

# Сохранить накопительную пенсионную систему

март 2015

- Пенсионная реформа, создающая накопительную компоненту пенсионной системы, была начата в 2002 году из-за предсказуемого банкротства старой распределительной системы в среднесрочной перспективе
- Высокий трансферт из федерального бюджета в ПФР (4-5%ВВП в год) увеличивает риски устойчивости государственных финансов. Снижение трансферта – одна из важнейших целей реформы...
- ...наряду с повышением пенсий в реальном выражении и коэффициента замещения (отношения среднего размера пенсий и средней зарплаты)
- При индексации пенсий на величину инфляции рост трансферта станет непосильным для бюджета уже к 2018г. Ставка пенсионных взносов в России высока и возможности ее дальнейшего повышения исчерпаны
- Демографические тренды, низкий возраст фактического выхода на пенсию и высокая доля неформальной экономики, ограничивающей рост пенсионных взносов, усугубляют негативные тенденции
- В рамках распределительной системы ускорение снижения пенсий и коэффициента замещения неизбежно уже в ближайшие годы
- Переход к накопительной системе может помочь как увеличению пенсий, так и достижению стабильности госфинансов, но текущие тренды тревожны. Есть явные признаки постепенного демонтажа накопительной компоненты, несмотря на ее поддержку со стороны населения
- Ситуация с низкой доходностью вложений пенсионных накоплений вызывает обеспокоенность, но переход к положительной в реальном выражении доходности возможен для большинства НПФ
- Вопрос доходности и доверия к долгосрочным планам пенсионного законодательства – ключевой для стимулирования добровольных пенсионных накоплений.
- Однако добровольные пенсионные накопления не смогут стать сколь-нибудь полноценной заменой обязательных накоплений в среднесрочной перспективе
- Стимулирование развития финансовых рынков и предоставление ресурса для долгосрочных инвестиций становится все более весомой целью пенсионной реформы
- Инвестиционный ресурс пенсионных накоплений - 4 трлн рублей, он может расти на 6-8% ежегодно. Этот ресурс поможет снизить волатильность рынков и обеспечить финансовую устойчивость экономики
- Без развития накопительной компоненты стабильное функционирование пенсионной системы невозможно в среднесрочной перспективе

**Важнейшее решение  
об архитектуре  
пенсионной системы  
не за горами**

## Риск демонтажа накопительной системы

Сейчас развитие пенсионной системы вступает в важнейший период. Делается окончательный выбор между старой, распределительной пенсионной системой и дальнейшим развитием и укреплением накопительной системы. Отказ от накопительной системы многими представляется как забота о будущих пенсионерах. Главный аргумент в этой точке зрения – плюсы постоянной индексации пенсий по инфляции в распределительной системе по сравнению с относительно низкой доходностью, получаемой при инвестициях накопительной части. То есть, более высокие пенсии для тех, кто станет получать их в рамках старой распределительной системы, против тех, на кого распространится фактический переход к накопительной системе. Все соображения о том, что возможности индексации в среднесрочной перспективе ограничиваются объективными факторами, игнорируются сторонниками распределительной пенсионной модели.

В этом обзоре мы покажем, что бремя постоянного повышения пенсий станет непосильным для распределительной системы уже к 2020 -2025гг. При индексации пенсий по инфляции давление на федеральный бюджет критически вырастет уже к 2020 году. А если не индексировать пенсии, то их быстрое снижение в реальном выражении неизбежно. Развитие накопительной системы может помочь снять остроту этой проблемы. Повышение доходности пенсионных накоплений – более простая задача, решение которой может изрядно ослабить аргументы сторонников возвращения к распределительной системе. И, наконец, без накопительной пенсионной системы – естественного источника длинных денег в экономике – невозможно ни серьезное развитие финансовых рынков, ни масштабное инвестирование в долгосрочные проекты.

**Четыре цели  
пенсионной реформы**

## Цели известны, но некоторые игнорируются

В 2014 году началась четвертая (с 2002 года – даты начала пенсионной реформы) волна значительных преобразований пенсионного законодательства. Это, конечно, означает, что правила игры меняются слишком часто. Слишком быстрые изменения в такой консервативной сфере как пенсионное законодательство создают ощущение нестабильности, что не способствует доверию населения к пенсионным преобразованиям. Прежде чем что-то менять, нужно определиться с целями, которые планируется достичь. Постоянные изменения пенсионного законодательства вызваны тем, что проблем накопилось много, а приоритеты по целям еще не выбраны. Вот основные задачи пенсионной реформы:

1. Средние пенсии должны расти/не снижаться в реальном выражении, а также как отношение к средней зарплате (целевое соотношение – 40%)
2. Трансферт из федерального бюджета для поддержки пенсионной системы должен быть снижен с рисков для бюджетной стабильности уровней 5%ВВП до 2-3%ВВП
3. Стимулирование развития финансовых рынков и предоставление ресурса для долгосрочных инвестиций

#### 4. Воспитание ответственности граждан за свое будущее

**Только две цели были приоритетными для правительства**

Опыт показывает, что только две первые цели последовательно рассматриваются властями РФ как важные. Поэтому поиск «компромисса» и баланса между ростом пенсий и бюджетной стабильностью были важной частью анализа и практических шагов правительства. А вот вопрос создания ресурса длинных денег для институциональных инвесторов и долгосрочных инвестиций явно не входил в список основных приоритетов государства. Сейчас, в условиях ограниченного доступа российских заемщиков на глобальные рынки капитала - самый подходящий момент, чтобы это изменить.

