

Опубликовано на нашем сайте: 10 апреля 2003 г.

Яков Миркин, зав. кафедрой
Финансовой академии при
Правительстве РФ

Ирина Добашина, доцент,
Финансовая академия при
Правительстве РФ

Пенсионная реформа и финансовый потенциал НПФ: риски и прогнозы

Слом структуры старой пенсионной системы в 2001 – 2003 гг., быстрый рост НПФ - приметы *нового эксперимента* со средствами среднего класса. *Первый* из них – чековые инвестиционные фонды (более 600). К концу 90-х перестали существовать с огромными потерями для населения. *Второй* – ПИФы (более 60, чистые активы – около 1 млрд. долл.). Развитие - замедленно, производно от колебаний финансового рынка, велики риски и налоговая нагрузка в сравнении с депозитами в банках.

Третий эксперимент – возможность в ближайшие годы лично управлять накопительной частью своего счета в Пенсионном фонде РФ, получать прибыли и терпеть убытки, передавая средства в НПФ или частную управляющую компанию. Для тех, кому сейчас 35, - это примерно половина пенсионных средств, которые платят компании на их личные счета в Пенсионном фонде РФ. Приватизируются риски и ответственность за финансовое будущее (через 15 – 20 лет) большинства российских семей.

Готова ли пенсионная отрасль к такому повороту событий?

Структура и инвестиционный потенциал пенсионной отрасли

Улучшение финансовой ситуации в России в 1999 – 2002 гг. (рост монетизации, нормализация платежного баланса, восстановление оборотов и капитализации фондового рынка, увеличение доходов реального сектора, связанное с девальвацией рубля и высокими ценами на нефть) привело к опережающему, в сравнении с другими финансовыми институтами, развитию отрасли негосударственных пенсионных фондов (НПФ). По сводным данным Инспекции НПФ при Минсоцтруда РФ, число лицензированных НПФ выросло с 267

в январе 2000 г. до 381 на начало января 2002 г. и 386 на начало июля 2002 г. Устойчиво высокой является концентрация НПФ в Москве и в Санкт-Петербурге (см. *табл. 1*). Доля НПФ, находящихся в Москве, составила 42.3% в сентябре 2000 г. и 41.8% в августе 2002 г., в Санкт – Петербурге – 6.2% и 7.2% соответственно. На начало июня 2002 г. более 50 компаний (в основном, московских) получили лицензию ФКЦБ России на право управления активами пенсионных фондов.¹

*Таблица 1**

Региональное распределение НПФ

Показатель	Сентябрь 2000	Июль 2002 (на начало месяца)
Всего НПФ, по которым опубликованы данные, из них	227	251
<u>Москва</u>		
-число организаций	96	105
-% к численности по стране	42.3	41.8
<u>Санкт – Петербург</u>		
-число организаций	14	18
-% к численности по стране	6.2	7.2
<u>Екатеринбург</u>		
-число организаций	3-4	5-6
-% к численности по стране	1.3-1.8	2.1 – 2.4

*По сводным данным о деятельности НПФ, опубликованным Инспекцией НПФ при Министерстве труда и социального развития РФ и размещенным на сайте Инспекции в Интернет www.npfinsp2.narod.ru, www.pensioreform.ru.

Постоянно растут инвестиции НПФ в экономику. На начало 2000 г. объем инвестиций составил 14.4 млрд. руб.² (более 0.5 млрд. долл.)³, на начало 2002 г. – 33.6 млрд. руб. (1.1 млрд. долл.), на начало июля 2002 г. – 46.5 млрд. руб. (1.48 млрд. долл.). Объем вложений НПФ невелик в сравнении с дефицитом инвестиций в экономику России (по оценке, 400 – 450 млрд. долл. на 4-5 лет),⁴ в сопоставлении с капитализацией рынка акций (90-95 млрд. долл. по группе в 150-200 эмитентов, имеющих рыночные котировки, на конец 2002 г.). Вместе с тем указанные инвестиции являются значимыми в сравнении с объемом государственных и корпоративных облигаций, векселей, находящихся в обращении (ГКО – ОФЗ – 5.9 млрд. долл.,⁵ корпоративные облигации – до 1 млрд. долл., векселя – 18.5 млрд. долл.).⁶

Концентрация НПФ в Москве по объему инвестиций выше уровня концентрации по численности НПФ (41.8%, *табл. 1*). Доля московских НПФ в инвестициях, осуществленных

¹ Расчеты на основе данных ФКЦБ России, опубликованных на сайте ФКЦБ России в Интернет www.fedcom.ru.

² Колобаев О.М., Мудраков В.И. Анализ развития негосударственного пенсионного обеспечения в 1999 году и в 1 квартале 2000 года. Источник: www.pensioreform.ru.

