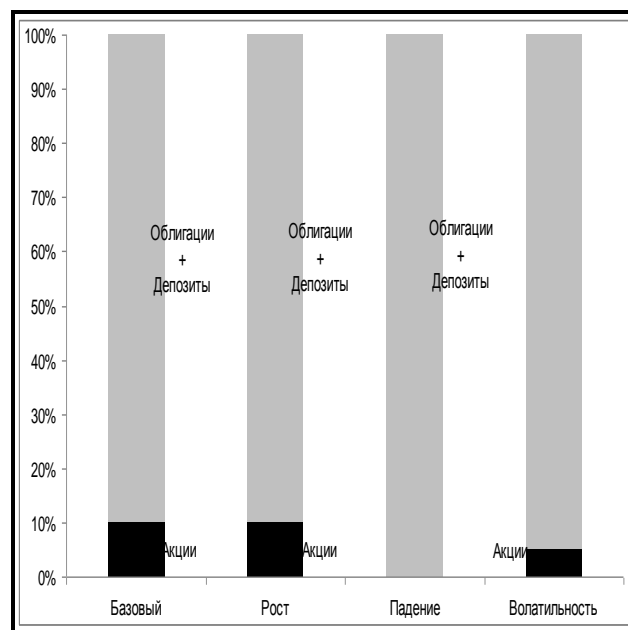


Рис. 1. Модельный инвестиционный портфель НПФ со стратегией динамического хеджирования

Первоначальный модельный инвестиционный портфель выглядит следующим образом.

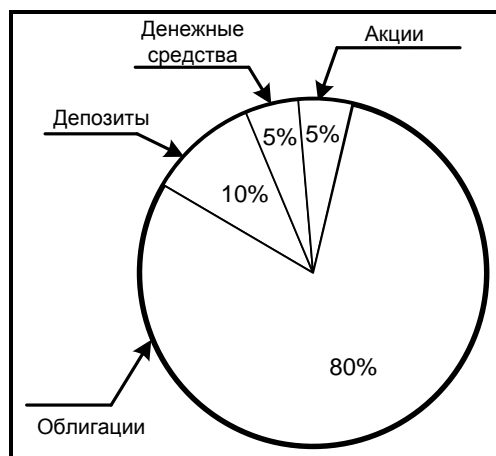


Рис. 2. Модельный инвестиционный портфель на 1 января 2009 г.

Стратегия динамического хеджирования имеет очевидный плавный восходящий тренд, обеспечивая стабильный рост инвестиционного портфеля в течение временного промежутка, заданного клиентом (согласно параметрам стратегии, утвержденных клиентом, работу в рамках данной стратегии мы планировали на три года, а следовательно, и результативность данной стратегии оценивается по итогам всего периода).

Доходность инвестиционного портфеля в рамках стратегии динамического хеджирования за три года (2009-2011 гг.) составила 19,73% годовых. Рассмотрим результаты работы стратегии динамического хеджирования в сравнении с классическими стратегиями управления пенсионными активами – консервативной, сбалансированной и агрессивной:

- с одной стороны, ее трек показывает лучший результат по итогам трех лет в сравнении с результатом стратегии динамического хеджирования;
- с другой стороны, данная стратегия не является универсальной и тем более оптимальной для клиентов – НПФ, так как в течение всех трех лет инвестиционный портфель претерпел множество колебаний, а в глобальном смысле эти колебания не привели к запланированному уровню доходности по портфелю;
- также необходимо подчеркнуть специфику деятельности НПФ: для данного типа клиента гораздо важнее стабильный доход, чем большой потенциал дохода, и вместе с тем, большой риск, ввиду соблюдения основного принципа управления пенсионными активами – сохранность.

Результаты по управлению портфелем составили:

- доходность стратегии динамического хеджирования составила 19,73% годовых;
- доходность агрессивной стратегии составила 29,53% годовых за период с 2009 по 2011 гг., однако необходимо обратить внимание на сильнейшее падение доходности за последние 30 дней периода: -100,33% против -23,79% стратегии динамического хеджирования. Это является дополнительным подтверждением особой черты агрессивных стратегий – очень высокий риск падения доходности и нанесения ущерба инвестиционному портфелю клиента.

Для удобства сопоставления основных показателей классических стратегий доверительного управления активами со стратегией динамического хеджирования структурируем информацию в виде таблицы (табл. 3).

Таблица 3

СРАВНЕНИЕ КЛАССИЧЕСКИХ СТРАТЕГИЙ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ СО СТРАТЕГИЕЙ ДИНАМИЧЕСКОГО ХЕДЖИРОВАНИЯ

№	Год											
	2009				2010				2011			
	ДХ	К	С	А	ДХ	К	С	А	ДХ	К	С	А
1												
2	0,180	0,095	0,079	-0,150	0,191	0,075	0,040	-0,134	0,249	0,184	0,160	0,065
3	34,49	4,54	55,09	38,54	15,13	16,65	15,99	23,44	1,37	0,20	-0,68	-27,1

Показателям таблицы соответствуют следующие параметры:

- 1 – наименование стратегии:
 - ДХ – динамическое хеджирование;
 - К – консервативная;
 - С – сбалансированная;
 - А – агрессивная;
- 2 – Коэффициент Шарпа;
- 3 – Результаты управления, % годовых.

Оптимальность стратегии динамического хеджирования заключается в полном соответствии всех показателей и результатов требованиям НПФ, обусловленным законодательно установленными обязательствами и ограничениями, а именно обеспечение сохранности и безубыточности управления пенсионными активами на протяжении всего периода сотрудничества, а также генерирование среднерыночной доходности.

