

Опубликовано на нашем сайте: 3 марта 2003 г.

Анализ перспектив инвестирования российских пенсионных капиталов: силы, слабости, возможности, угрозы

Недосекин Алексей Олегович, *ст. консультант компании Сименс Бизнес Сервисез, канд. техн. наук*

Введение

Закон РФ № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» [1] устанавливает рамочные условия для инвестирования средств накопительной составляющей пенсий на отечественном и мировом фондовом рынке. В своей работе [2] я акцентировал внимание на потенциальных проблемах управления этими инвестициями (в момент написания статьи Закон «Об инвестировании...» еще не вступил в силу и был принят только во втором чтении).

Прошел год, закон принят, инвестиции начались (пока только в государственные обязательства). И, если рассматривать инвестирование пенсионных капиталов как проектную деятельность, подлежащую оценке с позиций ожидаемой эффективности и риска (далее будем называть эту деятельность **Проектом**), то можно применять к такой деятельности стандартные процедуры маркетингового SWOT-анализа (подробно существо этой процедуры изложено в [3]). Здесь S – силы Проекта, W – слабости Проекта, O – возможности, открывающиеся перед Проектом; T – угрозы, относимые к Проекту.

Сильные и слабые стороны инвестиционного проекта – это его внутрисистемные составляющие. Они подлежат контролю и коррекции со стороны владельца Проекта (в нашем случае – государства и инвестиционных институтов). Возможности и угрозы имеют источником внешнее окружение Проекта, а посему они не могут быть скорректированы изнутри Проекта. Наоборот: Проект окажется успешным, если он будет наилучшим образом адаптирован к потенциальным угрозам и возможностям внешнего мира.

1. Сильные стороны Проекта

По результатам смены политического строя в СССР Россия осуществила переход с позиций супердержавы в категорию стран третьего мира, потеряв свыше половины своего экономического потенциала. За капиталистический выбор России пришлось заплатить массовым обнищанием населения, криминализацией всех сфер

жизни (включая тесное сращивание бюрократической машины с организованным преступным сообществом), утратой доминирующего геополитического положения. Главное же позитивное следствие перемен – демократизация общества и образование большого числа экономических субъектов, развивающихся по рыночным принципам.

Фондовому рынку России недавно исполнилось 10 лет, если не брать в расчет дореволюционную рыночную историю (мировой организованный фондовый рынок будет отмечать в 2011 году свое 400-летие). За короткое время 90-х годов прошлого века российскому фондовому рынку довелось пережить даже слишком многое: ваучерный бум, путч 1993 года, финансовые пирамиды, крах 1998 года. Но рынок устоял и вышел на новые рубежи. Поэтому **первой** и главной силой Проекта мы считаем наличие российского фондового рынка и накопленный на этом рынке неоценимый **боевой опыт** падений и взлетов. Мне довелось быть одним из организаторов рынка (я получил свой квалификационный аттестат 1-ой категории в 1992 году). Поэтому я понимаю существо вещей, о которых пишу. Забавный очерк тех времен можно прочитать на моем сайте [4].

За очень короткий срок рынок перешел с уровня примитивной розничной торговли сомнительными фондовыми ценностями типа акций на предъявителя «Дока-Хлеб» и билетов АО «МММ» на уровень биржевой электронной торговли. Этот качественный сдвиг сопоставим разве что с проведенной в СССР в кратчайшие сроки индустриализацией. Образовались и получили законный статус все необходимые рынку институты: сначала – инвестиционные и брокерские компании, затем – депозитарии, регистраторы, паевые инвестиционные фонды (образованные на базе чековых инвестиционных фондов). Институт инвестиционных консультантов развития не получил, - но все еще только начинается.

Вторая сильная сторона Проекта – это доминирующее положение России на мировом рынке **энергоресурсов**. При наличии отставания большинства сторон российской экономической жизни от уровня западных стран экономика сырья в России остается эффективной и прибыльной. Эффективность отрасли равна эффективности инвестиций. Поэтому развитие ресурсных индустрий провоцирует развитие рынка капиталов. Тем самым у фондового рынка имеется потенциал для долгосрочного развития и роста, как в плане роста суммарной рыночной капитализации, так и ведущих фондовых индексов.

Третья сильная сторона Проекта – наличие разветвленной **инфраструктуры** (железные и автомобильные дороги, телекоммуникации), которые также могут давать эффективную отдачу на инвестированный капитал. Структура собственности в этих секторах экономики – вопрос второй.

Вот, пожалуй, и все, что касается сильных сторон Проекта. Рассмотрим теперь его слабости.

2. Слабые стороны Проекта

Опыт, полученный на фондовом рынке его участниками, - это очень важное но совершенно недостаточное условие эффективности Проекта.

