

ПЕНСИОННАЯ РЕФОРМА И ПЕНСИОННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Гурвич Е.Т., Хотулев Е.Л., Чеботарева Н.А.

Несмотря на то, что в 2002 г. в России началось проведение пенсионной реформы, многие ключевые для ее результатов вопросы остаются открытыми.

Первой проблемой представляется отсутствие достаточно развитой инфраструктуры, необходимой для успешной работы накопительной пенсионной системы. Прежде всего, слабой остается в целом российская финансовая система. Например, такой агрегированный показатель развития финансово-посреднического сектора как частный кредит частному сектору составлял в нашей стране на конец 2001 г. лишь 15% ВВП, по сравнению с 41% ВВП в среднем по выборке развитых и переходных стран, из исследования Мирового банка¹.

Даже по меркам российской финансовой системы слабо развиты негосударственные пенсионные фонды (НПФ). НПФ пока не стали существенной силой на российском финансовом рынке по нескольким причинам. Во-первых, эти фонды действовали в дополнение к распределительной системе обязательного государственного пенсионного обеспечения. Участие в негосударственном пенсионном фонде не отменяет уплаты взносов в государственный пенсионный фонд РФ. Поэтому НПФ охватывают лишь наиболее обеспеченную часть населения; многие из негосударственных пенсионных фондов учреждены крупными компаниями для своих сотрудников. Во вторых, активное развитие негосударственных пенсионных фондов в России замедлилось из-за финансового кризиса 1998 г. Инвестированные в рублевые инструменты активы пенсионных фондов обесценились как в реальном, так и в долларовом выражении, хотя в 1999 и 2000 гг. ущерб от инфляции (девальвации) был в значительной мере компенсирован ростом цен на российском рынке ценных бумаг. По оценкам, активы негосударственных пенсионных фондов в начале 2001 г. достигали 17 млрд. рублей, а к концу 2001 г. превышали 30 млрд. рублей. В то же время к пенсионным фондам должны предъявляться особенно высокие требования надежности. Остается крайне низким доверие населения ко всем финансовым

¹ Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics, 58(1), 2000.

институтам, подорванное крушением множества финансовых «пирамид» и банковским кризисом 1998 года.

Весьма ограничен круг финансовых инструментов, в которые могут быть инвестированы пенсионные накопления. Буквально считанное число акций можно считать ликвидными и соответствующими жестким требованиям по раскрытию информации. Котировальный лист РТС первого уровня включает только семь акций шести эмитентов, а котировальный лист РТС 2-го уровня – 28 акций 20 эмитентов.

Рынок государственных рублевых облигаций до сих пор не восстановился после кризиса 1998 года. Объем ликвидных государственных рублевых облигаций на 31 июля 2002 года был равен 186 млрд. рублей в фактических ценах (188 млрд. рублей по номинальной стоимости), что эквивалентно лишь 2% ВВП. В большинстве стран облигации правительства в национальной валюте составляют основу портфелей государственных пенсионных фондов и широко представлены в портфелях НПФ. Текущая доходность ГКО-ОФЗ к погашению соответствует среднесрочному ориентиру для процентной ставки по внутренним заимствованиям, установленному Министерством финансов - уровень инфляции плюс два-три процента годовых. На практике это означает, что вложения в государственные рублевые облигации лишь позволят избежать предотвращения инфляционного обесценения резервов пенсионной системы. Доходность таких вложений в валюте будет соответствовать темпу реального укрепления рубля.

В настоящее время лишь два субъекта федерации активно размещают ценные бумаги и поддерживают ликвидный вторичный рынок облигаций – это Москва и Санкт-Петербург. Базой для этих рынков являются структуры ММВБ и СПВБ. Объем облигаций этих двух субъектов федерации составляет порядка 20 млрд. рублей. В течение последнего года площадки ММВБ и СПВБ активно использовались и другими регионами для первичного размещения и поддержания вторичного рынка облигаций, такими как Республика Башкортостан, Ленинградская область и Республика Коми. Объем выпусков субфедеральных облигаций, имеющих вторичный рынок, составляет около 23 млрд. рублей по номинальной стоимости, или менее 1 млрд. долларов. По показателям доходности и риска этот сегмент рынка ценных бумаг близок к рынку федеральных рублевых облигаций, хотя и обеспечивает небольшую премию к доходности федеральных

облигаций.