³ Здесь и далее расчеты по официальному курсу рубля к доллару США, устанавливаемому Банком России.

⁴ Расчеты см. в разделе по анализу финансового рынка.

⁵ Бюллетень фондового рынка, выпускаемый Банком России (на 5 июля 2002 г.), www.cbr.ru

⁶ Оценка объема векселей, находящихся в обращении, см в разделе по анализу финансового рынка.

негосударственными пенсионными фондами в целом по стране, составляет на начало июля 2002 г. 86% (39.9 млрд.руб.), Санкт – Петербургских НПФ – 2.3% (1.07 млрд. руб.).⁷

Рынок инвестиций, осуществляемых НПФ, олигополистичен, на нем доминирует небольшая группа отраслевых НПФ, связанных с крупнейшими эмитентами, прежде всего экспортерами газа и нефти, энергетическим и транспортным сектором. Сравнительная характеристика крупнейших НПФ по размеру инвестиций приведена в *таблице 2*.

*Таблица 2**

**Сравнительная характеристика крупнейших НПФ по размеру инвестиций
(на начало июля 2002 г.)**

Негосударственные пенсионные фонды	Местонахождение	Величина инвестиций, млрд. руб.
НПФ с объемом инвестиций, превышающих 1 млрд. руб.		
НПФ "Газфонд"	Москва	22.2
НПФ "ЛУКОЙЛ – Гарант"	Москва	4.0
НПФ "Сургутнефтегаз"	Сургут	2.5
НПФ "Благосостояние" (МПС)	Москва	2.3
НПФ Электроэнергетики	Москва	1.2
Накопительный итог	x	32.0 (68.9% инвестиций пенсионной отрасли)
НПФ с объемом инвестиций, от 0.5 до 1 млрд. руб.		
НПФ "Национальный НПФ!"	Москва	0.97
НПФ "Внешэкономфонд"	Москва	0.8
НПФ "Алмазная осень" (АЛРОСА)	Республика Саха	0.7
НПФ "Ростелеком – Гарантия"	Москва	0.7
НПФ "Телеком-Союз"	Москва	0.6
НПФ "РЕГИОНФОНД"	Москва	0.6
НПФ "ГНК-Владимир"	Владимир	0.5
Накопительный итог	x	36.87 (79.4% инвестиций пенсионной отрасли)
НПФ с объемом инвестиций, от 0.1 до 0.5 млрд. руб.		
НПФ "Уголь"	Москва	0.49
НПФ "Профессиональный"	Ханты-Манс. о.	0.46
НПФ "ГАЗ"	Н.Новгород	0.44
НПФ "Нефтегарант"	Москва	0.38
НПФ Сберегательного банка	Москва	0.36
НПФ ОПК	Москва	0.33
НПФ "Шексна-Гефест"	Вологод. обл.	0.29
НПФ "Мега"	Х.-Мансийский о.	0.29
НПФ "Благоденствие"	Иркутск	0.27
НПФ "Социальное развитие"	Липецк	0.25
НПФ "АвтоВаз"	Наб.Челны	0.21
НПФ "Универсал"	Москва	0.16
НПФ "Империя"	Волгоград	0.15
Сургутский МНПФ	Сургут	0.15
МНПФ "Аквилон"	Ям.-Ненец. о.	0.15
Русский промышленный ПФ	Москва	0.14
НПФ "Моспромстрой – Фонд"	Москва	0.13

⁷ Рассчитано по сводным данным о деятельности НПФ, опубликованным Инспекцией негосударственных пенсионных фондов при Министерстве труда и социального развития РФ и размещенным на сайте Инспекции в Интернет www.npfinsp2.narod.ru, www.pensioreform.ru.

НПФ «Дорога»	Москва	0.13
НПФ «Сибирский»	Красноярск	0.1
НПФ «Благо»	Москва	0.1
Итого по НПФ с объемами инвестиций свыше 0.1 млрд. руб.	х	41.85 (90.1% инвестиций пенсионной отрасли)

*По сводным данным о деятельности НПФ, опубликованным Инспекцией НПФ при Министерстве труда и социального развития РФ и размещенным на сайте Инспекции в Интернет www.prfinsp2.narod.ru, www.pensioreform.ru.