**Распределительная система работает на пределе своих возможностей**

### Распределительная система: по-старому нельзя

Почему вообще началась пенсионная реформа? Это произошло, когда стало очевидно, что распределительная система должна скоро взорваться и обанкротиться. При этом негативном развитии событий придется выбрать из нескольких зол, среди которых не просматривается наименьшее. Во-первых, придется смириться с резким снижением пенсий, а этого хотелось избежать. Вторая альтернатива – резкое увеличение трансферта из бюджета, а на это не хватает ресурсов. Третья опция – повышение налогового бремени – негативно воспринимается бизнесом и уводит в тень зарплатные проекты. При этом фундаментальные факторы: демографические тренды, особенности пенсионного законодательства и структурные особенности экономики, – резко усиливают давление на распределительную систему, основанную на «солидарности поколений».

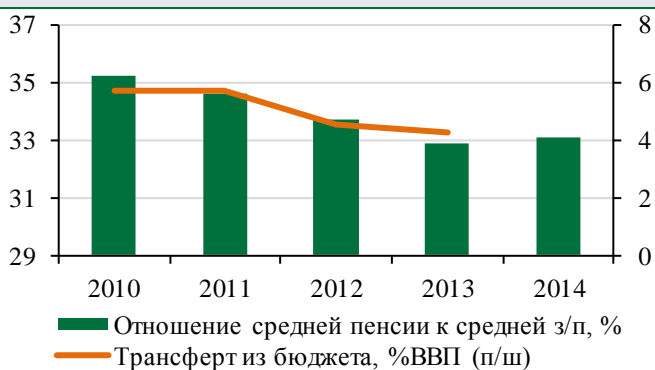
**В ближайшие годы число пенсионеров вырастет, а работников, платящих взносы, уменьшится...**

### Демографические проблемы

Старение населения – это глобальная тенденция, обусловленная снижением рождаемости и увеличением продолжительности жизни. В России коэффициент рождаемости на протяжении более 30 лет находится ниже 2 (в 2012-13гг – 1,69 и 1,71 соответственно), тогда как для простого замещения поколений коэффициент рождаемости должен превышать 2,2. К тому же сейчас более многочисленные поколения вступают в пенсионный возраст, что позволяет ожидать быстрого роста числа пенсионеров в ближайшие годы. По прогнозу Росстата, число пенсионеров по возрасту вырастет с 33,9 млн человек на начало 2014 года до 36,8 млн на начало 2018 года (+2,9 млн за 4 года). Только это увеличивает пенсионные выплаты на 0,6%ВВП. А население в трудоспособном возрасте в тот же период времени сократится с 85,2 млн

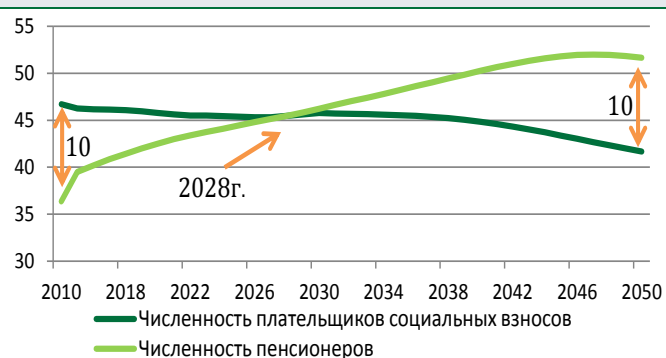
**... расширяя потребности финансирования ПФР на 1%ВВП**

Отношение средней пенсии к средней зарплате не растет



Источник: Росстат, ПФР

К 2030 г. число пенсионеров сравняется с числом плательщиков взносов



Источник: Минтруд

чел до 82,4 млн чел (– 2,8 млн чел по «среднему варианту» прогноза), что предполагает снижение поступлений в Пенсионный фонд. То есть суммарный эффект от ухудшающейся демографической картины ближайших лет – около 1%ВВП для расширения потребности финансирования ПФР.

