

В.Натаров, Н.Чеботарева

О вложении остатков средств Пенсионного фонда РФ

1. Возможные направления вложений средств Пенсионного фонда РФ

Вопрос о направлении вложений средств и структуре активов пенсионного фонда обычно ставится в рамках накопительной системы пенсионного обеспечения. Пенсионный фонд РФ представляет собой государственную структуру с ежегодным бюджетом, утверждаемым федеральным законом. Пенсионный фонд РФ действует по принципу распределительной системы пенсионного обеспечения – текущие доходы должны быть потрачены на текущую выплату пенсий. До недавнего времени Пенсионный фонд РФ испытывал дефицит бюджета. Сокращение обязательств пенсионной системы в реальном выражении в результате высокой инфляции 1998-99 гг. и рост доходов пенсионной системы в номинальном выражении обеспечили рост остатков средств Пенсионного фонда начиная с 1999 г. В рамках распределительной пенсионной системы излишек средств пенсионного фонда должен быть потрачен либо за счет увеличения размеров пенсий, либо за счет снижения социального налога. Вместе с тем в средне- и долгосрочной перспективе прогнозируется устойчивая недостаточность средств Пенсионного фонда даже при условии сохранения текущего уровня пенсионных выплат в реальном выражении. Поэтому инвестирование образовавшихся остатков средств Пенсионного фонда РФ в доходные активы представляется оправданным, для того, чтобы создать финансовый резерв на будущее. Во всем мире пенсионные фонды инвестируют часть активов в государственные облигации своих стран, а средства фонда Old Age Survivors' Insurance Fund, исполняющего функции государственного пенсионного фонда в США, полностью вложены в облигации Казначейства США. Вложение остатков Пенсионного фонда РФ в облигации РФ не станет нарушением принципов рыночного ценообразования, если Пенсионный фонд приобретет облигации на вторичном рынке. То, что в этом случае одна государственная структура будет кредитовать другую и получать за это проценты, имеет аналогию с операциями Центрального банка на открытом рынке.

Свободные резервы Пенсионного фонда могут быть инвестированы за рубежом и в России

- на депозиты в банках,
- в государственные ценные бумаги,
- в корпоративные ценные бумаги.

Вопрос о возможности инвестирования средств Пенсионного фонда РФ в иностранные активы пока остается недостаточно проработанным, хотя необходимость диверсификации странового риска требует инвестирования части средств за рубеж.

Если рассматривать различные варианты инвестирования свободных средств Пенсионного фонда в российские активы, то следует учитывать уровень процентных ставок, уровень ликвидности и возможные риски, а также срок вложений.

Таблица 1. Альтернативные варианты вложений свободных средств

	срок	Процентная ставка	ликвидность	риск
Депозиты юр. лиц в российских банках			-	<i>Риск контрагента</i>
Депозит в рублях	6 мес.	11-19,5%		
	1 год	14-20%		
Депозит в валюте	6 мес.	6-13,25%		
	1 год	7-13,75%		
Ценные бумаги Российской Федерации				
<i>Государственные краткосрочные облигации и облигации федерального займа (рублевые)</i>			<i>Существует развитый вторичный рынок</i>	<i>Регулируются законодательством РФ</i>
21150	6 мес.	14,02%		Рейтинг по шкале
27002	1 год	17,17%		Moody's - Caa2
27008	2 года	18,07%		S&P – B-
26002	3 года	21,72%		Fitch-IBCA – B-
26003	4 года	22,66%		
<i>Облигации внутреннего валютного займа</i>			<i>Существует развитый вторичный рынок</i>	<i>Регулируются российским законодательством</i>
ОВВЗ-4	2 года	18,25%		Moody's -Caa3, S&P – B-, Fitch-IBCA – CCC
ОВВЗ-5	5 лет	15,83%		Caa3, B-, CCC
ОВВЗ-6	7 лет	16,67%		S&P – B- , Fitch-IBCA – CCC+
ОВВЗ-7	10 лет	13,25%		
ОВВЗ-8	6 лет	15,13%		
<i>Еврооблигации</i>			<i>Существует развитый вторичный рынок</i>	<i>Регулируются международным законодательством</i>
USD 2001	6 мес.	6,19%		Moody's -B3
USD 2003	2 года	10,70%		S&P – B-
USD 2005	4 года	12,10%		Fitch-IBCA – B
USD 2007	6 лет	13,60%		
USD 2010	9 лет	13,52%		
USD 2018	17 лет	14,14%		
USD 2028	27 лет	13,42%		
USD 2030	29 лет	14,02%		
DEM 2004	3 года	9,50%		
DEM 2005	4 года	9,85%		
ITL 2003	2 года	8,94%		

