

УДК [331.25:336.76](470)
ББК 65.9(2)27
А-95

Ахметов Заур Эдуардович, аспирант кафедры финансов и кредита финансово-экономического факультета Майкопского государственного технологического университета, т.: (8772)523003.

**ПРИНЦИПЫ, ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ
ФОНДОВОГО ПОРТФЕЛЯ ПЕНСИОННЫМ ФОНДОМ РОССИИ**
(рецензирована)

В статье описаны принципы формирования портфеля Пенсионного фонда России и связанная с ним специфика отечественной пенсионной системы. Отслежена институциональная динамика, исследованы подходы и источники финансирования институтов пенсионного обеспечения, показаны проблемы и перспективы формирования эффективных инвестиционных портфелей пенсионных систем и фондов.

Ключевые слова: Пенсионный фонд России, пенсионная система, Фонд национального благосостояния, управляющая компания, бенефициарий, доходность, риск, финансовый инструмент, облигация, направление развития, коэффициент замещения.

Akhmetov Zaur Edwardovich, postgraduate student of the Department of Finance and Credit of the Finance and Economics Faculty of Maikop State Technological University, tel.: (8772) 523 003.

**PRINCIPLES, TRENDS AND PROBLEMS OF THE FUND PORTFOLIO FORMATION BY THE
PENSION FUND OF RUSSIA**
(Reviewed)

The article describes the principles of building a portfolio of the Pension Fund of Russia and related specifics of the national pension system. Institutional dynamics has been tracked, approaches and sources of pension institutions funding have been investigated, problems and prospects of forming efficient investment portfolios of pension systems and foundations have been shown.

Keywords: Russian Pension Fund, the pension system, the National Welfare Fund, management company, beneficiary, profitability, risk, financial instrument, bond, the direction of development, the replacement rate.

Развитая пенсионная система – свидетельство высокого уровня развития общества. Максимальный охват и достойный коэффициент замещения являются свидетельствами высоких социализации институтов общества и ценности жизни гражданина, несут в себе гуманистические идеи обеспечения достойного уровня жизни наименее защищенных социальных страт.

Однако с экономической точки зрения идеи гуманизма и всеобщего процветания даются высокой ценой. Эффективность пенсионных накоплений зависит от множества факторов и динамика развития пенсионных систем не всегда носит однозначный характер. Принципам, тенденциям и проблемам формирования пенсионных накоплений в РФ посвящена данная статья.

Согласно Линдштейну М. и Либману Дж. [6] пенсионная система существует, чтобы обеспечивать приемлемый уровень доходов граждан в период их нетрудоспособности. Данную задачу, в принципе, могут решить и сами граждане, сберегая часть доходов в период активной трудовой деятельности и используя эти сбережения после завершения трудовой карьеры. Считается, что вмешательство государства, вводящего обязательное пенсионное страхование, оправданно из-за преобладания у граждан «близорукого» поведения: они не учитывают долгосрочные проблемы при потере трудоспособности.

Таким образом, правительство, делегировавшее себе обязательства и функции гражданина, в идеале должно стремиться к максимизации эффективности использования, полученных от граждан средств для обеспечения им наивысшего уровня жизни: «Задача государства состоит в воспроизведении поведения человека, оптимизирующего свое потребление на протяжении всего жизненного цикла» при этом лучшим вариантом пенсионного обеспечения «безусловно, должен быть признан тот, который выбрал бы сам работник в начале трудового пути, обладай он длинным (покрывающим всю его жизнь) горизонтом планирования» [4].

Для того, чтобы разобраться насколько эффективно отечественная пенсионная система решает поставленные задачи, а именно максимизирует выгоды бенефициария необходимо исследовать несколько аспектов формирования пенсионной политики РФ.

Генезис Российской пенсионной системы обеспечен правопримественностью транзитивного периода трансформации СССР в современную Россию. Современная отечественная пенсионная система носит характер смешанной, накопительно-распределительной системы. При этом основным

институтом формирования накоплений был и остается Пенсионный фонд России (ПФР) который обеспечивает 100% формирование распределительной части и может нести функции по формированию накопительной. Общий бюджет ПФР составляет 9,9% ВВП страны, что делает его главным институциональным инвестором рублевого экономического пространства.