### Низкий пенсионный возраст и досрочный выход на пенсию

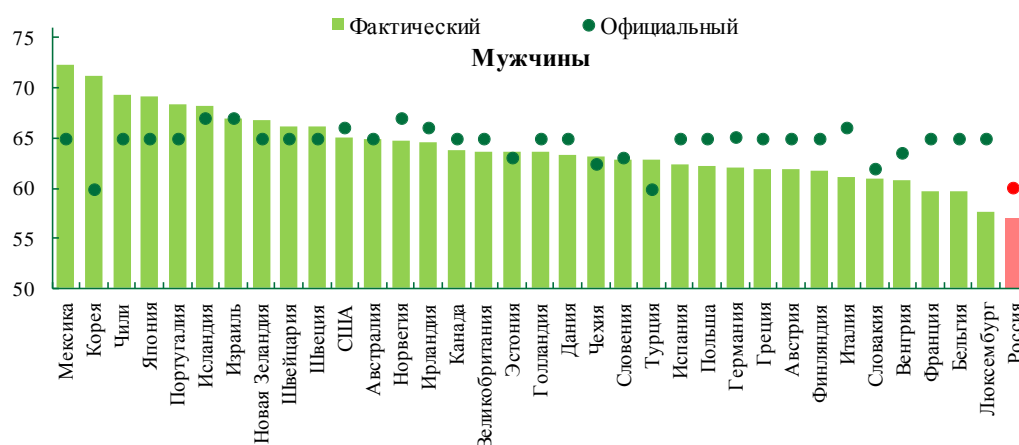
**Пенсионный возраст низкий...**

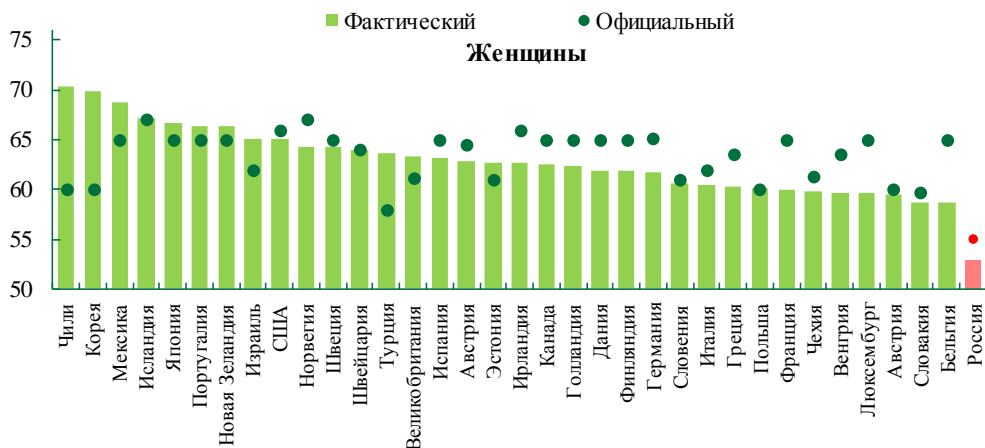
В России негативные демографические тренды усугубляются низким порогом пенсионного возраста (55 лет у женщин и 60 лет у мужчин). Стоит отметить, что текущий пенсионный возраст был установлен еще в СССР в 1932 г. и с тех пор не менялся. Для сравнения, средний возраст выхода на пенсию в странах ОЭСР составляет 63,1 года для женщин и 64,2 года для мужчин (по данным 2012 года). И этот возраст продолжает постепенно расти. В России правительство только сейчас начало говорить о возможном пересмотре прежде жесткого обязательства не повышать пенсионный возраст в обозримом будущем.

**...права на досрочные пенсии снижают фактический возраст выхода на пенсию еще больше**

К тому же, большая доля занятого населения имеет право на досрочный выход на пенсию. В результате средний фактический возраст начала получения пенсии – 52-54 года для женщин и 54-58 для мужчин (по оценкам МВФ) оказывается ниже и без того невысокого уровня, установленного законодательством. Это еще больше увеличивает разрыв с большинством развитых стран, где люди в целом предпочитают выходить на пенсию позже официального пенсионного возраста. Право на досрочную пенсию имеют работники вредных производств, многодетные матери, некоторые категории инвалидов, работники в регионах Крайнего Севера и приравненных к ним территорий и некоторые другие группы занятого гражданского населения. Фактическая доля пенсионеров, воспользовавшихся правом на досрочную пенсию, приблизилась к 31% от всех вышедших на пенсию по возрасту (10,5 млн пенсионеров вышли на пенсию досрочно к началу 2014г).

**В России и фактический и официальный возраст выхода на пенсию ниже, чем в странах ОЭСР (2007-2012).**





Источник: ОЭСР

**Но теперь работодатели софинансируют досрочный выход на пенсию своих работников**

С 2014 года досрочный выход на пенсию стал «затратным» для работодателей, на которых частично переложено бремя финансирования более раннего начала получения пенсий. Предпринимателей (через повышение для них ставок страховых взносов на 2-4пп в 2014-15гг и 5-9пп с 2016г) стимулируют к устранению «вредности» производства, если она носила фиктивный характер или может быть устранена из-за развития современных технологий.

