

СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СРЕДСТВ НАКОПИТЕЛЬНОЙ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ

На сегодня все большее число граждан: от застрахованных лиц ПФР и участников негосударственных пенсионных фондов до профессиональных участников финансового рынка, задают вопросы – насколько можно доверять накопительной пенсионной системе? Граждан интересует не столько, как и куда инвестируются их пенсионные накопления, а каковы могут быть последствия такого инвестирования спустя годы и будет ли от этого для них польза, когда многие достигнут пенсионного возраста?

Недavno принятая и утвержденная Правительством Российской Федерации «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы» – насколько сможет быть полезной в реализации интересов граждан?

Несомненно, проблема эта более сложная и глубокая. По-

Александр ЩЕРБАКОВ
Научный сотрудник, НИФИ Минфина России

этому акценты нашей статьи несколько шире, чем проблемы текущего инвестирования.

Использование и инвестирование финансовых ресурсов пенсионных фондов

Понятие *использование* или *пользование* означает хозяйственное владение чем-либо¹. Пользоваться – значит улучшать, получать выгоду, прибыль. *Польза* – положительный, благотворный результат для кого и чего-нибудь. Одновременно польза – нажива, барыш, получение положительного качества от чего-нибудь². И наконец, *использование*, *польза* означает – хорошие положительные последствия, благо, выгода для дела³.

Использование финансовых ресурсов пенсионных фондов означает достижение хорошего, положительного результата от владения и распоряжения средствами накопительной пенсионной системы, получение выгод, доходов от размещения пенсионных накоплений на финансовом рынке и обеспечение выгод для участников пенсионных фондов и застрахованных лиц по пенсионному страхованию. Использование финансовых ресурсов негосударственных пенсионных фондов предполагает продолжительный по времени цикл деятельности, включающий периоды: осу-

ществление взносов, капитализацию накоплений и последующие пенсионные выплаты, в процессе чего должен быть получен положительный результат.

Понятие *использование* несомненно значительно шире понятия *инвестирование*. Научная тематика инвестирования направлена на рассмотрение финансовых рынков, инструментов и субъектов рынка. Использование предполагает исследование возможных результатов (последствий) инвестирования.

Если инвестирование представляет интерес для относительно узкого круга профессиональных участников финансового рынка, то использование отвечает на вопросы большого круга вкладчиков, участников пенсионных фондов и застрахованных лиц в накопительной пенсионной системе.

При рассмотрении проблемы использования финансовых ресурсов негосударственных пенсионных фондов недостаточно применять только методы анализа финансовых рынков. Необходимо воспользоваться более широкими теоретическими, аналитическими и статистическими методами исследования, рассмотреть:

– макроэкономические проблемы использования финансовых ресурсов накопительной

¹ Новый словарь русского языка под редакцией Ефимова Т.Ф. Т. 2. М.: Изд. «Русский язык», 2001, с. 209.

² Толковый словарь под редакцией Ушакова Д.Н. Т. 2. М.: Вече * Мир книги, 2001, с. 487.

³ Толковый словарь русского языка под редакцией Ожегова. Изд. 4-е доп. М.: Изд. «Азъ», 2003, с. 558.

пенсионной системы, включая средства пенсионных фондов;

– влияние современной экономической политики Правительства Российской Федерации и денежно-кредитной политики Центрального банка на размещение и использование средств пенсионных фондов;

– будущие потребности лиц старше трудоспособного возраста и факторы, влияющие на удовлетворение их платежеспособного спроса;

– возможности инвестиционного потенциала отдельных отраслей хозяйства для размещения финансовых ресурсов пенсионных фондов.

Методологической основой для анализа возможностей размещения пенсионных резервов и накоплений застрахованных лиц на финансовом рынке могут служить как теоретические положения, так и подходы, отвечающие на вопрос – в какой мере инструменты рынка позволяют обеспечить достижения положительного результата от использования средств накопительной пенсионной системы, получения выгод от размещения

пенсионных накоплений не только с точки зрения профессиональных участников фондового рынка, а прежде всего с позиции обеспечения интересов участников пенсионных фондов и застрахованных лиц по пенсионному страхованию в будущем.

Потребности и возможности

Рассмотрим два аспекта.