Актуальность получения инвестиционного дохода от ресурсов ПФР закреплена законодательно:

во-первых, Федеральный закон «О трудовых пенсиях в Российской Федерации» (статья 17, пункт 6) предусматривает единый порядок индексации размеров страховой части трудовых пенсий – ежегодно с 1 апреля в соответствии с ростом годового индекса среднемесячной заработной платы в Российской Федерации, *но не выше годового индекса доходов бюджета ПФР* в расчете на одного пенсионера, направляемых на выплату этой части пенсий

во-вторых, из постановления Конституционного Суда Российской Федерации от 24.05.2001 г. №8-П, следует, что федеральный законодатель, вправе вносить изменения в ранее установленные правила предоставления пенсионных выплат. В частности, в связи с недостаточностью бюджетных средств.

Указанные нормативные акты означают, что в случае дефицита бюджета ПФР и/или нехватки бюджетных средств на покрытие такого дефицита, правительство может и будет снижать размер пенсий, даже если таковой был заранее установлен на более высоком уровне. Из чего следует, что наличие эффективной инвестиционной политики ПФР является ключевым фактором в исполнении обязательств по размеру пенсии, а получение высокого уровня доходов от фондового портфеля ПФР является гарантией достойной индексации пенсий.

За 2011 год средний размер пенсии увеличился на 8,9%, составил 8273 рубля. Однако, такое увеличения стало возможным только благодаря бюджетному трансферту в 2,4 трлн. руб., из которых 924,4 млрд. руб. выделены на покрытие дефицита бюджета ПФР. При этом пенсионные отчисления в ПФР составляют 22% от ФОТ, что на 4% меньше, чем в 2011, но на 2% больше, чем в 2010 году. Применяется данная ставка в отношении суммы, не превышающей 512 тыс. руб. в год. Всего, в РФ и за рубежом, проживают 40,2 млн. пенсионеров получающих российскую пенсию [1].

Кроме осуществления работ по обязательному и накопительному пенсионному обслуживанию, ПФР осуществляет деятельность по обеспечению программы государственного софинансирования пенсий. В 2011 году в программу вступили 6774781 человек, что составляет 4,8% от общего количества граждан России. Программа строится на том, что правительство удваивает добровольные взносы граждан до 12 000 рублей в течении 10 лет.

С точки зрения формирования портфеля, систему управления аккумулируемым в ПФР капиталом можно разбить на два периода.

Первый период в рамках управления Внешэкономбанком (ВЭБ) можно отследить с 2002 по 2009 год. Особенность этого периода состоит в том, что совокупность аккумулированных в рамках государственной пенсионной системы средств инвестировалась в ОФЗ. За изучаемый срок доходность облигаций редко покрывает официальную инфляцию и по нашему мнению не покрывает её реальной величины.

По данным профильного министерства (Минздравсоцразвития) «Из-за опережающего роста индексации расчетного пенсионного капитала (страховая часть пенсии) относительно роста доходности от инвестирования пенсионных накоплений (накопительная часть пенсии), несмотря на закладываемые в прогноз оптимистические параметры (4% сверх темпов инфляции), прямые потери пенсионных прав застрахованных лиц составляют к 2010 г. уже 19% пенсии, а к 2035 г. возрастут до 30% пенсии» [3].