Ценные бумаги субъектов РФ			<i>Существует развитый вторичный рынок</i>	<i>Регулируются законодательством субъектов РФ</i>
<i>Облигации внутреннего займа Москвы</i>				Moody's - B3
23011MOSZ4	7 мес.	19,21%		
24016MOSZ2	1,5 года	21,75%		
24017MOSZ2	2,5 года	25,70%		
<i>ГКО Правительства Санкт-Петербурга</i>				Fitch-IBCA – CCC+
RU21031GSP	6 мес.	15,76%		
RU21036GSP	1 год	17,91%		
RU24003GSP	1,5 года	18,02%		
RU25011GSP	2,5 года	23,48%		
RU25013GSP	3 года	23,76%		
RU25015GSP	4 года	22,99%		
Наиболее ликвидные корпоративные облигации			<i>Существует вторичный рынок</i>	<i>Риск эмитента</i>
<i>рублевые</i>			<i>объем торгов в день</i>	
ТНК	6 мес. (4 года)	14,0%	0,3 млрд. руб.	
МДМ-банк	6 мес.	20,0%	0,001 млрд. руб.	
Номос-банк	9 мес.	19,8%	0,005 млрд. руб.	
Внешторгбанк	1 год	18,6%	0,5 млрд. руб.	Moody's - B3 (долгосрочный)
ММК	1 год	18,0%	0,01 млрд. руб.	

Все процентные ставки приведены по состоянию на 25 или 28 мая 2001 г.

Можно рассмотреть сравнительную привлекательность вложений в краткосрочные инструменты (на один год) и для среднесрочных инструментов (на четыре года).

Доходность рублевых финансовых инструментов со сроком один год для разных эмитентов ценных бумаг и банков варьирует не столь значительно и составляет в основном от 17 до 18% годовых, что соответствует ожидаемому темпу инфляции на ближайшие 12 месяцев. Такая процентная ставка лишь компенсирует инвестору потери от инфляции. Еврооблигаций РФ со сроком до погашения 1 год на рынке нет, но есть выпуск еврооблигаций со сроком до погашения 6 месяцев, валютную доходность которого можно сравнить с доходностью 6-месячного выпуска ГКО. Паритет процентных ставок по ГКО и краткосрочным еврооблигациям выполняется при темпе роста курса доллара 7,4% в годовом выражении, что соответствует обменному курсу 30,4 руб. за доллар на конец 2001 года. Если курс доллара превысит этот рубеж, рублевая доходность краткосрочных Еврооблигаций де-факто окажется выше доходности 6-месячного выпуска ГКО.

Доходность четырехлетних ОФЗ и облигаций Правительства Санкт-Петербурга почти одинакова. В секторе ликвидных корпоративных облигаций среднесрочные бумаги представлены облигациями ТНК, по которым каждые 6 месяцев выставляется оферта на покупку, так что их следует скорее отнести к краткосрочным инструментам. Паритет процентных ставок по четырехлетним ОФЗ и еврооблигациям выполняется при темпе роста курса доллара 9,4% в годовом выражении. Валютная доходность среднесрочных ОВВЗ превышает доходность еврооблигаций, однако более высокая доходность в данном случае отражает больший риск, связанный с этими бумагами.