Первый – как соответствует отраслевая структура фондового рынка задачам удовлетворения социально-экономических потребностей граждан, включая лиц старше трудоспособного возраста.

Второй – каковы возможные последствия размещения финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы на фондовом рынке с точки зрения удовлетворения будущих потребностей пенсионеров?

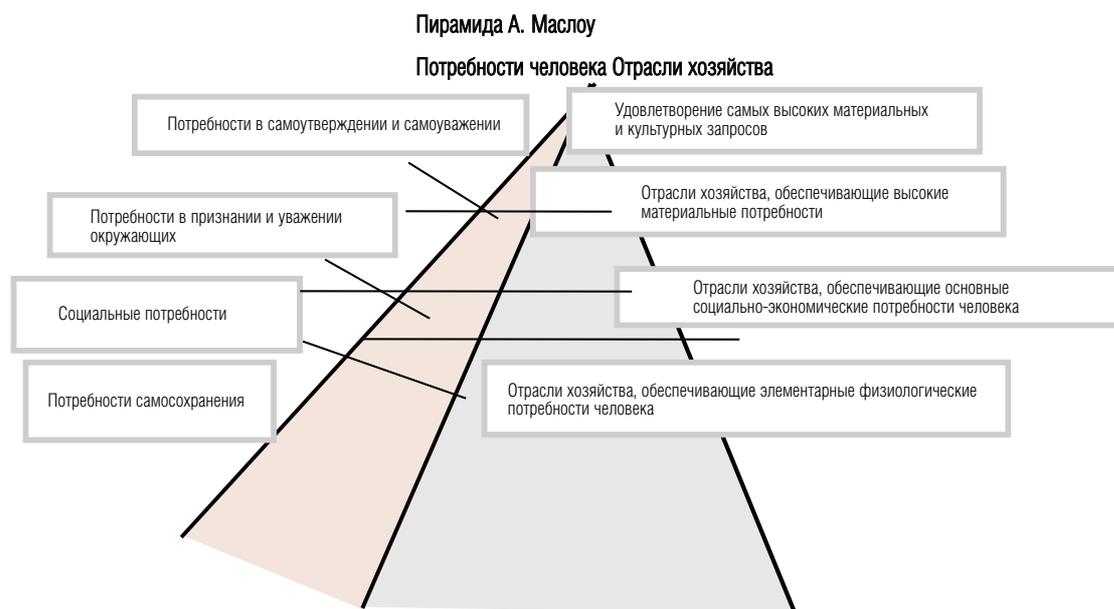
Потребности участников пенсионных фондов и застрахованных лиц накопительной пенсионной системы

Для более четкого понимания задач использования пенсионных накоплений рассмотрим

классическую пирамиду удовлетворения потребностей человека, по А. Маслоу⁴. Потребности выстроены в порядке убывания их значимости для человека. Теория мотиваций А. Маслоу наиболее значимыми ставит физиологические потребности человека. В нижних этажах пирамиды – удовлетворение первых жизненных потребностей человека. В верхних – удовлетворение высоких материальных запросов и духовных потребностей. Строеение пирамиды с позиций удовлетворения современных потребностей лиц старше трудоспособного возраста приводится на рисунке.

В современной экономике России основные потребительские расходы лиц старше трудоспособного возраста фактически направлены на удовлетворение двух нижних уровней потребностей. Удовлетворение иных, более высоких потребностей за счет пенсий пока недоступно для подавляющего числа пенсионеров. Средний размер пенсии составляет примерно треть средней заработной платы, около 60% трудоспособного

Рисунок



⁴ Маслоу А. О менеджменте. Самоактуализация. Просвещенный менеджмент. СПб.: Изд. «Питер», 2003, с. 86.

населения России и по своим доходам находится ниже или немногим выше черты бедности. Потребительские расходы в структуре денежных расходов лиц старше трудоспособного возраста в настоящее время составляют около 85 процентов всех расходов (более чем у других категорий населения), где аналогичные расходы в целом по России составляют 69,5 процентов⁵. Так, структура использования денежных доходов населением в 2003 году (в процентах к денежным доходам) представляла следующее: покупка товаров — 47,7; оплата услуг — 13,2; оплата обязательных платежей и взносов — 9,3; сбережения — 14,0; покупка валюты — 5,7 процентов. Тогда как расходы пенсионеров концентрируются в основном на оплате элементарных продуктов питания, обязательных коммунальных платежей, покупке лекарств. В меньшей степени это расходы на непродовольственные товары, платные медицинские услуги, транспорт, сбережения. Незначительна доля расходов на сбережения, отдых, туризм и культуру.