Рынок корпоративных облигаций остается достаточно ограниченным. Объем размещенных корпоративных облигаций в настоящее время составляет примерно 80 млрд. рублей, или свыше 2,5 млрд. долларов. Не все выпуски корпоративных облигаций имеют ликвидный вторичный рынок, хотя прослеживается тенденция к росту объема облигаций, обращающихся на вторичном рынке. В среднесрочной перспективе возможно значительное расширение рынка корпоративных облигаций как за счет увеличения числа эмитентов, так и за счет увеличения объема и количества облигационных выпусков. Увеличение роли облигаций в источниках финансирования компаний приведет к дальнейшему разделению рынка корпоративных облигаций на консервативные и рискованные сегменты. Рост объемов корпоративных облигаций в обращении приведет к увеличению ликвидности вторичного рынка и развитию технологий и вторичных инструментов на основе корпоративных облигаций, в частности, сделок прямого и обратного РЕПО. Низкая волатильность корпоративных облигаций, рассчитанная на основе индекса, скорее всего отражает выбор облигаций для построения индекса. В целом этот инструмент является более рискованным, чем государственные и муниципальные ценные бумаги, поэтому показатель волатильности для них должен быть выше.

Крайне слабо развиты инструменты измерения надежности (риска) российских ценных бумаг. Национальные шкалы кредитных рейтингов только начинают складываться, методикам их присвоения и интерпретации еще предстоит пройти проверку и завоевать доверие. Точности немногих имеющихся характеристик надежности мешает, с одной стороны, сохраняющаяся финансовая непрозрачность корпоративных эмитентов, а с другой стороны – незавершенность переходного процесса в российской экономике, предполагающая значительные структурные сдвиги в среднесрочной перспективе.

Ключевой проблемой перехода к накопительной системе традиционно принято считать так называемый «долг пенсионных обязательств», т.е. обязательств по отношению к переходным поколениям, которые платили взносы в распределительную пенсионную систему, но не могут в полном объеме получить полагающиеся им пенсионные выплаты из-за направления ресурсов на накопительные счета. В настоящее время этот вопрос практически выпал из

обсуждения. Формально можно считать обязательства выполненными, если будет обеспечено сохранение реального уровня пенсий для нынешних пенсионеров и поддержание фактически сложившегося коэффициента замещения. Однако, учитывая, что реальный уровень пенсий все еще не восстановился после кризиса 1998 года (когда он упал до 70% от величины прожиточного минимума), вряд ли такой подход можно рассматривать как удовлетворительный. Для оценки приемлемости переходной динамики пенсионных выплат необходимо дополнить анализ динамики средних пенсий изучением их величины по группам пенсионеров, в частности, по возрастным когортам.

Главной угрозой устойчивости системе социального страхования, как и во многих других странах, служит неблагоприятная демографическая тенденция. Согласно прогнозам, разработанным Центром демографии и экологии человека, ожидаемая численность населения за 2002-2050 гг. упадет в наиболее “оптимистическом” варианте на 17%, в “среднем” – на 31%, а в “пессимистическом” сценарии – почти вдвое (на 46%). К этому добавятся значительные неблагоприятные сдвиги в структуре населения. Доля населения в пенсионном возрасте увеличится вдвое: с 20% в 2001 г. до 40% в 2050 г. (здесь и ниже, если не оговорено противное, рассматривается средний демографический сценарий), а доля населения в рабочем возрасте – снизится за этот период с 61% до 49%. Таким образом, число мужчин и женщин в рабочем возрасте на одного человека пенсионного возраста снизится с 3,0 в 2000 г. до 1,2 в 2050 г., т.е. эта пропорция ухудшится в 2,5 раза.