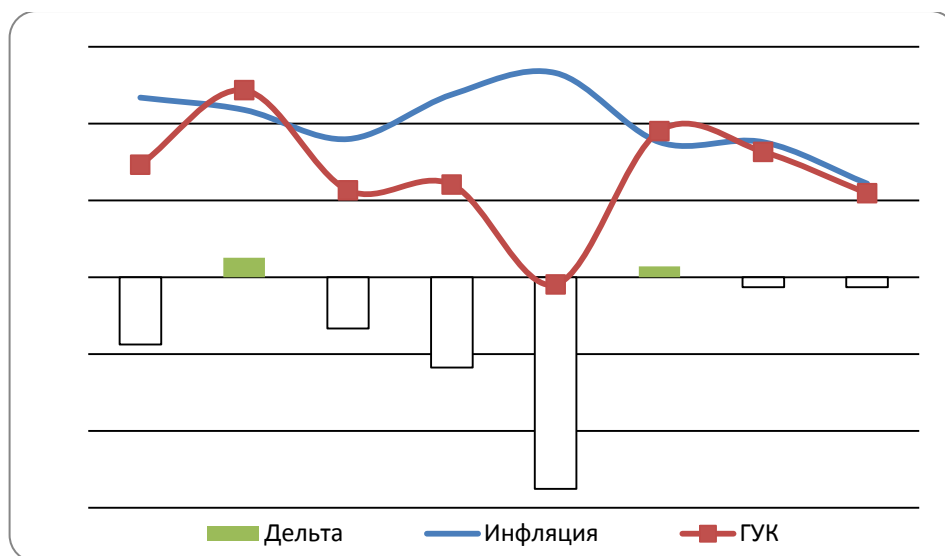


Рис. 1. Эффективная доходность Государственной управляющей компании и индекса потребительских цен на товары и услуги [1], в процентах к декабрю предыдущего года, процентов

Учитывая, что большую часть указанного периода бюджет ПФР сводился с дефицитом, правительство создало специальный резервный портфель активов – Фонд национального благосостояния который, в период с 2009 г. составлял 2,2 трлн. руб., их них почти 500 млрд. руб. (18% средств ФНБ) были размещены на депозитах ВЭБа под ставки от 7 до 8,5 % годовых в рублях и LIBOR + 2,75 п.п. в долларах. В 2010 стратегия размещения средств в ВЭБе расширилась еще на 134 млрд. руб. причиной чему стал, в том числе, квазифискальный механизм поддержки банковского сектора (через выдачу субординированных кредитов банкам) использованный для посткризисного восстановления. Учитывая, что основная постулируемая правительством функция ФНБ состоит в покрытии дефицита пенсионной системы, размещение активов на депозитах можно рассматривать как инвестиционную стратегию.

По нашим расчетам, дисконтированный на инфляцию убыток бенефициария (снижение покупательной способности инвестпортфеля) от инвестирования в ПФР составляет 26,5% за 7 лет. Причем основные убытки пришлось на период до создания расширенного портфеля. Частично этот фактор можно списать на кризис 2008 года, но даже без него покупательная способность портфеля упала бы на 14%. Из положительных факторов необходимо отметить постоянно снижающийся (с 0,044% в 2004 г.) и рекордно низкий (0,0009%), как во временном, так и конкурентном отношении, коэффициент расходов инвестиционного портфеля ПФР.

Впрочем, формируя ФНБ, правительство имело ввиду совсем другую инвестиционную стратегию, которая обозначалась следующим образом: средства должны были использоваться для поддержки пенсионной системы (за счет активного инвестирования и высоких инвестиционных доходов), а не в качестве бюджетных резервов, обеспечивающих макроэкономическую стабильность [5]. Учитывая, что инвестиционный доход ФНБ призван, в том числе, удваивать средства пенсионеров в программе софинансирования пенсий, его инвестиционная стратегия была стать быть активной и прибыльной, однако его совокупная доходность за 2008 год составила всего 2,05% годовых.

Таким образом, первый этап управления пенсионными средствами разбивается на два элемента. С точки зрения средств ПФР, размещенных ВЭБом в рамках распределительной и накопительной частей в ОФЗ, в период с 2002-2006 гг., фактически, выглядит как использование от 20 до 26% процентов заработных плат граждан для получения долгосрочного финансирования по минимальной процентной ставке. Средства ФНБ, источник покрытия дефицита пенсионного бюджета и софинансирования пенсий, на четверть размещались на депозитах ВЭБа, а на 75% в облигациях США и Евросоюза. Доходность инвестированных активов была следующей: наименее эффективная часть портфеля от 5-6,5% доходности по ОФЗ рублевой доходности, до 3,4% доходности в рамках ФНБ в валюте за счет размещения на счетах Внешэкономбанка. Для сравнения, инвестиции пенсионного фонда Норвегии в период 1999-2010 гг. приносили в среднем 5,37% годовых в валюте, из них 4,88% посредством облигационного сегмента портфеля [7].

Вторым этапом, стартовавшим в 2010 году, является расширение инвестиционных стратегий государственной управляющей компании (ГУК). В инвестиционной декларации ПФР тренд обозначен как осуществление: «Организационной адаптации инвестиционной деятельности» в которой «Пенсионный фонд Российской Федерации разрабатывает инвестиционную стратегию, оптимизируя свою инвестиционную политику в соответствии с принципами максимально эффективного управления средствами пенсионных накоплений в условиях налагаемых ограничений, обеспечивающих минимизацию воздействия рисков на средства пенсионных накоплений граждан Российской

Федерации» [1].