При менее благоприятной для экономики демографической ситуации проблематично предоставить льготы большой группе граждан, превышающей более 30 процентов общей численности населения, реальное содержание льгот будет оставаться низким, разумные лимиты таких льгот ограничены: инвалидами, малообеспеченными людьми, военными, сиротами и другими категориями, список льготников охватывает несколько групп населения, что составляет более трети населения.

Поэтому достаточно очевидно, на решение каких задач и удовлетворение каких первоочередных потребностей лиц старше трудоспособного возраста в ближайшие годы, на наш взгляд, необходимо направлять финансовые ресурсы

накопительной пенсионной системы. В последовательном, очередном удовлетворении потребностей пенсионеров — составных элементов (этажей) пирамиды состоит основной смысл использования средств накопительной пенсионной системы. При низком уровне жизни граждан первоочередные задачи использования финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы заключаются в эффективном развитии отраслей хозяйства, обеспечивающих население качественными и недорогими продуктами питания, непродовольственными товарами, лекарствами, приемлемым медицинским обслуживанием, доступными жилищно-коммунальными услугами, средствами связи и транспорта при относительно дешевом энергообеспечении.

Между тем экономическое и технологическое положение отраслей хозяйства, состояние производственного аппарата большинства предприятий, отвечающих за удовлетворение потребительского спроса, нельзя считать удовлетворительными, степень износа основных средств значительно превышает объем инвестиций в основной капитал. Технологические возможности предприятий и производимая продукция устарели, низкая конкурентоспособность и высокие затраты производства не удовлетворяют в необходимом объеме потребности лиц старше трудоспособного возраста, товары и услуги дороги и потому малодоступны.

Принципиальное отличие в подходах использования пенсионных резервов и накоплений от их инвестирования заключается в выборе альтернативы между ожидаемой инвестиционной доходностью накоплений от вложений на финансовом рынке и минимизацией потерь (ущерба, упущенных выгод для будущих пенсионеров), если своевременно не будут сделаны

вложения капитала в соответствующие отрасли хозяйства и не насыщенный рынок новыми товарами и услугами. Качество и эффективность российской накопительной пенсионной системы, включая негосударственное пенсионное обеспечение, во многом зависит от покупательной способности пенсий, прежде всего возможности пенсионеров приобретать необходимые товары и услуги, которые может предоставить потребительский рынок в будущем, способности удовлетворять широкий круг запросов пожилых людей за счет пенсий. Очевидно, что при размещении финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы, включая средства негосударственных пенсионных фондов, разумным было бы учитывать необходимость минимизации потерь, упущенных выгод и убытков, которые будет испытывать население, включая пенсионеров, в случае, если не будут своевременно сделаны соответствующие вложения капитала.

Данный аспект проблемы не отражен в «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006—2008 годы», других документах Правительства и, стало быть, не будет поддержан государством.

Возможности размещения пенсионных резервов и накоплений застрахованных лиц на фондовом рынке

Российский фондовый рынок сложился и развивается до настоящего времени обособлено от задач удовлетворения жизненно важных потребностей населения.

По источникам вложений российский фондовый рынок зависит от внешних портфельных инвесторов, в оценках экспертов, примерно 2/3 новых покупок совершают иностранцы, менее 1/3 приходится на российских портфельных инвесторов. Клиентскую базу российских брокерских контор в основ-

⁵ Социально-экономическое положение России 2003 г. Структура использования денежных доходов населения, табл. 2, стр. 221.

ном составляют физические лица, становление которых пришлось на период приватизации⁶. Основная проблема фондового рынка — низкая роль российских институциональных инвесторов. Кроме того, «подавляющая часть торгов российскими акциями сосредоточена на иностранных площадках», если в мае—июне 2003 года доля западных бирж в обороте торгов российскими акциями не превышала 40 процентов, то в аналогичный период 2004 года она уже составляла 80 процентов⁷. Рост стоимости акций в основном обеспечивается вложениями иностранных портфельных инвесторов. Этот фактор ставит российский фондовый рынок в зависимость от общемировой конъюнктуры и вызывает значительную нестабильность.