По критерию ликвидности следует отдать предпочтение еврооблигациям, облигациям федерального займа, муниципальным облигациям Санкт-Петербурга и Москвы, и облигациям Внешторгбанка – наиболее ликвидным из корпоративных облигаций. Наличие развитого вторичного рынка этих облигаций делают эти вложения практически эквивалентными. Недостаток банковского депозита заключается в том, что вложения заморожены на весь срок действия депозита, тогда как облигации могут быть проданы на вторичном рынке ранее срока погашения.

Оценка риска вложений в различные финансовые инструменты представляет собой весьма трудоемкую задачу. В качестве меры риска можно использовать рейтинги финансовых инструментов. Все три агентства - Moody's, Standard&Poors и Fitch-IBCA присвоили наиболее высокие рейтинги Еврооблигациям РФ. Еврооблигации РФ регулируются международным законодательством, по ним существует требование кросс-акселерации требований в случае дефолта по одному из выпусков. Для еврооблигаций РФ существует риск укрепления рубля, и, как и для других облигаций, риск процентной ставки. Однако, как было показано выше, рублевая доходность еврооблигаций оказывается не ниже доходности рублевых инструментов при достаточно консервативных предположениях о темпах девальвации рубля. Начиная с 1999 г. цены на российские еврооблигации растут. В настоящий момент аналитики многих западных инвестиционных банков прогнозируют дальнейший рост цен на рынке российских еврооблигаций. Эта тенденция будет подкрепляться снижением ставок внутри России за счет роста денежного предложения. Кроме того, процентный риск сводится к нулю в том случае, если инвестор намерен держать облигацию до погашения и не реинвестировать прибыль.

2. Мировая практика вложений средств пенсионных фондов – частных и государственных.

Целью управления активами пенсионного фонда в рамках накопительной системы является создание портфеля, обеспечивающего максимальный доход при заданном уровне риска. При прочих равных, наилучшие соотношения доходности и риска достигаются пенсионными фондами со значительным объемом активов за счет диверсификации вложений. В основном, в рамках накопительной системы работают частные пенсионные фонды, но существуют и аналогичные государственные – например, крупнейший пенсионный фонд в Аргентине "Republica"- государственный.

Многие страны позволяют своим пенсионным фондами вкладывать средства в различные финансовые активы. Кроме стабильного, долгосрочного потока портфельных и прямых инвестиций в экономику это позволяет также увеличить отдачу от работы солидного капитала, сосредоточенного в пенсионных фондах. А

для стран с накопительной системой пенсионного обеспечения это вообще единственный способ работы фондов. Пенсионные фонды с возможностью существенно диверсифицировать свои инвестиции имеют реальный ежегодный доход выше, чем усредненный страновой портфель активов (таблица 2).

Таблица 2. Доходность пенсионных фондов, за период 1984-96 (реальная ставка в годовом выражении)

	Полученная	Сравнительная внутренняя
Ирландия	11.0	3.8
Нидерланды	8.0	4.5
Великобритания	10.0	3.8
США	9.0	2.1
Бельгия	9.0	4.2
Дания	6.0	5.3
Германия	7.0	6.1
Швейцария	4.0	2.0
<i>Примечание:</i> сравнительный внутренний доход считался для портфеля 50% акции и 50% облигации		

Наиболее предпочтительным для пенсионных фондов вложением считаются инвестиции в облигации с фиксированным доходом, особенно в государственные ценные бумаги, позволяющие минимизировать риск, но и вложения в акции крупных компаний с высоким рейтингом, паевые фонды, недвижимость и другие высокодоходные активы пользуются повышенным спросом в странах с надежной и развитой финансовой системой и пруденциальным надзором. Пример распределения активов по видам в различных странах дан в таблице 3.