В итоге, распределение НПФ по объему инвестиций имеет следующий вид (*таблица 3*):

*Таблица 3**

**Сравнительная характеристика крупнейших НПФ по размеру инвестиций
(на начало июля 2002 г.)**

Показатели	НПФ с объемом инвестиций, превышающих 1 млрд. руб.	НПФ с объемом инвестиций, от 0.5 до 1 млрд. руб.	НПФ с объемом инвестиций, от 0.1 до 0.5 млрд. руб.	НПФ с объемом инвестиций ниже 0.1 млрд. руб.	Всего учтенных НПФ
Число НПФ, шт.	5	7	20	219	251
Доля в численности НПФ, %	2.0	2.8	8.0	87.2	100.0
Объем инвестиций, млрд. руб.	32.0	4.87	1.14	8.44	46.45
Доля в инвестициях пенсионной отрасли, %	68.9	10.5	2.4	18.2	100.0

*Рассчитано в соответствии с данными табл. 2

5 крупнейших НПФ (2% от их общей численности) формируют около 70% всех инвестиций пенсионной отрасли, в т.ч. наиболее крупный – НПФ «Газфонд» – 47.8% инвестиций (см. *табл. 2 – 3*). На 12 НПФ с объемами инвестиций свыше 0.5 млрд. руб. приходится почти 80% всех инвестиций, приходящихся на негосударственные пенсионные фонды России. Подавляющее большинство НПФ – очень мелкие финансовые институты: 219 НПФ формируют инвестиции объемом менее 100 млн. руб. каждый (менее 3 млн. долл.). На эти НПФ, составляющие 87.2% от общей численности российских НПФ, приходится лишь 18.2% объема инвестиций.

Соответственно, чрезмерно высокий уровень концентрации в пенсионной отрасли, ее зависимость от крупнейших предприятий, абсолютное преобладание в ней финансовых институтов, которые (учитывая незначительные объемы располагаемых ими денежных ресурсов и инвестиций) не являются жизнеспособными, невозможность в связи с этим выполнения важнейшей функции пенсионной отрасли – перераспределения денежных ресурсов на цели инвестиций - предполагают необходимость реструктурирования системы НПФ, проведения в ней осторожных, с учетом высоких рыночных рисков реформ.

Структура и риски инвестиций НПФ

По данным Инспекции НПФ при Минсоцтруда РФ,⁸ а также данным Инспекции, опубликованным в 2001 г.,⁹ структура портфеля активов НПФ в 1996 – 2001 гг. имела следующий вид (*табл.4*).

Таблица 4*

Структура инвестиций НПФ, %

Период (конец года)	Ценные бумаги Российской Федерации	Ценные бумаги субъектов РФ	Ценные бумаги других эмитентов	Банков- ские вклады	Валютные ценности	Недвижи- мость	Прочие	Всего
1995	68.1	0.4	12.8	13.8	0.5	1.5	2.9	100
1996	49.0	2.6	27.2	7.4	0.02	2.9	10.88	100
1997	39.6	2.3	47.4	4.7	0.8	2.5	2.7	100
1998	33.2	2.6	52.3	3.9	0.5	1.9	5.6	100
1999	13.9	0.7	66.5	11.1	1.2	0.8	5.8	100
2000	15.9	0.7	63.5	14.0	1.6	0.8	3.5	100
9 мес.2001	17.4	1.5	59.3	15.6	0.9	1.0	4.3	100

По итогам за 9 месяцев 2001 г. векселя и другие неэмиссионные ценные бумаги составили 22.6% инвестиций, акции и облигации предприятий – 36.7% портфеля инвестиций НПФ. Современные данные о состоянии инвестиций НПФ являются выборочными и сводятся к следующему (ноябрь 2002 г.):¹⁰ а)75.6% пенсионных резервов размещено в финансовые инструменты со сроком погашения от 3 месяцев до 1 года; 10% - в «длинные инструменты» со сроком обращения свыше 1 года; б)более 50% инвестиций НПФ занимают инструменты с фиксированной доходностью, в т.ч. в 2001 – 2002 гг. доля вложений в корпоративные облигации в совокупном портфеле НПФ выросла с 1.5% до 5.5%; в)не менее 16% пенсионных средств вложены в векселя; д)значительна доля вложений в акции.

Как видно из анализа, профиль инвестиций пенсионных фондов - рискованный. Структура портфеля инвестиций НПФ автоматически следует за динамикой и изменениями структуры отечественного рынка ценных бумаг. НПФ несут все риски обращающихся на нем финансовых инструментов, хотя и в пределах ограничений, установленных государством на структуру их активов.

⁸ Е.Якушев. Практика управления активами негосударственных пенсионных фондов. Тезисы доклада на семинаре Института Восток – Запад (TASIS). Опубликовано на сайте в Интернет : www.pensioreform.ru.

⁹ Опубликовано на сайте в Интернет www.yourmoney.ru (данные за 9 месяцев 2001 г.).

¹⁰ Комментарии к отчетности за 6 месяцев 2000г., размещенные на сайте Инспекции негосударственных пенсионных фондов в Интернет www.npfnsp2.narod.ru; сообщение Интерфакс от 22 ноября 2002 г. (выступление руководителя Инспекции негосударственных пенсионных фондов В.Мудракова на конференции «Международное партнерство и инвестиции в развитие рынка социальных услуг России»).