**Пропорция между пенсионерами и теми, кто платит пенсионные взносы, ухудшается из-за высокой неформальной занятости**

### Весомая доля неформального сектора и занятости

В стране традиционно высока доля неформальной экономики, социальные взносы которой не поступают в ПФР. То есть, не все занятые в экономике уплачивают взносы, что снижает пропорцию между теми, кто платит взносы, и теми, кто получает пенсии. В результате, если сегодня на 100 работников, уплачивающих взносы, приходится 87 пенсионеров, то уже к 2030 году их число сравняется, а к 2050 году на 100 работников будет приходиться уже 135 пенсионеров (ЭЭГ, ИЭП им. Гайдара). Очевидно, что при таком ухудшении соотношения между платящими пенсионные взносы и пенсионерами нельзя обойтись без дополнительной финансовой поддержки при сохранении текущих значений пропорций между средними пенсиями и зарплатами.

**Трансферт из федерального бюджета может стать неподъемным**

### Трансферт федерального бюджета велик

Пенсионный Фонд России (ПФР) не справляется самостоятельно с финансированием своих обязательств: фактически половина выплачиваемых пенсий уже финансируется за счет трансферта федерального бюджета фонду. Например, выплаты пенсий составили 7,4%ВВП в 2013 году, а величина трансферта из федерального бюджета – 4,3%ВВП. Наши расчеты показывают, что при индексации пенсий на величину инфляции величина трансферта должна увеличиться до 7,5-8,3%ВВП уже к 2018гг (с учетом демографического фактора), что неподъемно для текущего состояния бюджета. Для сравнения, в странах ОЭСР величина бюджетной поддержки составляет в среднем 2,4%ВВП.

**Рост собственных доходов ПФР смягчит, но не устранил проблему**

Можно ли ожидать роста собственных доходов ПФР? Да, законодательные изменения позволяют этого ожидать, но это увеличение не решит всех проблем с финансированием. Например, повышение ставок для формирования досрочных пенсионных прав у работников вредных производств должно принести ПФР дополнительные средства, да и



планомерное повышение на 10-15% гг порога уплаты страховых взносов по основной ставке 22% в ближайшие 5-7 лет весьма вероятно. Сейчас около 30% работников имеют зарплаты выше текущего порога зарплат, предполагающего уплаты взносов по ставке 22%. При повышении порога зарплат в 2015-18гг дополнительный рост в год составит 1%гг от текущих поступлений.. Этот рост не способен повлиять на снижение трансферта из федерального бюджета больше, чем на 0,3-0.4ппВВП.

### **Снижения пенсий трудно избежать**

**Снижение пенсий в реальном выражении вероятно**

Таким образом, если ставка налога действительно не будет повышаться, то снижения средней пенсии в реальном выражении не удастся избежать. Сейчас правительство берет на себя обязательство не повышать ставки налогообложения, но нельзя сказать, что доверие к этим заверениям безусловно. Уже сейчас базовая ставка пенсионных взносов 22% превосходит среднюю ставку в странах ОЭСР 19,6% (сумма налога на работодателя и работника).

**Коэффициент замещения может упасть до 25% к 2025г, что снизит ценность пенсионной системы в глазах населения**

К тому же, в рамках распределительной системы и при текущих демографических трендах нельзя избежать дальнейшего снижения отношения средних пенсий к средним зарплатам (коэффициента замещения). Это значит, что выходя на пенсию, социальный и экономический шок от резкого снижения доходов, который испытывают новоиспеченные пенсионеры, будет только увеличиваться от года к году. Коэффициент замещения в России ниже, чем в странах ОЭСР и продолжает снижаться. В 2011 году он составлял 35,7% в России против 54% в ОЭСР (Pensions at a Glance, 2011). В 2012 году - уже 35%, а в 2014 году – снизился до 33,1%. Если учесть демографические тренды, то к 2025 году, с учетом роста числа пенсионеров до 45-47 млн человек, коэффициент замещения может упасть до 25%. Этот уровень пенсий не может считаться привлекательным, ценность пенсионной системы в глазах населения резко снизится.

### **Вопрос доверия к пенсионной реформе**

**Формирование накопительной части пенсии возможно в негосударственном сегменте**

В соответствии с законодательством РФ, формирование накопительной части трудовой пенсии может осуществляться через Пенсионный фонд России (ПФР) и ВЭБ, ПФР и другую управляющую компанию, либо через негосударственные пенсионные фонды (НПФ). Для выбора негосударственного фонда людям нужно было просто заявить о своем желании. Когда власти начинали реформу по формированию пенсионных накоплений, население на основании негативного исторического опыта не очень доверяло негосударственным пенсионным структурам. Теперь многое изменилось: надежность НПФ выросла. До 2016г. все НПФ, желающие работать на рынке обязательного пенсионного страхования, должны пройти акционирование, то есть быть преобразованы из НКО в АО и вступить в систему гарантирования накоплений (аналог АСВ). Для тех фондов, которые будут работать с добровольными пенсионными взносами, срок соответствия требованиям законов сдвинут на 2019 г.