Таблица 3. Распределение активов пенсионных фондов (% от активов)

	Реальные активы	Долговые инструменты
Сингапур	2	98
Малайзия	2	98
Чили	20	80
Канада	23	77
Германия	24	76
Япония	29	71
Нидерланды	31	69
Швейцария	33	67
США	46	54
ЮАР	60	40
Великобритания	72	28
<i>Примечание:</i> реальные активы включают акции и недвижимость, долговые инструменты - корпоративные, государственные облигации, облигации под залог недвижимости и кредиты		

В настоящее время портфели пенсионных фондов США состоят преимущественно из ценных бумаг – облигаций (государственных, корпоративных и обеспеченных закладными по ипотечным кредитам) и акций. Доходность корпоративных пенсионных планов в США несколько выше, чем доходность пенсионных планов штатов и муниципальных образований, но это обусловлено большим уровнем риска по корпоративным пенсионным планам, связанным с более высокой долей акций в портфелях корпоративных пенсионных фондов (таблица 4).

Таблица 4.		
	1994-1998	1989-1998
Медианная доходность по всем вложениям пенсионных фондов		
Корпоративные пенсионные фонды	12,3%	12,4%
Пенсионные фонды штатов и Муниципальных образований	11,4%	11,6%
Медианная доходность по вложениям в акции компаний США		
Корпоративные пенсионные фонды	16,6%	15,4%
Пенсионные фонды штатов и Муниципальных образований	16,5%	15,6%

На основе данных Wilshire Associates 1999 по 100 пенсионным фондам в США.

Государственный фонд социального страхования в США (Old Age Survivors' Insurance Fund), выплачивающий пенсии, был создан в 1935 г. Доходы фонда складываются из вычетов из зарплат в соответствии с Актом о Федеральных Страховых Взносах и налога на фонд оплаты труда. Расходы фонда покрывают выплату пенсионных пособий, пособий на медицинское обслуживание и помощь инвалидам. Изначально планировалось, что OASIF будет управляться так же, как и частный накопительный фонд. Однако OASIF испытывает финансовые затруднения и финансирует выплаты за счет текущих поступлений, а не накопленного дохода, являясь по существу распределительным фондом. Остатки средств OASIF вложены в низкодоходные государственные облигации США, и все чаще раздаются предложения реформировать этот фонд.

Пенсионные фонды, особенно в развивающихся странах, находятся под жестким контролем со стороны государства. Вот основные 5 типов ограничений на инвестиции:

- ◆ по активам (потолок на определенный вид активов в портфеле фонда)
- ◆ по риску (минимальный приемлемый риск ценной бумаги)
- ◆ по концентрации собственности (потолок на пакет в общем объеме активов отдельной компании)
- ◆ по эмитентам (потолок на долю активов отдельных компаний в портфеле)
- ◆ по ценным бумагам (потолок на отдельные виды ценных бумаг)

Последние четыре пункта контроля являются обычной формой пруденциального надзора, применяемого и к паевым фондам. В дополнение, большинство стран ограничивают допустимые для инвестирования ценные бумаги только теми, для которых был оценен риск. Например, в Чили минимальная допустимая категория риска для ценных бумаг - ВВВ или эквивалентный рейтинг. Для акций чилийских компаний эта рейтинговая система позволяла инвестировать лишь в акции 30 компаний из 300 возможных. Лишь в 1997 году (а пенсионная система в Чили действует в нынешнем виде с 1981)

требования были смягчены. Концентрация по собственности в Чили ограничена потолком в 20% облигаций или 7% акций от общего пакета ценных бумаг конкретного эмитента, а минимальное требование по диверсификации ограничивает владение облигациями или акциями одного эмитента в 7 или 5 процентов соответственно. Для того, чтобы избежать конфликта интересов, более жесткие лимиты установлены для эмитентов, связанных финансовыми интересами с управляющими компаниями пенсионных фондов. Похожие правила имеются во всех развивающихся странах.