По географическому принципу структура российского фондового рынка довольно специфична, ведущие компании-эмитенты осуществляют свою деятельность в очень ограниченном числе регионов, исключение составляют естественные монополии, а основные портфельные инвесторы расположены в столице и нескольких крупных городах, признанных финансовыми центрами.

По отраслевому признаку фондовый рынок охватывает ограниченное число отраслей хозяйства, связанных с сырьевым экспортом. Из систематических отчетов торгов на ведущих фондовых биржах — Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) и Российской торговой системе (РТС) — следует:

А) на рынке акций:

1. В торговых системах отсутствуют ценные бумаги большого круга отраслей хозяйства, отвечающих за удовлетворение социально-экономических потребностей населения: легкая, медицинская, химико-фармацевтическая промышленность, а также сельского хозяйства и коммунального хозяйства.

2. Занимают низовые позиции ценные бумаги: пищевой, химической промышленности, предприятий машиностроения, отрасли строительного комплекса (кроме отдельных компаний-эмитентов).

3. Частично присутствуют на фондовом рынке, занимая место акций «второго эшелона», крупные предприятия энергетического, транспортного машиностроения, автомобильная и пищевая промышленность.

4. На более высоком уровне фондового рынка присутствуют региональные монополии энергетики и связи, частично пищевая, экспортеры сырья и продуктов его первичной переработки, авиатранспорт, крупные банки.

5. Лидирующие позиции на фондовом рынке представляют крупные сырьевые экспортеры и компании, занимающие монопольное положение в топливно-энергетическом секторе, транспорте и связи. На данную группу приходится подавляющая часть капитализации фондового рынка и большой объем торговых сделок. На сегодня около 95 процентов всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами 10 крупнейших эмитентов, на остальные (250 компаний-эмитентов) приходится менее 5 процентов оборота⁸. В США на бумаги, не входящие

в первую десятку, приходится 85 процентов оборота рынка.

Б) в секторе корпоративных долговых обязательств:

1. Рынок корпоративных облигаций в целом повторяет рынок акций, отражая отраслевую структуру сырьевого экспорта, производства продукции по первичной переработки сырья и крупнейших монопольных производителей товаров и услуг. Объем корпоративных заимствований со стороны производителей конечной продукции с большой долей добавленной стоимости незначителен.

2. Рынок депозитарных расписок (APR и CDR) российских компаний в отраслевом аспекте представлен нефтегазовым комплексом, цветной металлургией и монополиями энергетики и связи.

3. Еврооблигации российских корпоративных эмитентов представлены несколькими крупными банками и сырьевыми экспортерами (исключение составляют некоторые компании других отраслей промышленности).

И наконец, по характеру доходов российский фондовый рынок ориентирован на рост капитализации и в меньшей степени на выплату дивидендов.

В 2004—2005 годах не наблюдалось снижения доходности по основным ценным бумагам, происходило повышение капитализации недооцененных бумаг эмитентов, относящихся к «второму эшелону». Поступление на фондовый рынок новых финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы сохраняет общие тенденции роста, что поддерживает дальнейший рост котировок относитель-

⁶ Тимофеев Д. Россия растет! // Рынок ценных бумаг. — 2004. — №6. — с. 12.

⁷ Вьюгин О. NASDAQ открыл русский офис. // Рынок ценных бумаг. — 2004. — № 13. — с. 6.

⁸ Примечание: Если фондовый рынок 2001—2002 гг. представлял рынок «одной отрасли» — нефтегазового комплекса, а лидеры фондового рынка в 2002 г. обеспечивали основной рост индекса ММВБ, составившего 34 процента, и индекса РТС — на 38 процентов, капитализация рынка в системе РТС на конец года определялась в 93 млрд долл. США, за 2002—2004 гг. индекс РТС фондового рынка вырос на 134 процента, то к началу 2004 г. наметилась тенденция к преодолению отраслевой асимметрии фондового рынка, капитализация акций увеличилась до 200 млрд долл. США (оценка), что значительно превысило показатели предыдущего года, включая акции «второго эшелона».