**Надежность вложений в негосударственном сегменте повышена**

По данным ЦБР, на начало марта 2015 г. из 87 НПФ, имеющих право работать на рынке обязательного пенсионного страхования, акционирование прошли 60. Проверку ЦБ и включение в систему гарантирования накоплений прошло 24, под их управлением находится 84% пенсионных накоплений. После присоединения к системе

гарантирования вкладов еще нескольких НПФ будет защищено около 90% общего объема накоплений. Если решение об упразднении накопительной части трудовой пенсии не будет принято, а система гарантирования накоплений начнет функционировать, НПФ получат дополнительное преимущество для привлечения пенсионных накоплений.

### Краткосрочные интересы против долгосрочных

**Краткосрочные интересы против долгосрочных: изъятие пенсионных накоплений за 2013-14гг и планы на 2015г**

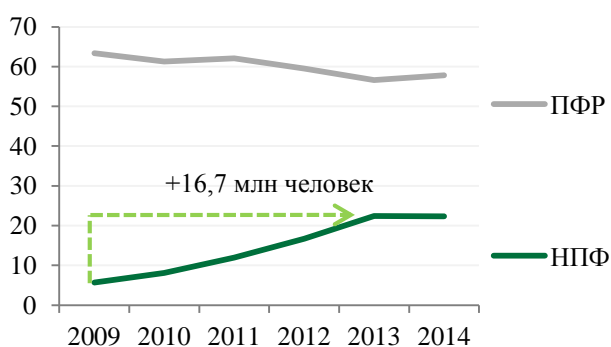
Между тем, уже одобренные изменения пенсионного законодательства могут свидетельствовать об отсутствии стратегического плана развития. Наряду с мерами по укреплению НПФ, рассчитанными на долгосрочное развитие отрасли, многие меры утверждаются исходя из краткосрочных потребностей текущего момента. При этом проблемы долгосрочной и среднесрочной стабильности системы не принимаются во внимание. Это стало особенно заметно в последние годы, когда пенсионные накопления за 2013-14 годы были последовательно изъяты на финансирование текущих расходов пенсионной системы. Накопления за 2015 год также решено изъять. Годовые обязательные пенсионные накопления составляют примерно 250 млрд рублей (после обнуления ставки для «молчунов»), и, спору нет, это финансирование отнюдь не лишнее для дорого обходящейся распределительной системы, требующей трансфертов из федерального бюджета. Но демонтаж накопительной системы может произойти почти автоматически, как нежелательное следствие при продолжении изъятий накоплений за несколько лет подряд. К тому же, если будет принято политическое решение о демонтаже накопительной компоненты, то все накопленные пенсионные средства по обязательному обеспечению могут стать доступными для текущих пенсионных расходов (всего накоплено 3 трлн руб), что усиливает соблазн в непростые времена.

### Население голосует за накопительную компоненту

**Государство требует более деятельной вовлеченности граждан в выбор пенсионной стратегии**

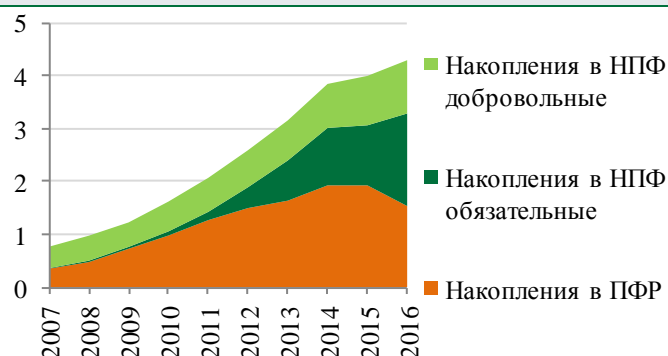
Население своими деньгами поддержало систему НПФ и «проголосовало» пенсионными счетами за накопительную компоненту. В 2012-13гг граждане, имевшие пенсионные счета, были разделены на 2 группы. В первую группу попали те, кто до начала 2014 года отказался от услуг ВЭБ как управляющей компании. Для этой группы сохранилась возможность накапливать средства по ставке 6% и после 2014 года, а потом получить пенсию с учетом накопительной части. Во вторую группу попали так называемые «молчуны», оставившие пенсионный счет в ПФР, а деньги – под управлением ВЭБ. С 2014 года накопительная компонента для этих людей была отменена – они могут рассчитывать лишь на страховую часть

Общее число застрахованных лиц, млн чел на конец года



Источник: ПФР, Минфин

Накопления в НПФ растут, трлн руб



Источник: прогноз НАПФ

### Население деньгами «голосует» за развитие накопительной компоненты

пенсии, как и более старшие возрастные группы работников, не охваченные реформой 2004 года. Впрочем, до конца 2015 года у «молчунов» все еще остается возможность перейти в первую группу.