Таблица 5. Ограничения по концентрации активов у чилийских пенсионных фондов (% от активов)

Тип актива	1981		1985		1990		1994/95	
	Лимит	Результат	Лимит	Результат	Лимит	Результат	Лимит	Результат
Государственные ценные бумаги	100	28	100	43	45	44	50	40
Банковские депозиты	70	62	40	21	50	17	50	5
Ценные бумаги под залог недвижимости	70	9	40	35	50	16	50	14
Корпоративные облигации государственных компаний	60	1	60	1	40	11	40	6
Акции	0	0	30	0	30	11	37	32
Иностранные ценные бумаги	0	0	0	0	3	1	9	3

В дополнение к этим пруденциальным правилам многие страны устанавливают ограничение на концентрацию активов. Вначале жесткие, со временем они ослабляются. Пример развития такой системы в Чили показан в таблице 5. Обычно, страны с давно работающими пенсионными фондами устанавливают лимит на минимальные инвестиции в государственные облигации (15-50% от всех активов) или на максимальные инвестиции в акции (20-30%). В дополнение к развивающимся странам такие ограничения есть в Германии, Дании, Франции, Японии, Норвегии, Португалии, Бельгии, Швейцарии. Большинство стран устанавливают лимиты (в среднем по развитым странам в 16%) инвестиций пенсионных фондов в зарубежные ценные бумаги. В таблице 6 собраны данные по ограничениям на концентрацию активов в странах Латинской Америки.

Таблица 6. Ограничения на портфель инвестиций пенсионных фондов по концентрации активов в странах Латинской Америки, 1998

Актив	Аргентина	Чили	Колумбия	Мексика	Перу	Уругвай
Государственные ценные бумаги	65	50	50	100	30	75-85
Корпоративные облигации	40	45	20	35	35	25

Банковские депозиты	28	50			30	30
Банковские облигации			50	10	25	25
Акции	35	37	30	0	20	25
Паевые инвестиционные фонды	14	5	5		10	0
Ценные бумаги под залог недвижимости	28	50	30			30
Иностранные ценные бумаги	10	12	10	0	5	
Хеджирующие инструменты	2	9			10	

Жесткие лимиты на инвестиции не нужны для развитых стран, с хорошо организованными финансовыми рынками и комплексными органами надзора. Однако, в развивающихся странах изначально детализированные ограничения на инвестиции оправданы отсутствием сложившегося и прозрачного рынка капиталов, обязательностью пенсионной системы и отсутствием богатого опыта инвестирования у менеджеров пенсионных фондов. Эти ограничения должны ослабляться вместе с развитием и совершенствованием внутренних финансовых рынков. Общим правилом благоразумного инвестирования является предпочтительность вкладывания средств в государственные ценные бумаги на рыночной основе. Ослабление ограничений и разрешение вкладов в акции обычно происходит при достижении активами пенсионных фондов, например, 5 % от ВВП, а разрешение вкладов в иностранные облигации – при достижении, например, 20% от ВВП. Обычно маленькие страны могут снять ограничения на инвестирование за рубеж раньше, чем крупные с диверсифицированными рынками капитала. Со временем пенсионные фонды становятся важнейшими институциональными инвесторами. Например, в ЮАР владельцами крупных пакетов акций различных предприятий являются пенсионные фонды, играющие значительную роль в определении стратегии развития предприятия. Независимый коллективный совет директоров может улучшить положение на многих стагнирующих предприятиях. В США и Великобритании, напротив, пенсионные фонды до недавнего времени предпочитали приобретать небольшие пакеты акций предприятий, но ситуация изменилась благодаря возникновению ассоциаций и групп пенсионных фондов. Пенсионные фонды также облегчают проведение приватизаций, так как обладают значительными средствами. В Чили, например, инвестиции в акции приватизированных предприятий составляют около 75% от всех инвестиций пенсионных фондов в корпоративные акции.

Пенсионные фонды могут сыграть большую роль в стимулировании развития и совершенствования финансовых рынков. Вместе с ростом активов фондов и их относительной значимости как инвесторов специально разрабатываются и выпускаются новые финансовые инструменты, удовлетворяющие растущие потребности пенсионных фондов. Например, в США основную заслугу в развитии рынка хеджирующих инструментов и деривативов приписывают возросшим потребностям пенсионных фондов контролировать свои риски. Пенсионные фонды могут также стать катализаторами развития эффективных торговых систем, современного бухучета и прозрачности финансовой информации.