Поэтому в числе **первых и главных** слабостей Проекта я назову **отсутствие достаточного опыта** управления фондовыми активами – у субъектов фондового рынка, и **полное отсутствие опыта** управления пенсионными инвестициями – у Пенсионного фонда РФ, где эти инвестиции в основном и консолидируются. Поэтому здесь с неизбежностью возникнут издержки, связанные с целым рядом моментов – с организационно–правовыми коллизиями управления, с убытками по причине неверной оценки инвестиционных перспектив тех или иных рынков, и так далее.

На **второе** место я ставлю **неразвитость** рыночной экономики в РФ. Суммарная рыночная капитализация РФ, по моим оценкам, не превышает 100 млрд. долл., в то время как в США такой капитализацией обладают несколько десятков компаний. Российский фондовый рынок технически слаб, он живет с постоянной оглядкой на рынок США, и с этой точки зрения он уязвим. Пенсионная система уже сейчас готова предоставить в распоряжение рынка финансовый поток в размере 2-3 млрд. долл. Но рынок не в состоянии усвоить этот поток, потому что связанное с этим разведение капиталов новыми эмиссиями способно нарушить сложившийся баланс интересов собственников крупнейших российских корпораций.

Третье: экономика России носит **экспорториентированный** характер. В этом смысле она однобока и чрезвычайно конъюнктурно-уязвима. Сырьевые отрасли монополизированы, а контроль над ними имеет чрезвычайно малая группа собственников, называемых олигархами. Интересы олигархов очень часто оказываются в противоречии с национальными интересами России (простенький пример – экспорт капитала из страны).

Четвертое: российский фондовый рынок абсолютно **неисследован**. Невозможно в кратчайшие сроки получить инвестиционную рекомендацию или получить развернутый отчет по эмитенту. Большая часть необходимой финансовой информации находится в закрытом доступе и распространяется информационными агентствами за плату. То есть инвестор (частное лицо или инвестиционный институт) вынужден принимать свое инвестиционное решение в условиях расплывчатой, неполной и труднодоступной информации.

Пятое: сама пенсионная система в РФ терпит **кризис**. Неуклонно снижается фактическая платежность выплачиваемых пенсий. По данным [5], за восемь лет, начиная с 1990 года, средний размер трудовой пенсии, исчисляемый в ценах 1990 года, снизился в **четыре раза** (!) и продолжает неуклонно снижаться. Государство явно не справляется с задачей обеспечения достойной старости своим гражданам.

Шестое: неблагоприятны демографические тенденции. Население планеты, и в том числе России, неуклонно стареет. Одновременно снижается численность экономически активного населения, а в России – и численность населения в целом. Все это вместе дает соотношение работающих и пенсионеров как 1.3 к 1. Всего через пару десятков лет численность работающих и пенсионеров сравняется.

Таблица 1. Отказ государства от своих обязательств

Крупнейшие денежно-финансовые катаклизмы, организованные государством, в России (СССР) в XX веке			
Дата	Содержание	Авторы	
		Руководители правительств	Руководители денежных и финансовых властей
Январь 1918	Отказ от погашения государственного долга (царских и Временного правительства)	В.Ленин	В. Менжинский
1918-1923	Гиперинфляция совзнака	В.Ленин	В.Менжинский
1926	Отказ от частичной конвертируемости червонца	А.Рыков	Н.Брюханов
Декабрь 1947	Конфискационная денежная реформа	И.Сталин	А.Зверев
1956	Отказ от погашения государственных облигаций восстановления народного хозяйства	Н.Хрущев	А.Зверев
Январь 1961	Конфискационная денежная реформа	Н.Хрущев	В.Гарбузов
Январь 1991	Конфискационная денежная реформа (замена 50- и 100-рублевых банкнот)	В.Павлов	В.Герашенко
Декабрь 1991	Отказ от платежей по внешнему государственному долгу СССР (банкротство Внешэкономбанка СССР)	Б.Ельцин	Г.Матюхин
Июль 1993	Конфискационная денежная реформа (замена советских рублей на российские)	В.Черномырдин	В.Герашенко
Октябрь 1994	«Черный ворник» (девальвация рубля на 27% за один день)	В.Черномырдин	В.Герашенко, С.Дубинин
Август 1998	Девальвация рубля, банкротство государства по внутреннему долгу, введение контроля на движение капитала	С.Кириенко	С.Дубинин, М.Задорнов

Седьмое: тяжелое наследие сложившихся взаимоотношений между государством (СССР – РФ) и своими гражданами. Досадно сознавать, но за

прошедшие 100 лет Россия абсолютно дискредитировала себя как гарант экономического благосостояния своих граждан. В сумеречные августовские дни 1998 года в одной из газет [6] был приведен свод фискальных мероприятий, приведших к тотальному обнищанию населения (табл. 1). Сюда же нужно отнести и последние события возврата вкладов, принудительно замороженных на 10 лет в Сбербанке в те времена, когда министром финансов СССР был В. Павлов. Эти накопления не прошли индексацию и вернулись к своим владельцам в номинальном выражении, т.е. совершенно обесценившимися. Еще один позорный эпизод в новейшей российской истории.