но небольшого числа корпоративных бумаг нескольких крупных эмитентов.

Современные тенденции в развитии законодательства, регулирующие организованный фондовый рынок, направлены на ужесточение требований, предъявляемых к эмитентам при размещении ценных бумаг. Фондовыми биржами предъявляются все более высокие требования к компаниям-эмитентам.

Для большого числа компаний-эмитентов более низкого уровня, обеспечивающих потребительский спрос населения, эти условия сложно выполнить, круг доступных для инвестирования инструментов остается крайне узким. В такой ситуации размещение значительных пенсионных активов в имеющиеся ценные бумаги эмитентов увеличивает инвестиционный риск отраслевой асимметрии инвестиционного портфеля фондов. Поступление на узкий фондовый рынок новых пенсионных взносов, по оценкам экспертов и нашей оценке, в перспективе вызовет в дальнейшем ценовой «перегрев» относительно небольшого по количеству инструментов фондового рынка и способен привести к вероятному падению котировок.

Трудно согласиться с точкой зрения ряда экспертов, что фондовый рынок сможет самостоятельно преодолеть сырьевую направленность экономики, инвестировать значительные фи-

нансовые ресурсы в обрабатывающие отрасли. Теоретический довод, что рынок обеспечит гибкое перераспределение инвестиционных ресурсов, пока не подтвердился. Чтобы сложилась иная отраслевая структура фондового рынка, потребуются продолжительный, по меньшей мере 10-летний период времени, связанный со слияниями, поглощениями (включая банкротства) небольших компаний, концентрацией финансовых ресурсов самими компаниями-эмитентами других отраслей экономики, поэтапный переход ценных бумаг новых эмитентов к более высокому уровню котировок. Временные периоды, когда новые отрасли хозяйства будут представлены на фондовом рынке, продолжительны⁹. На реализацию различных инвестиционных стратегий при активном участии государства требуются разные периоды времени: стратегия опережения занимает 15–20 лет, стратегия «преследования» требует 10–15 лет, стратегия замещения одних отраслей другими (угольная отрасль замещается другими отраслями в Великобритании 70–80 гг.) – 10–15 лет, стратегия восстановления отраслей – 5–7 лет (послевоенное восстановление).

Таким образом, сложившаяся отраслевая структура фондового рынка и экономики в целом при размещении пенсионных накоплений создает два типа рисков: макроэкономиче-

ский – вызванный асимметрией финансовых потоков: нефтегазовый сектор и остальная экономика, и микроэкономический риск – вызванный сохраняющейся слабой восприимчивостью предприятий большинства отраслей хозяйства к рыночным стимулам (поступлением капитала фондового рынка), сопровождаемым ростом спроса на трудовые ресурсы и увеличением объемов производства. Отчасти, это связано с нежеланием предпринимателей поступиться частью собственности.

В качестве выводов можно заключить:

1 Отрасли хозяйства, отвечающие за удовлетворение социально-экономических потребностей населения, включая обеспечение лиц старше трудоспособного возраста, не занимают ведущих позиций на фондовом рынке. Наиболее значимая проблема – несоответствие отраслевой структуры фондового рынка задачам удовлетворения социально-экономических потребностей населения, включая лиц старше трудоспособного возраста. Акции и облигации предприятий, отвечающих за удовлетворение важнейших потребностей граждан, за исключением топливно-энергетического комплекса и услуг связи, занимают нижние позиции на рынке, либо находятся вне фондового рынка и относятся к высокорискованным¹⁰.

⁹ Примечание: С точки зрения использования средств накопительной пенсионной системы отрасли сырьевого и топливно-энергетического сектора экономики в целом выполнили задачу удовлетворения потребностей экономики населения, включая пенсионеров, другие отрасли хозяйства – нет. Первый выход на фондовый рынок предприятия легкой промышленности ОАО «Альянс Русский Текстиль» – размещение акций IPO, планируется осуществить подготовку займа к 2005 году. Финансовая группа «Разгуляй-УКРРОС» – первый отечественный агрохолдинг приступил к подготовке выпуска еврооблигаций, выпуск которых возможен только в 2007 году.