Согласно опросам Национального агентства финансовых исследований, уровень доверия к НПФ последние 3 года остаётся неизменным: им доверяет 19% россиян. Здесь, по-видимому, уместна аналогия со страховыми компаниями: им также доверяет менее трети россиян, но от услуг страхования при этом они не отказываются. В период 2012-13 годов в НПФ были переведены 10,3 млн пенсионных счетов, а общее число счетов в НПФ выросло до 22,4 млн в 2014 году (28% от общего числа счетов в пенсионной системе). И это несмотря на начавшееся лицензирование и акционирование НПФ, создавшие в первый год неопределенность относительно их будущего.

### Доходность накоплений: краеугольный камень

### Низкая доходность - главный аргумент отказа от накопительной компоненты

Единственным аргументом в пользу отказа от накопительной компоненты обязательного пенсионного страхования остается отрицательная реальная доходность. За последние пять лет расширенный инвестиционный портфель ВЭБа показал доходность 38,9% в номинальном выражении, а инфляция составила 46%. За тот же период положительную доходность в реальном выражении получило только четыре управляющих компании (УК) из 40, представленных в рейтинге Национальной лиги управляющих.

Доходность инвестирования пенсионных накоплений, %											
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
расширенный инв. портфель ВЭБа	7.33	12.18	5.67	5.98	-0.46	9.5	7.2	5.5	9.2	6.7	2.7
инв. портфель гос ценных бумаг ВЭБа						5.7	8.2	5.9	8.5	6.9	-2.05
Частные упр. компании	от -8.9 до 42.3	от 2.1 до 51.7	от 5.9 до 39.2	от -1.3 до 7.3	от -55.1 до 2.2	от 7.6 до 110.5	от 0 до 33.2	от -7.8 до 7.7	от -0.7 до 13.5	от -6.0 до 9.9	от -0.16 до 9.1
Негосударств. ПФ		от 0 до 41	от 0 до 24.3	от 0 до 16.7	от -71.3 до 50.2	от 0.7 до 80.8	от 0.1 до 23.9	от -9.9 до 7.6	от -0.01 до 14.2	от -4.4 до 13.3	
Инфляция	11.7	10.9	9	11.9	13.3	8.8	8.8	6.1	6.6	6.5	11.4

Источник: ЦБ РФ

Причин, по которым доходность в реальном выражении остается низкой, несколько:

### ..но высокая инфляция - объективная причина низкой доходности

(1) **Высокая инфляция.** Отрицательные в реальном выражении процентные ставки оставались типичными для России в течение ряда лет. Инфляция была высокой, хоть и замедлилась до 6-7% в 2012-13гг. Доходность от вложений пенсионных накоплений может превысить инфляцию, но, чем выше последняя, тем труднее этого добиться. Высокая доходность 2009г (25%) осталась аномалией. В последующие годы фондовый рынок был крайне волатилен (+23%гг, -22%гг, 11%гг, -6%гг в 2010-13гг, то есть фактически нулевая доходность за 4 года). Рынок государственных облигаций стагнировал. Инструментов, позволяющих опередить инфляцию, было объективно мало.

### .. как и нестабильность экономической ситуации

(2) **Кризисы и экономическая нестабильность:** Во время кризиса сложно найти инструмент, не показывающий отрицательную доходность,



если вложения в него были осуществлены до кризиса. Резкое повышение ключевой ставки в декабре 2014 г. привело к значительному падению стоимости облигаций, перекрыть которое до конца года многим НПФ было сложно. Аналогично, кризис 2008 г. резко понизил доходность вложений.

**НПФ предпочитают короткие инструменты. Мораторий переводов счетов может помочь**

(3) **Преобладание коротких инструментов.** В отрасли существует еще несколько проблем, препятствующих достижению более высокой доходности. Управляющие пенсионными накоплениями жалуются на право застрахованных лиц ежегодно менять НПФ или УК. Такая возможность не позволяет реализовать идею размещения средств пенсионных накоплений в долгосрочные проекты. Тогда как для более эффективного управления управляющая компания или НПФ должны быть уверены, что средства клиента не «перетекут» к конкурентам, по крайней мере, в течение нескольких лет. Понятно, что изначально возможность ежегодно менять НПФ была обусловлена необходимостью защиты будущих пенсионеров от рисков мошенничества со стороны управляющих. Но после лицензирования деятельности и акционирования НПФ эти риски должны значительно снизиться, а потому правильно было бы ввести 3-5-летний мораторий на перевод пенсионных накоплений из одного фонда в другой.