Что-то нужно делать для того, чтобы кардинально менять имидж государства, как главного обиралы, в глазах населения. С приходом к власти Путина для этого есть все основания, и новые налоговые реформы внушают определенный оптимизм. Неуклонно повышается международный рейтинг российских облигаций. Прекрасно, но этого недостаточно. Государство должно принимать все усилия для того, чтобы формировать в глазах граждан образ гаранта социальной стабильности, а не разорителя этой стабильности, - и, желательно не на словах, а законодательно зафиксировать гарантию сохранности пенсионных средств всеми имеющимися в распоряжении государства ликвидными и неликвидными активами, в том числе землей.

Итак, мы перечислили **семь слабостей**. Даже по количеству их в два раза больше, чем сил. То же происходит и в качественном отношении. Поэтому можно смело сказать, что пенсионная реформа строится и развивается на весьма рыхлом, уязвимом экономическом фундаменте.

3. Возможности Проекта

Мировой кризис, спровоцированный шатким финансовым положением США, дает России некоторые преимущества в грядущем переделе рынка капиталов. По мере того как Россия будет признаваться страной с рыночной экономикой, где права инвестора неуклонно соблюдаются и законодательно защищены, - в той же степени на этот рынок будут притекать капиталы из других стран. Поэтому здесь **первая** и главная возможность – эта **интеграция** России в мировой финансовый рынок, повышение рейтинга российских бумаг до уровня, пригодного для инвестиций со стороны зарубежных институциональных инвесторов, повышение организованности фондового рынка и его участников, создание системы государственных гарантий и развитие законодательства в финансовой сфере. Все это способно вызвать приток капитала на рынок на уровне, измеряемом десятками миллиардов долларов в год. Такой скачкообразный рост капитализации придаст рынку новый уровень технической силы. Выход зарубежных игроков на рынок послужит развитию института маркетмейкеров – участников, поддерживающих объявленные двусторонние котировки. Такая система с неизбежностью приводит к повышению ликвидности рынка и, как следствие, - к росту его привлекательности.

Появление на рынке новых сильных игроков приведет и большей степени защищенности накопительной составляющей пенсий, размещенной на этом рынке. В частности, такая защищенность может быть достигнута и поддерживаться с применением инструментов **рынка производных ценных бумаг** и с появлением принципиально нового для России типа бумаг – индексных опционов. Индексные пут-опционы – это инструмент, позволяющий хеджировать риски владельца портфеля, структурированного под соответствующий рыночный индекс. Таким образом могут быть защищены инвестиции инвестиционных компаний и негосударственных пенсионных фондов, в чьем доверительном управлении находятся не отдельные ценные бумаги а именно классы бумаг. Здесь я усматриваю **вторую** возможность рынка.

Третья возможность – это выведение из тени «серых» зарплат. Понятно, что государственная составляющая в структуре пенсий уже через 20 лет будет невысокой (от 20 процентов при 100% в настоящий момент). Такое положение вещей может побудить работников российских предприятий склонять собственников к легализации заработков. Следствие – увеличение потока поступлений в накопительную пенсионную систему.

Четвертое. С выводом пенсионных капиталов на зарубежные рынки появляется возможность научно обоснованной **диверсификации** инвестиций.

4. Угрозы Проекта

Главная угроза Проекту исходит от США. Сегодня видно, что терпит кризис, переживает рецессию эмитент мировой резервной валюты и генератор единой меры стоимости. Все происходящее в США провоцирует руководство этой страны на то, чтобы выйти из сложившегося положения любыми средствами. В области экономики – это стратегия «кризиса на экспорт» (подробнее об этом в [7]), а в области внешней политики – банальная военная экспансия, направленная на передел сырьевого рынка (по-моему, уже ни у кого нет сомнений, что именно этому посвящена грядущая война в Ираке).

Наиболее ожидаемый сценарий развития событий таков. Захватив Ирак, США поставят под свой контроль иракскую нефть и тем самым снизят мировые цены на нефть (например, с 30 до 18 долларов за баррель). Это вызовет обвальное падение прибыльности российских экспортеров. В результате окажется аннулированной одна из ключевых сильных сторон Проекта. Все это приведет к тому, что нефтяной рынок окажется инвестиционно непривлекательным, и этот сегмент российского фондового рынка постигнет стагнация.