Новое направление инвестиционной пенсионной политики рассматривается нами как понимание правительством низкой эффективности инвестиционных стратегий предыдущих периодов. Для исправления ситуации оно пошло на существенную либерализацию инвестиционной стратегии. Вместо единого портфеля, для инвестирования предложены два: расширенный и государственных ценных бумаг. При этом «по умолчанию» средства направляются в расширенный портфель, что является проявлением большей толерантности к риску, поскольку в нем значительные средства направляются в альтернативные государственным облигационным займам инструменты. Министерство финансов приводит динамику расширенного инвестиционного портфеля ГУК (рис. 2).

Таким образом, по состоянию на начало 2012 года, наименее доходный отечественный инструмент – ОФЗ – составляет только 67,6%. Стратегия расширена за счет корпоративных облигации (11,41%) и депозитов Внешэкономбанка (10,5%). Вызывает недоумение высокая доля денежных средств за весь исследуемый период: неинвестированные средства по умолчанию являются неэффективной долей портфеля, и доля эта составляет, в среднем, 10%. Муниципальные облигации практически не представлены в портфеле, вероятно, в силу невысокой ликвидности.

Основным ограничением для дальнейшей либерализации портфеля ГУК остается инвестиционная декларация от 2009 года, которая предполагает долю ОФЗ в портфеле не менее 50% и не предполагает наличие акций. Из изменений 2012 года необходимо отметить запрет на облигации РФ в иностранной валюте. Из рискованных инструментов инвестиционная декларация допускает «наличие ценных бумаг международных финансовых организаций до 20%», в расширенном смысле под таким ценными бумагами могут пониматься паи (акции, доли) иностранных инвестиционных фондов.

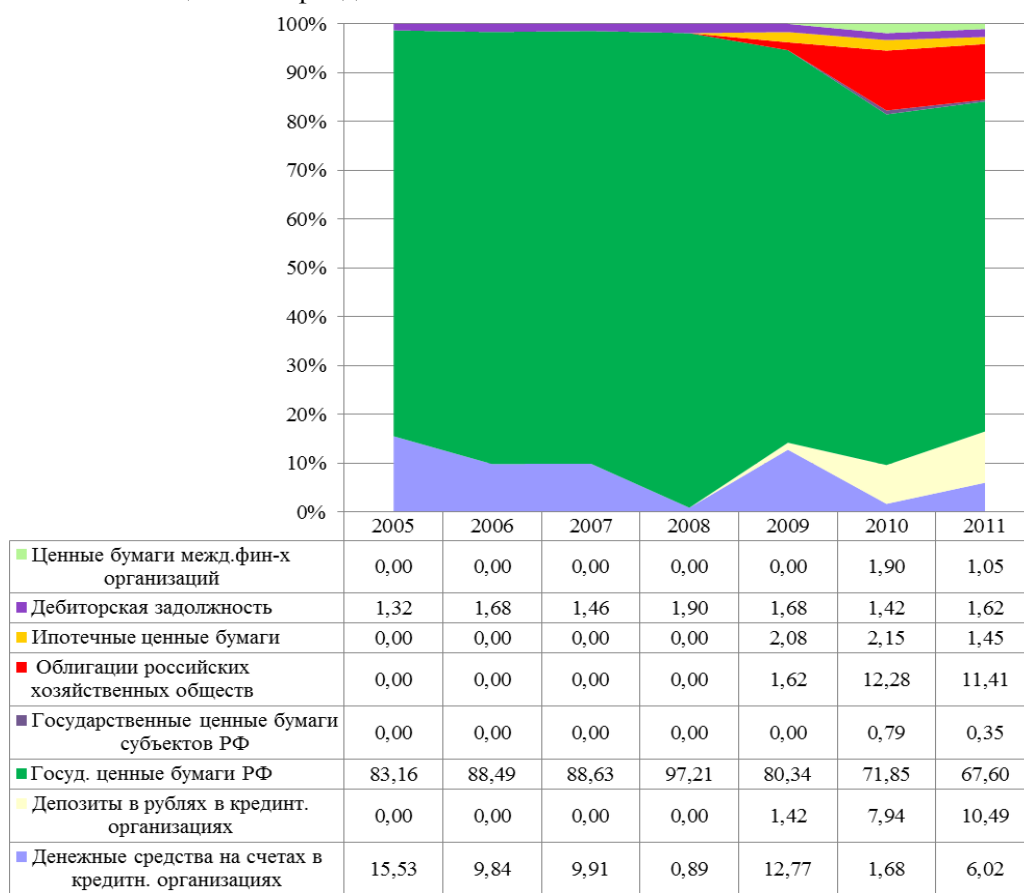


Рис. 2. Изменение структуры расширенного инвестиционного портфеля ГУК в 2005-2011 гг. (доля, %) [2]