Среднесрочный прогноз рисков пенсионной реформы

Прогноз на 5 – 7 лет: сохранение чрезмерной концентрации в пенсионной отрасли, ее зависимости от крупнейших предприятий, абсолютного преобладания в ней мелких институтов (они остаются таковыми и при повышении требований к капиталам до 1 – 1.5 млн. долл.). Учитывая налоговые льготы и перекрестные владения, большинство жизнеспособных НПФ будут являться дочерними институтами предприятий или их групп. Крупный независимый НПФ, ориентированный на массового розничного клиента, по-прежнему останется уникальным образованием (если вообще будет существовать). После всплеска конкуренции на рынке останется считанное число дочерних управляющих компаний, ответственность которых перед клиентами будет отделена от владеющих ими брокеров и банков. Эти компании будут также невелики по размерам и подвержены финансовым рискам.

Российский рынок ценных бумаг является одним из самых волатильных в мире (*табл. 5*), находится в группе из нескольких стран - формирующихся рынков, волатильность которых (оцененная по коэффициенту вариации значений фондовых индексов) в несколько раз выше (до 5-8 раз), чем на развитых рынках. Таким фондовый рынок был до кризиса 1998 г., таким он остается и сейчас. Финансовые инструменты, которые он предлагает и в которые будут вложены средства НПФ, неизбежно будут нести высокие риски.

*Таблица 5**

Волатильность российского рынка акций в 1999 – 2002 гг.

Показатель	1999 г.				2000 г.				2001 г.				2002 г.	
	28.01	08.07	21.09	31.12	24.03	29.06	29.08	21.12	25.06	07.08	03.10	29.12	20.05	06.08
Значения фондового индекса РТС – локальные максимумы / минимумы	54.5	147.4	76.2	177.7	243.9	163.0	245.5	132.1	224.9	189.4	174.2	260.0	426.9	314.0
Отклонения от предыдущего экстремума фондового индекса РТС, %	x	+170	-48.3	+133	+37.3	-33.2	+50.6	-46.2	+70.7	-15.8	-8.0	+49.3	+64.2	-26.4

*По данным РТС (значения фондового индекса на момент закрытия торгов). Значения показателей округлены.

Таким образом операционная структура и финансовая устойчивость пенсионной отрасли не соответствуют модели пенсионной реформы и потребностям массового среднего класса. Эта модель создает высокие риски для пенсионных денег населения в самой чувствительной их части – в доступных для управления накопительных счетах обязательного пенсионного страхования. На разогретом пенсионном рынке могут быть повторены проблемы вкладчиков и акционеров 90-х годов.

Формирующиеся экономики, зависящие от экспорта сырья (такой пока является экономика России), являются волатильными, в них неизбежны политические риски, времена инфляции и финансовых кризисов. В последние сто лет в России каждое поколение людей хотя бы единожды теряло свое имущество и сбережения. Теряло прежде всего деньги и активы «на старость». Та модель пенсионной системы, которая сейчас создается, не является устойчивой к крупным финансовым стрессам. Создавая новые стимулы для среднего класса и перемещая часть пенсионных денег из области ответственности государства в частную сферу, в том числе в область более рискованных инвестиций, она не создает системы противовесов, снижающих эти риски в случае финансовых и политических кризисов, вызванных самим государством.

Нет особых надежд и на ужесточение государственного регулирования, идущее в ходе пенсионной реформы, как инструмент снижения рисков. До 1998 г. не было более развитой системы регулирования, чем для банков, что не помешало государству создать кризис на рынке ГКО-ОФЗ, а части крупнейших банков принять на себя спекулятивные риски, разрушиться, создать бридж-банки и вновь мирно существовать, перенеся потери на клиентов.

Интересы среднего класса в этой связи в том, чтобы государство осторожнее двигалось в пенсионной реформе, занимаясь стресс-тестированием и в большей мере сохраняя свою ответственность за пенсионные деньги (например, введение государственного страхования инвестиций с накопительных счетов населения в Пенсионном фонде РФ, эмиссия 10-20-летних государственных ценных бумаг, индексированных по уровню инфляции, для вложения в них пенсионных денег). Другой интерес – расширение инструментов, находящихся в распоряжении владельцев накопительных счетов, для управления рисками своих инвестиций за счет средств обязательного пенсионного страхования. Например, возможности открывать за счет этих денег пенсионные счета в Сберегательном и других крупных банках с условиями, позволяющими производить из них пенсионные выплаты по достижении 55 – 60 лет. Аналог – индивидуальные пенсионные счета в американских банках. Риски для пенсионных денег меньше – возможностей выбора больше – эффект и стимулы для российской экономики те же (долгосрочные денежные ресурсы для инвестиций в экономику).