¹⁰ В рейтинге «Крупнейшие российские компании» по состоянию на 30 июня 2003 года из 200 компаний, занимающих ведущие позиции, занимает нефтегазовая отрасль с рыночной капитализацией около 120 млрд долл. США, в энергетике – занимают (начиная с 6-го места РАО «ЕЭС» и ниже) с общей капитализацией – около 15,5 млрд долл., телекоммуникационные компании – занимают начиная с 8-го места «Мобильные Телесистемы» и ниже) с общей капитализацией 12,5 млрд долл., черная и цветная металлургия – занимают (начиная с 7-го места ГМК «Норильский никель» и ниже с общей капитализацией 11 млрд долл., машиностроительные – занимают (начиная с 2-го места «Автоваз» и ниже) с общей капитализацией около 2 млрд долл., химическая и нефтехимическая отрасли – занимают (начиная с 2-го места и ниже) с общей капитализацией 1,2 млрд долл., пищевая промышленность – занимает (занимает 17-е, 19-е, 124-е, 158-е место с общей капитализацией 2,4 млрд долл. Другие отрасли хозяйства в рейтинге не представлены.// Коммерсант. – 2004. – № 1. – с. 74.

2. В отраслевых предпочтениях профессиональных участников фондового рынка, включая управляющих пенсионными фондами, заложена жесткая логика текущих предпочтений инвестирования и полностью отсутствует социально-экономический аспект размещения финансовых ресурсов пенсионных накоплений, т.н. «социально-экономическая значимость» для размещения пенсионных накоплений сильно преувеличена.

3. Необходимо констатировать, что современная отраслевая структура фондового рынка и будущие потребности участников фондов и застрахованных лиц накопительной пенсионной системы в настоящее время не только не совпадают, но принципиально расходятся, фондовый рынок пока не создает возмож-

ностей эффективного отраслевого размещения финансовых ресурсов накопительной пенсионной системы, требуются его существенные изменения, что, по нашему мнению, невозможно без активного участия государства.

4. Темпы роста объемов пенсионных накоплений в соответствии с количественной теорией денег, очевидно, должны увеличиваться и приведены в соответствие с темпами роста, равными динамике производства товаров и услуг, необходимых для удовлетворения потребностей будущих пенсионеров. Однако задача не только в соответствии объемов пенсионных накоплений и производства, необходимых для будущего потребления пенсионерами товаров и услуг, но и в возможности размещения финансовых ресурсов накопи-

тельной пенсионной системы в отрасли хозяйства, обеспечивающие структуру (пропорции) будущего потребления.

Наибольший оптимизм в отраслевой диверсификации фондового рынка, ориентированного на производство потребительских товаров и услуг, за последние несколько лет явился выпуск облигаций на основе процедуры IPO рядом российских корпоративных эмитентов. Однако этот процесс только в начальной стадии. В качестве одного из путей решения данной проблемы рассматривается возможность выпуска корпоративных ценных бумаг (корпоративных облигаций) гарантированных государством. Этот путь мало известен и не получил своего развития.



ПОСТАНОВЛЕНИЕ ПРАВИТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

от 12 сентября 2006 г. № 561

О внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 30 июня 2003 г. № 379

Правительство Российской Федерации постановляет:

Внести в пункт 1 постановления Правительства Российской Федерации от 30 июня 2003 г. № 379 «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 статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» и статьей 3615 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» (Собрание законодательства Российской Федерации, 2003, № 27, ст. 2804; 2004, № 7, ст. 536; № 40, ст. 3957; № 46, ст. 4545) следующие изменения:

а) в подпункте «е»:

после слов «открытых акционерных обществ» дополнить словами «, ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах, за исключением жилищных облигаций с ипотечным покрытием»;

дополнить подпункт предложением следующего содержания: «Указанное положение не распространяется на облигации российских хозяйственных обществ, обеспеченные государственной гарантией Российской Федерации, размещаемые в целях осуществления заимствований для финансирования ипотечного жилищного кредитования»;

б) подпункт «ж» изложить в следующей редакции:

«ж) средства пенсионных накоплений могут инвестироваться в жилищные облигации с ипотечным покрытием при условии, что указанные облигации включены в котировальный список хотя бы одной фондовой биржи».

Председатель Правительства
Российской Федерации

М. Фрадков