Вся совокупность факторов и динамики развития говорит о достаточно быстром дрейфе инвестиционных предпочтений ПФР от портфеля ликвидных бумаг наивысшей надежности в сторону смещенного портфеля. По потенциалу финансовых инструментов только акции отечественных компаний отделяют ГУК от портфелей НПФ, данное отличие все еще может считаться ключевым, впрочем, ГЭП инвестиционных стратегий стремительно сокращается.

По нашему мнению дальнейшее развитие инвестиционных стратегий ГУК должно сосредоточиться в направлении специализации инвестиционных инструментов. Правительство имеет большие возможности по формированию оптимизированных портфелей, чем НПФ, поскольку может инициировать инжиниринг финансовых инструментов с необходимыми

портфелю НПФ параметрами. В данном случае можно говорить об эмиссии спецвыпусков облигаций: в том числе корпоративных с государственной гарантией, инфраструктурного, инновационного, индексированного типов. Для использования в рамках пенсионной системы могут выпускаться дополнительные ПРО коммерческих компаний с госучастием и госкорпораций, в том числе эмитированные с дисконтом и конвертируемые.

Используя активы ПФР, правительство может создать эффективный инструментальный прямой и проектный финансирования, в том числе на паях, а также специальные сырьевые, товарные, индексные фонды. В конечном итоге, опыт секьюритизации последних десяти лет доказывает, что практически любой актив реального сектора экономики может быть эффективно размещен в рамках такого крупного портфеля как портфель ПФР при условии, что выбор и контроль, управление и эксплуатация такого актива находятся на должном уровне

Применение таких инновационных финансовых механизмов может нести в себе как минимум три функции – формирования доходного инвестиционного инструмента для покрытия дефицита бюджета пенсионной системы, обеспечения интересов бенефициария, а так же использования лучшего в стране (по параметрам срочности и ликвидности) актива для развития приоритетных проектов и перспективных отраслей.

Литература:

1. Годовой отчет за 2011 год / Пенсионный фонд Российской Федерации. URL: http://files.pfrf.ru/userdata/presscenter/docs/2011_godovoj_otchet.pdf.
2. Инвестирование пенсионных накоплений в 2011 году / Минфин РФ, департамент финансовой политики. М., 2012.
3. Итоги пенсионной реформы и долгосрочные перспективы развития пенсионной системы Российской Федерации с учетом влияния мирового финансового кризиса: аналитический доклад. URL: <http://www.rosminzdrav.ru/docs/mzsr/insurance/6>
4. Кудрин А., Гурвич Е. Старение населения и угроза бюджетного кризиса // Вопросы экономики. 2012. №3.
5. Лебединская Е. Роль нефтегазовых фондов в России. URL: <http://www.eeg.ru/files/anx-fond0311leb.pdf>
6. Feldstein M., Liebman J. Social Security. NBER Working Paper. 2001.
7. Norges bank investment management (NBIM)

References:

1. Annual Report for 2011 /the Pension Fund of the Russian Federation. URL: http://files.pfrf.ru/userdata/presscenter/docs/2011_godovoj_otchet.pdf.
2. Investing pension funds in 2011/ Ministry of Finance, Department of Financial Policy. M., 2012.
3. Results of the pension reform and long-term development of the pension system of the Russian Federation with regard to the global financial crisis: an analytical report. URL: <http://www.rosminzdrav.ru/docs/mzsr/insurance/6>.
4. Kudrin A., Gurvich E. Population aging and the threat of budget crisis // Economic Issues. 2012. №3.
5. Lebedinskaya E. The role of oil and gas assets in Russia. URL: <http://www.eeg.ru/files/anx-fond0311leb.pdf>
6. Feldstein M., Liebman J. Social Security. NBER Working Paper. 2001.
7. Norges bank investment management (NBIM).