Надо сказать открытым текстом, что, развязывая иракскую войну, США создают угрозу национальным интересам России (не говоря уже о том, что этими действиями аннулируется экономическое присутствие России в Ираке).

Второе – это **концентрация** пенсионных капиталов в руках государства. Население, приобретя опыт недоверия частным фондовым структурам, склоняется к тому, чтобы доверить управление своими пенсионными накоплениями государственной инвестиционной компании (по оценкам, таких лиц бюджет от 80% общего числа будущих пенсионеров). Концентрация управления увеличивает цену ошибочных решений, принимаемых государственной инвестиционной компанией. Отсутствие равномерного распределения потоков управления может также вызвать резкое повышение волатильности рынка, провоцируемое организаторами крупных денежных потоков. Таким образом, снижается надежность пенсионных инвестиций.

Третья угроза имеет внутреннее происхождение. Слишком велик соблазн для негосударственных пенсионных фондов и инвестиционных компаний использовать поступающие к ним пенсионные потоки для решения собственных задач (например, для покрытия убытков прошлых лет). Впрочем, с этим все же можно бороться.

Выводы

Россия вступает в полосу **пенсионного самообеспечения**. Право на достойную старость в эти времена зарабатывается трудом самих будущих пенсионеров, что выражается известной поговоркой: «как потопаешь, так и полопаешь».

Появляется стимул и для развития негосударственного пенсионного обеспечения. Для сравнения: в США государственная пенсия в суммарных доходах пенсионера составляет только 40%. Порядка 20% доходов пенсионер зарабатывает партаймом (временной работой на неполный рабочий день), 18% - это пенсия, спонсируемая бывшим работодателем в рамках индивидуального пенсионного плана. Все остальные доходы проистекают из личных сбережений. В России ситуация такова, что 100% легальных доходов сегодняшних пенсионеров – это государственные пенсии, а все остальное – это торговля продуктами с собственного огорода. Такая ситуация не устраивает никого и нуждается в радикальной коррекции.

Однако может оказаться, что пенсионные реформы потерпят крах. Для этого у нашего Проекта предостаточно угроз и слабостей. Главная проблема в том, что Россия форсированными темпами должна пройти путь, который развитые страны проходили в течение нескольких столетий. Уважение к собственности – вот базис успешных инвестиций. Нам – государству, его институтам, его гражданам – еще предстоит этому только учиться. Чем мы располагаем с избытком – это опытом **неуважения** к частной собственности. Чтобы преодолеть этот рубеж, надо где-то перестать быть советскими людьми, а в какой-то мере – и русскими (пустить петуха кулаку-мироеду, «отнять и поделить» - это опять же русская идея, восходящая к общинному хозяйственному укладу).

Моя статья выдержана в тревожном ключе. Я считаю, что видеть опасность и знать, как с ней можно бороться – это половина дела. Вторая половина дела – в наличии политической воли всех субъектов рынка на парирование угроз и развитие возможностей, на укрепление сил и нивелирование слабостей, в наличии внятной государственной политики в области управления пенсионными инвестициями.

Управлению российскими пенсионными инвестициями я посвятил монографию [8]. В ней рассмотрены научные аспекты фондового менеджмента.

Перечень цитируемых источников

1. Закон РФ № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации». – На сайте: <http://www.akdi.ru/gd/proekt/088075GD.SHTM> .
2. Недосекин А.О. Проблемы управления накопительными инвестициями Пенсионного фонда РФ. – На сайтах: <http://www.finansy.ru/publ/pnalog/003.htm>, http://sedok.narod.ru/sc_group_2002.html .
3. Симкин Л., Дибб С. Практическое руководство по сегментированию рынка. СПб, Питер, 2002.
4. Резанцев В. Возвращение к Дольменам. Фрагмент 478 (Путч, октябрь 1993 года). – На сайте: http://sedok.narod.ru/d_files/fr478.htm .
5. Соловьев А.К. Экономические основы обязательного государственного пенсионного страхования в Российской Федерации. М.: Современная экономика и право, 1999.
6. Е.Свешникова. Лучше не будет... // Новые Известия, 27 августа 1998. – Также на сайте: http://sedok.narod.ru/d_files/fr197.htm .
7. Быков П. Кризис на экспорт. – На сайте: http://sedok.narod.ru/d_files/fr388.htm .
8. Недосекин А.О. Фондовый менеджмент в расплывчатых условиях. СПб, Сезам, 2003. – Также на сайте: http://sedok.narod.ru/sc_group.html#book_2 .