Для анализа указанных проблем нами был построен макроэкономический прогноз. При этом мы в основном сосредоточимся на среднем варианте демографического прогноза. Долгосрочные прогнозы базировались на модели, описывающей процесс накопления капитала и динамику использования трудовых ресурсов. Весь рассматриваемый временной горизонт, охватывающий период с 2002 г. по 2050 г., был разделен на два этапа. Первый этап (2002-2010 гг.) представляет собой адаптационный период, на протяжении которого продолжаются структурные и институциональные реформы. В результате в рамках данного этапа, во-первых, резко повышается скорость модернизации экономики и, во-вторых, к концу этапа она приближается к состоянию полного использования ресурсов. Интенсивная модернизация основывается на

активизации инвестиционного процесса (предполагающей быстрый рост нормы накопления) и повышающейся эффективности нового капитала. Мы исходим из того, что последующее развитие экономики происходит в соответствие со стандартными механизмами и может быть описано производственной функцией с трудосберегающим научно-техническим прогрессом. Фактически различия между этими сценариями сводились к методам определения параметров общей модели. Оценка предложения рабочей силы основывалась на среднем демографическом прогнозе.

Рассмотрим использованный подход к прогнозированию макроэкономических показателей.

Определение темпов экономического роста основывалось на использовании производственной функции Кобба-Дугласа вида:

$$Y = \alpha KE^{0.4} LE^{0.6},$$

где Y – объем ВВП в постоянных ценах, KE – эффективный объем производственных фондов, LE – эффективное число занятых в экономике, α – постоянный коэффициент. Темпы роста g_t рассчитывались последовательно для каждого года t по формуле:

$$g_t = (KE_t / KE_{t-1})^{0.4} \cdot (LE_t / LE_{t-1})^{0.6}$$

Эффективная величина производственных фондов рассчитывалась как сумма “старого” и “нового” капитала (KEO и KEN соответственно):

$$KE_t = KEO_t + KEN_t.$$

Обе эти составляющие находятся последовательно, год за годом, с учетом амортизации (имеющей норму δ_t) и ввода новых фондов. Эффективный старый капитал брался равным произведению старого капитала (KO) на коэффициент его использования (CUR), зависящий как от макроэкономических условий, так и от степени адаптации структуры производства:

$$KEO_t = KO_t \cdot CUR_t$$

$$KO_t = KO_{t-1} \cdot (1 - \delta_t).$$

Эффективный новый капитал (KEN) ежегодно уменьшается на величину амортизации и увеличивается на величину валовых инвестиций в постоянных ценах IE_t скорректированную с учетом коэффициента их эффективности E_t .

$$KEN_t = KEN_{t-1} \cdot (1 - \delta_t) + IE_{t-1}$$

$$IE_t = I_t \cdot E_t$$

Объем инвестиций находится из оценки нормы валовых инвестиций σ_t , которая определяется исходя из предположения о сходимости к равновесному уровню инвестиций σ_t^* :

$$I_t = Y_t \cdot \sigma_t.$$

$$\sigma_t = \sigma_{t-1} + \rho_t \cdot (\sigma_t^* - \sigma_{t-1}),$$

где ρ_t – скорость сходимости.

Равновесная норма инвестиций находится из соотношения:

$$\sigma_t^* = (v_t + \delta_t + n_t) / \alpha \cdot (KE_t / LE_t)^{0.6}$$

где v_t – темп научно-технического прогресса, а n_t – скорость роста числа занятых.

Труд

Эффективное число занятых LE определялось с учетом эффективности трудовых ресурсов $E2$:

$$LE_t = L_t E2_t$$

На каждом шаге рассчитывалось оптимальное число занятых L^* (при данной стоимости труда W и величине капитала):

$$L_t^* = KE_t [0.6 \cdot \alpha \cdot E2_t^{0.6} / W_t]^{1/0.4}$$

Предполагалось, что занятость приближается к этому ориентиру, если последний не превышает предложения труда. Предложение бралось равным численности экономически активного населения за вычетом “естественного” уровня безработицы (обозначаемого u):

$$LS_t = LF_t \cdot (1-u).$$

Скорость приближения к целевому показателю занятости зависит в используемой модели от наличия свободных трудовых ресурсов:

$$L_t = L_{t-1} + \beta_t \cdot (L_{t-1}^* - L_{t-1}) \cdot (LS_{t-1} / L_{t-1} - 1), \text{ если } L_{t-1} < LS_{t-1}, \text{ либо}$$

$$L_t = LS_{t-1} \text{ в противном случае.}$$

Построенные прогнозы позволяют определить производительность труда:

$$LP_t = Y_t / L_t.$$

Целевой уровень оплаты труда был принят равным его предельной производительности:

$$W_t^* = 0.6 \cdot \alpha \cdot E2_t (KE_t / LE_t)^{0.4}$$

Фактический уровень оплаты на каждом шаге принимался приближающимся к целевому:

$$W_t = W_{t-1} + \gamma_t \cdot (W_{t-1}^* - W_{t-1})$$

Дефлятор ВВП оценивался на основе трех показателей: инфляции (*CPI*), обменного курса (*ER*), и цен на товары российского экспорта (*PX*):

$$DEF_t = (1 - \omega_t) I_t + \omega_t \cdot (ER_t / ER_{t-1}) \cdot (PX_t / PX_{t-1}),$$

где ω_t - доля экспорта в ВВП.

Такой подход отражает тот факт, что ВВП может быть определено как стоимость всей конечной продукции произведенной в стране. Весь экспорт при этом должен включаться по цене реализации конвертированной в рубли. Обменный курс по отношению к доллару находился по величинам инфляции, темпам реального укрепления/ослабления рубля и инфляции в США (*I\$*):

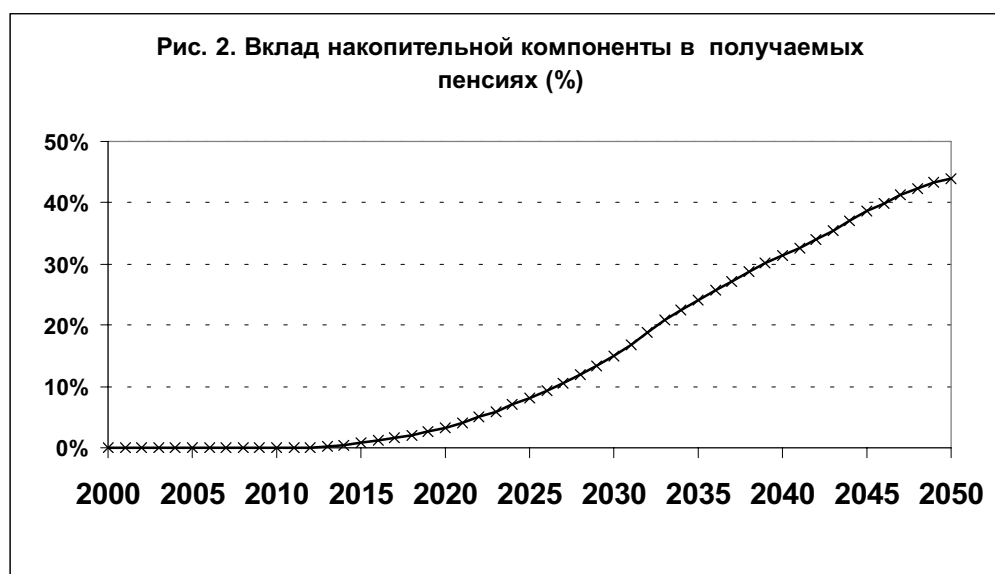
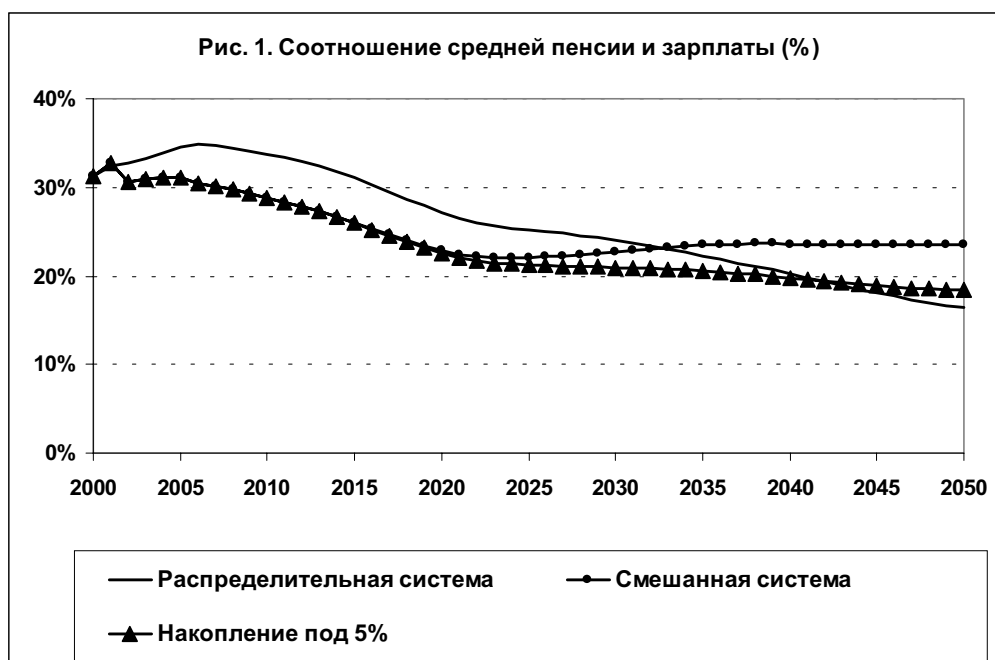
$$ER_t = ER_{t-1} \cdot CPI_t \cdot (RER_t / RER_{t-1}) / I\$_t.$$