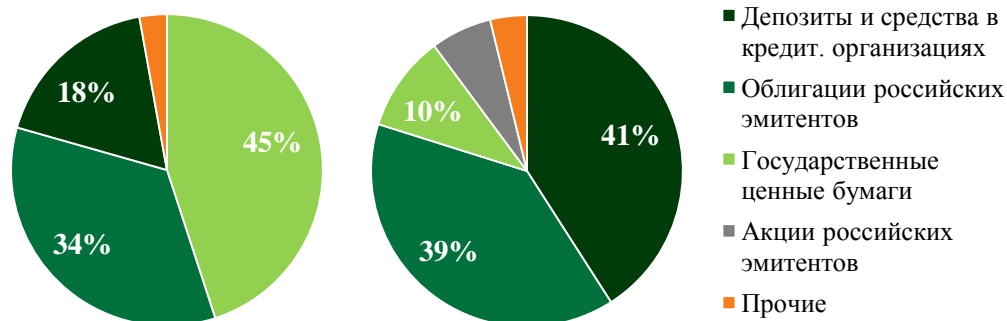
**... и вывести из-под ежегодной переоценки часть портфеля**

(4) **Проблема переоценки.** Есть и еще одна проблема – необходимость проведения переоценки активов НПФ на ежегодной основе. В отличие от НПФ, ВЭБ не обязан пересматривать по рыночной стоимости 40% своего портфеля. Неудивительно, что в кризисные годы ВЭБ получает существенное «преимущество». Но и в обычные годы он более свободно выбирает сроки вложения пенсионных накоплений. Например, в 2010-13гг средняя доходность портфеля ВЭБ составила 8,1% годовых против 7% в среднем по НПФ. Однако, насколько мы знаем, нет корректных цифр, позволяющих оценить какая бы была доходность у ВЭБ (по сравнению с НПФ), если бы он обязан был переоценивать весь портфель.

**Расширение инструментов поможет повысить доходность**

Расширение списка инструментов смягчило ситуацию. Сейчас, по мнению большинства НПФ, недостатка в инструментах инвестирования уже нет (см. таблицу разрешенных инструментов и их максимальных долей в портфеле). С февраля 2015 года пенсионные фонды даже могут держать до 20% средств в паках иностранных биржевых фондов. Но портфель остается весьма консервативным.

### Структура инвестиционного портфеля ВЭБ (расширенный портфель, слева) и НПФ (справа), 2013 г.



Источник: Минфин

**Решить проблему с доходностью можно достаточно быстро**

Мы ожидаем, что инвестиционная модель изменится, если вступит в силу мораторий на переход клиентов из фонда в фонд в течение нескольких лет. Тогда появится возможность увеличить горизонт инвестирования и вывести из-под ежегодной переоценки инвестиционную часть портфеля, что особенно важно в периоды высокой волатильности финансовых рынков. Кроме того, определенное преимущество для роста доходности должна принести возможность инвестирования пенсионных накоплений в более рискованные активы.

#### Куда могут быть инвестированы пенсионные накопления?

Класс активов	максимальная доля в портфеле
государственные бумаги	-
гос. бумаги субъектов	40%
муниципальные бумаги	40%
облигации российских эмитентов	80%
акции российских эмитентов	65%
средства в кредитных организациях	80%
бумаги международных финансовых организаций и паи иностранных инвестиционных фондов	20%
ипотечные ценные бумаги	40%

Бумаги связанных эмитентов < 10% портфеля за исключением гос. бумаг, бумаг гарантированных РФ, ипотечных бумаг и бумаг удовлетворяющих требованиям Правительства

Бумаги аффилированных лиц < 10%

Депозиты в аффилированных банках < 20%

Депозиты и бумаги одного банка < 25%

Акции эмитента < 10% его капитализации

Облигации эмитента < 40% от обращения на рынке

Бумаги эмитента < 50% от обращения на рынке

Облигации должны выполнять одно из:

- Входить в котировальный список высшего уровня
- Рейтинг не ниже суверенного рейтинга РФ, сниженного на три категории
- Гарантии государства или Внешэкономбанка

## Добровольные пенсионные программы

*Добровольных пенсионных накоплений мало*

Добровольные пенсионные программы могут удачно дополнять обязательные накопительные программы, но невозможно рассчитывать, что даже в отдаленном будущем они смогут их заменить по объему накоплений, или по выплатам будущим пенсионерам. Особенно, в случае демонтажа системы обязательных пенсионных накоплений. Добровольные пенсионные программы действуют в рамках негосударственного пенсионного обеспечения, и они не очень распространены в России. Более того, количество участников сейчас сокращается. По данным Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов (НАПФ) на конец сентября 2014 года в этих программах участвовало 6,3 млн работников, что на 6,4% меньше, чем в начале 2014 года. Потеря доверия к накопительным пенсионным программам из-за неясного плана реформирования и стала основной причиной сокращения числа участников и падения популярности программ. По нашим оценкам, около 90% добровольных пенсионных накоплений приходится на корпоративные пенсионные программы, где работодатель делает взносы на счет работника. Эти программы не играют значимой роли в пенсионной системе: например, в Германии корпоративными пенсиями охвачены около половины пенсионеров, а в России – 4%. Доля индивидуальных программ мала и продолжает сокращаться.