Стратегия динамического хеджирования показала безубыточность управления на протяжении трех лет, в то время как две из четырех сравниваемых стратегий показали убытки (агрессивная и сбалансированная стратегии). Таким образом, две стратегии, показавшие убыток по результатам управления за период с 2009 по 2011 гг. – сбалансированная и агрессивная, – исключаются из перечня конкурентных стратегий управления пенсионными активами ввиду несоблюдения первостепенного принципа работы с данным типом активов – сохранность и безубыточность.

Сравнивая стратегию динамического хеджирования с оставшейся консервативной стратегией необходимо заметить очевидное преимущество первой: обратим внимание на 2009 г. – очень успешный для всего фондового рынка – консервативная стратегия, обладая облигационным портфелем, показала незначительный рост ввиду специфики участия облигаций в росте рынка. Напротив, стратегия динамического хеджирования, обладая опцией точечных вложений в акции, приняла активное участие в росте фондового рынка и показала прекрасный результат (34,49% против 4,54% годовых).

В 2010 г. показатели двух рассматриваемых стратегий находятся на приблизительно одинаковом уровне (15,13% против 16,65% годовых). 2011 г., характеризующийся сильной волатильностью и непостоянством фондового рынка, был непросто для финансовых игроков. Положительные результаты управления были труднодостижимы, однако и стратегия динамического хеджирования, и консервативная, показали положительный результат, хоть и с отрывом снова в пользу первой стратегии: 1,37% против 0,20% годовых. Также обратим внимание на коэффициент Шарпа: в соответствии с его определением, чем выше показатель, тем меньше риск стратегии и, соответственно, она является более защищенной и привлекательной для клиента. Согласно данным табл. 3, наибольший показатель коэффициента Шарпа у стратегии динамического хеджирования на протяжении трех лет со значительным отрывом от остальных трех классических стратегий.

Проведенный анализ эффективности стратегии динамического хеджирования на модельном примере позволяет сделать следующие выводы.

1. Стратегия динамического хеджирования имеет очевидный плавный восходящий тренд.
2. Она обеспечивает стабильный рост инвестиционного портфеля в течение временного промежутка, заданного клиентом (три года).

В сравнении с классическими стратегиями управления пенсионными активами клиентов – консервативной, сбалансированной, агрессивной – стратегия динамического хеджирования является наиболее оптимальной и эффективной (наивысший показатель коэффициента Шарпа), полностью отвечающей всем основным потребностям среднестатистического клиента – НПФ – с точки зрения соотношения риска и доходности.

В качестве основной рекомендации по повышению эффективности инвестирования пенсионных активов на финансовом рынке РФ предлагается использовать разработанную стратегию динамического хеджирования и ее алгоритм работы в роли модели для дальнейшего внедрения ее аналогов в линейку инвестиционных продуктов российских управляющих компаний. Данная мера позволит оказать существенное влияние на улучшение результатов управления пенсионными активами населения, что в долгосрочной перспективе позволит обеспечить устойчивый рост пенсионных средств, формируемых в пользу граждан, как на добровольной, так и на обязательной основе, для повышения их материального благосостояния по мере достижения пенсионного возраста до уровня, обеспечивающего достойный уровень жизни граждан РФ.

Литература

1. Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 24 июля 2002 г. №111-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со ст. 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ» [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 30 июня 2003 г. №379. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Назаров В.С. Параметрические реформы или смена парадигмы? [Текст] / В.С. Назаров // Вопросы экономики. – 2012. – №9. – С. 67-87.
4. Платонов Ю.А. Финансовые инструменты инвестиций пенсионных резервов: новые подходы в инвестиционной политике [Текст] / Ю.А. Платонов, Е.А. Федорова // Проблемы прогнозирования. – 2011. – №4. – С. 55-65.
5. Федеральная служба по финансовым рынкам [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.fcsm.ru/>
6. Федорова Е.А. Разработка оптимальной стратегии инвестирования пенсионных накоплений для России [Текст] / Е.А. Федорова, И.С. Антаненкова // Экономический анализ: теория и практика. – 2012. – №34. – С. 53-60.

Ключевые слова

Негосударственные пенсионные фонды; инвестиционная стратегия; пенсионные накопления.

Федорова Елена Анатольевна

РЕЦЕНЗИЯ

Эффективное взаимодействие участников рынка негосударственного пенсионного обеспечения – управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов – залог успешного и динамичного развития не только данной области, но и пенсионной системы Российской Федерации в целом. Обеспечение достойного уровня жизни населения страны по мере достижения пенсионного возраста является одной из приоритетных задач как государства, так и непосредственных участников финансового рынка РФ. Тема работы является актуальной.

В статье рассматривается стратегия динамического хеджирования для оптимизации инвестиционной стратегии пенсионных накоплений. Основная идея стратегии заключается в создании эффективной и менее рискованной альтернативы производным инструментам и структурным продуктам (продукты, основанные на принципе «депозит плюс опцион» или «депозит плюс фьючерс»). На конкретном примере модельного портфеля доказано преимущество стратегии динамического хеджирования, представленную стратегию можно применять на российском фондовом рынке.

Статья «Оптимальная инвестиционная стратегия на пенсионном рынке» является актуальным, самостоятельным исследованием и рекомендуется для публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Древина С.Р., д.э.н., профессор кафедры финансового менеджмента Финансового университета при Правительстве РФ