Построенный макроэкономический прогноз свидетельствует, что в случае сохранения распределительной пенсионной системы, после 2007 года происходила бы ее быстрая деградация: снижение коэффициента замещения и увеличение разрыва между средней величиной зарплаты и пенсий (Рис.1). К 2050 году их прогнозируемое соотношение сократилось бы вдвое: до 16%, по сравнению с 33% по итогам 2001 г. Соответственно должен был бы снизиться коэффициент замещения. Такая неблагоприятная динамика определяется сочетанием ухудшения возрастного состава населения (тенденции, характерной сейчас для большинства развитых стран) с ожидаемым быстрым сокращением его общей численности. В результате нехватка рабочей силы в долгосрочной перспективе станет главным сдерживающим фактором, определяющим снижение темпов экономического роста.

По нашим оценкам, переход к накопительной системе позволил бы в этих условиях стабилизировать соотношение между уровнем пенсий и заработной платы, но на достаточно низком уровне: после 2017 года это соотношение остается в диапазоне 22-24%. Таким образом, пенсионная реформа частично помогает решить проблему деградации пенсионной системы, хотя и не обеспечивает удовлетворительное ее состояние.

Вместе с тем, необходимо сознавать, что эффективность накопительной системы критически зависит от доходности осуществляемых в ее рамках инвестиций. Значение данного фактора определяется последовательным нарастанием удельного веса накопительной компоненты в общей сумме

получаемых пенсионных выплат (по нашим оценкам, к концу рассматриваемого периода она приближается к половине, несмотря на то, что доля взносов в нее остается на уровне 21% - см. Рис.2).



Согласно нашему прогнозу процентные ставки ожидаются достаточно высокими на протяжении практически всего рассматриваемого периода до 2050 г. Для количественной оценки роли данного фактора полученные результаты сравнивались с альтернативным условным сценарием, где процентные ставки принимались равными 5% в реальном выражении. Оказалось, что в этом случае накопительная система дает преимущества в размерах средней пенсии лишь после

2040 г., причем выигрыш к концу периода оказывается сравнительно незначительным. Таким образом, обеспечение высокой доходности пенсионных инвестиций приобретает даже не количественный, а качественный характер: реформу будет оправданной только при достижении очень высокой доходности.

Показатель доходности инвестиций определяется, прежде всего, макроэкономическими показателями экономики. Вместе с тем, как показывает мировой опыт, он существенно зависит и от организационных форм деятельности пенсионных фондов.