*Притока новых корпоративных программ не ощущается*

Средний годовой прирост пенсионных резервов (добровольных пенсионных накоплений в НПФах) составил 8% в 2011-14 годах, и нет оснований ждать ускорения в ближайшие годы. Потенциал расширения корпоративных программ ограничен непростой экономической ситуацией, а налоговое стимулирование компаний для открытия таких программ отсутствует. В итоге самые крупные компании уже имеют такие программы и большинство их сотрудников ими охвачено, а вот новые компании к таким программам не спешат присоединяться. Перетряхивание и проверка НПФов также ограничили интерес бизнеса к этой опции.

*Госпрограмма по софинансированию пенсий не заинтересовала средний класс*

Запущенная государством в 2007 году программа софинансирования пенсионных взносов не стала популярной, возможно, по причине низкого порогового значения (не более 12000 руб в год), что делало ее не слишком востребованной у среднего класса. В итоге, в 2007-13 годах объем накоплений по этой программе составил всего 32 млрд руб., что не так много даже в сравнении с накопленными пенсионными резервами.

## Пенсионные накопления на финансовых рынках

Пенсионные накопления – важный ресурс для финансовых рынков, особенно для рынка внутреннего долга. По итогам 2014 г. обязательные и добровольные пенсионные накопления достигли 3,9 трлн руб. (5,5% ВВП), а рынок внутреннего долга – 12,2 трлн руб (рынок корпоративных облигаций – 7 трлн руб., ОФЗ – 4,7 трлн руб., муниципальных и региональных облигаций – еще около 0,5 трлн руб.). В совокупном инвестиционном портфеле ВЭБ, управляющих компаний и НПФ доля гос. ценных бумаг и корпоративных облигаций составила 65% (2013 г.), или 1,96 трлн рублей из 3,1 трлн рублей общих накоплений. Это означает, что доля пенсионных вложений на рынке внутреннего долга составила 21,3%. То есть, пенсионные деньги значительно влияют на устойчивость рынка и поддерживают спрос на долговые инструменты.

***Рынок почувствовал  
отсутствие  
притока пенсионных  
денег в 2014г***

Это подтвердил и 2014 г., когда мораторий на передачу пенсионных накоплений лишил рынок этого важного ресурса - притока новой ликвидности, а иностранные инвесторы были напуганы ростом геополитической напряженности и сворачивали свои инвестиции. В результате фактическое привлечение на внутреннем рынке составило скромные 348 млрд руб. (ОФЗ еще на 1 трлн руб. было выпущено для взноса в АСВ) при планах привлечения в 809 млрд руб. в начале 2014 года. Во многом из-за проблем спроса отставал и объем новых размещений корпоративного долга, который сократился в январе-ноябре 2014 года на 22%гг. По оценкам ЦБ, около 40% новых выпусков корпоративных облигаций финансируется за счет НПФ.

***Дальнейший  
демонтаж  
накопительной  
системы приведет к  
постепенной  
распродаже активов  
на 3 трлн руб.***

Если накопительная компонента будет демонтирована, рынки потеряют ресурс от обязательных накоплений в 3 трлн руб. (как и перспективу ежегодного притока средств в 250+ млрд руб. в год). В условиях санкций, закрывших доступ на внешние рынки капитала, отказ от этого ресурса и его постепенное изъятие с финансовых рынков может существенно ограничить возможности их развития. Если накопительная компонента будет развиваться, то длинные пенсионные деньги понизят долгосрочные ставки для размещения государственных и корпоративных облигаций, не оказав значительного влияния на краткосрочные ставки. Это идеальное сочетание для стимулирования инвестиций и снижения стоимости обслуживания долга при ограниченном влиянии на текущую инфляцию и курс рубля.

## Обзор подготовили

Юлия Цепляева	Директор	<a href="mailto:YVTseplyaeva@sberbank.ru">YVTseplyaeva@sberbank.ru</a>
Константин Козлов		<a href="mailto:KKKozlov@sberbank.ru">KKKozlov@sberbank.ru</a>
Николай Фролов		<a href="mailto:NikVFrolov@sberbank.ru">NikVFrolov@sberbank.ru</a>
Юлия Сони́на		<a href="mailto:YVSonina@sberbank.ru">YVSonina@sberbank.ru</a>
Алексей Киселев		<a href="mailto:AVKiselew@sberbank.ru">AVKiselew@sberbank.ru</a>
Василий Носов		<a href="mailto:VDNosov@sberbank.ru">VDNosov@sberbank.ru</a>
Кирилл Маврин		<a href="mailto:KPMavrin@sberbank.ru">KPMavrin@sberbank.ru</a>
Александра Филиппова		<a href="mailto:AIVIFilippova@sberbank.ru">AIVIFilippova@sberbank.ru</a>
Данир Зулкарнаев		<a href="mailto:DIZulkarnaev@sberbank.ru">DIZulkarnaev@sberbank.ru</a>

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ (495) 747-38-79 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

### Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.