Важным фактором здесь является степень контроля государства за деятельностью пенсионных фондов. В большинстве случаев эффективность использования средств государственных пенсионных фондов, управляемых непосредственно государством, ниже, чем управляемых частными управляющими компаниями, что объясняется различием стоящих перед менеджерами целей. Как правило, в государственных фондах наблюдается сильное влияние политических аспектов, вследствие чего инвестиции смещены в сторону кредитования правительства под сравнительно низкий процент и целевое финансирование государственных проектов, которые во многих случаях оказываются убыточными.

Вместе с тем, государственный фонд не обязательно является фондом, который управляется непосредственно государственными чиновниками. В разных странах степень государственного участия оказывается различной. Здесь возможны следующие варианты.

1. **Прямое государственное управление.** Средства на накопительных пенсионных счетах могут рассматриваться как часть государственного бюджета или же формировать отдельный пул. В обоих случаях решения об инвестировании средств принимаются государственными чиновниками.
2. **Государственное управление на основе рыночных принципов.** Появление систем данного типа стало следствием необходимости снижения политического влияния на процесс принятия инвестиционных решений. В данном случае средствами фонда по-прежнему управляет государство, но инвестиционные решения принимаются не чиновниками, а специалистами, приглашенными на государственную службу. Роль государства заключается, таким образом, в выборе специалистов и создании для них мотивационных

условий для работы.

3. **Внешнее управление, сопровождаемое жесткими регулятивными методами.** Разработка инвестиционной стратегии и управление средствами фонда производится внешним управляющим (часто, коммерческая управляющая компания). Государство при этом налагает крайне жесткие ограничения на структуру инвестиционного портфеля и стратегии.
4. **Внешнее управление с минимальным участием государства.** Данную систему можно считать наиболее эффективной с точки зрения управления. Эта эффективность базируется в первую очередь на конкуренции между управляющими и требует развитого рынка капитала и инвестиционной культуры населения.

Определяющую роль в определении доходности инвестиционного портфеля играет также его состав. Практически во всех государственных пенсионных системах правительство обязывает фонды вкладывать значительную часть средств в государственные долговые инструменты и на депозитные банковские счета. В ряде стран это единственное направление вложения средств (см. таблицу 1). К рыночным активам здесь относятся также государственные долговые бумаги, которые не имеют вторичного рынка и биржевых котировок (в частности, бумаги могут выпускаться специально для пенсионного фонда), а также депозитные счета (которые, как правило, открываются в государственных банках). Хотя депозиты в общем случае являются нерыночным активом (кроме случаев выпуска депозитных сертификатов), при регулировании структуры инвестиционного портфеля они как правило объединяются в один класс с государственными бумагами и, поэтому в данной классификации относятся к рыночным активам.

Сравнение доходности портфеля для различных стран показывает, что реальная доходность заметно выше там, где доля акций в инвестиционном портфеле выше². Таким образом, абстрагируясь от структуры финансовых рынков и правительственных гарантий величины пенсии в сравниваемых странах, большие ограничения сопряжены с большей величиной упущенной выгоды и имеют большую социальную стоимость так как снижают будущую величину пенсий, обеспечиваемых фондом.

² Сравнительный анализ проводился без разделения государственных и частных фондов.

Таб.1. Структура инвестиционного портфеля в различных странах (%)

	<i>Долговые инструменты</i>		<i>Реальные активы</i>	
	<i>Гос. Долг /Депозиты</i>	<i>Ссуды/Закладные / Обеспеченные облигации</i>	<i>Акции</i>	<i>Недвижимость/Другие активы</i>
США	100	0	0	0
Ю.Корея	89	3	3	6
Япония	63	17	19	0
Малайзия	63	21	15	1
Швеция	42	40	0	18
Среднее значение	75	14	3	8

Воздействие инвестиционной политики пенсионных фондов на развитие финансовой системы связано не только с аккумулированием в них достаточно серьезных ресурсов, но и с тем, что они (в отличие от основной массы ресурсов, которыми оперирует российская финансовая система в настоящее время) будут носить чрезвычайно долгосрочный характер. Это позволит, во-первых, замещать значительную часть внешних заимствований (в настоящее время служащие основным источником сравнительно долгосрочных кредитов), во-вторых, сделает возможность инвестирование эффективных долгосрочных проектов, в-третьих, позволит существенно изменить временную структуру внутреннего долга (которая до сих пор была неоправданно смещена в пользу краткосрочных заимствований).

Введение накопительных пенсий может иметь серьезный позитивный эффект не только для самой системы социального страхования, но и для экономики в целом. Эта система может увеличить объем инвестиционных ресурсов в российской экономике, причем именно тех ресурсов, дефицит которых ощущается сейчас особенно остро – долгосрочных. Как известно, недостаток «длинных денег» является одной из главных слабостей российской финансовой системы. Доля банковского кредита предприятиям на срок более 1 года составляет 29%, а более 3 лет - лишь 7%. Caprio, Demirguc-Kunt (1997)³ показали, что доля долгосрочного кредита в общих активах положительно влияет на

³ Caprio G., Demirguc-Kunt A. The role of long term finance: theory and evidence. World Bank, 1997.

развитие, увеличивая долю фирм, чей рост превышает темпы, достижимые за счет только собственных источников капитала.

Рассмотрим, как предполагается решать эти проблемы в России. Принятое законодательство устанавливает принцип внешнего управления активами системы государственного накопительного пенсионного обеспечения. Агентом по сбору страховых взносов в систему накопительного пенсионного обеспечения и учету средств пенсионных накоплений на индивидуальных персонифицированных счетах остается Пенсионный фонд РФ.

Управляющие компании должны удовлетворять требованиям, сформулированным Правительством, и пройти конкурсный отбор. При этом число управляющих компаний – победительниц конкурса не ограничивается. Такая система предполагает:

- участие негосударственных компаний в управлении средствами накопительной пенсионной системы;
- конкуренцию между управляющими компаниями.

Гражданам РФ, участвующим в системе государственного накопительного пенсионного страхования, предоставлено право выбора управляющей компании. Однако важно обратить внимание, что пенсионные накопления тех граждан, которые не сделают выбор управляющей компании, будут переданы в управление государственной управляющей компании. Можно с уверенностью предсказать, что в ближайшие годы в эту категорию попадет подавляющее большинство работников. Условия, накладываемые на инвестиции средств государственной компанией существенно жестче: они ограничены государственными рублевыми и валютными облигациями, ипотечными облигациями, гарантированными Российской Федерацией, и банковскими депозитами (в рублях и валюте).

Создание государственной управляющей компании соответствует структуре государственного управления на рыночных принципах. Консервативная инвестиционная политика в рамках такой системы, как правило, обеспечивает низкую доходность инвестиций. Кроме того, государственное управление инвестициями пенсионных накоплений создает риск подчинения инвестиционной политики нуждам бюджета. Следствием сосредоточения инвестиций в государственной компании может стать то, что она будет полностью доминировать на рынке государственного долга, вытеснив оттуда коммерческие

банки. Представленные на рис. 3 наши прогнозы ресурсов накопительной системы и ожидаемых чистых внутренних заимствований федерального правительства показывают, что после 2005 года даже всего объема чистых внутренних заимствований государства будет недостаточно для размещения пенсионных инвестиций. В этих условиях, с учетом твердой ориентации правительства на поддержание политики бездефицитного бюджета, нельзя рассчитывать на высокие реальную доходность пенсионных инвестиций.



Из проведенного анализа можно сделать вывод о критической важности развития финансовых институтов и инструменты, расширения круга участников инвестирования пенсионных средств (без ущерба для их надежности). Сосредоточение накоплений преимущественно в рамках государственной компании имеет мало шансов обеспечить достаточно высокую их доходность, что может поставить под сомнение эффект проводимой пенсионной реформы. Учитывая это, именно государство должно предпринимать самые серьезные усилия по созданию условий для развития частных пенсионных фондов и повышения их роли в инвестировании пенсионных средств.