



Старение населения и финансовые рынки

Правительство в качестве управляющего рисками

У.Тодд Грум, Николаб Блэнчер и Пармешвар Рамлоган

ПО МЕРЕ ТОГО как поколение демографического взрыва приближается к пенсионному возрасту, все большее внимание привлекают вопросы последствий старения населения для финансовых рынков, а также для макроэкономической и финансовой стабильности. Для правительств в последние годы на первый план выдвинулись угрозы долгосрочной устойчивости государственных финансов, а реформы пенсионной системы и системы здравоохранения все чаще оказываются в первых строках политической повестки дня. Аналогичным образом, слабое финансовое состояние многих пенсионных фондов подчеркнуло необходимость обеспечения надежности финансовых ресурсов и совершенствования практики управления рисками для удовлетворения пенсионных потребностей, что послужило толчком к началу целого ряда реформ.

Финансовые рынки могут играть важную роль в управлении рисками, связанными со старением населения. По этой причине правительствам следует поощрять развитие рынков в данной сфере и оказывать влияние на этот процесс, а от разработчиков политики может потребоваться пересмотреть вопрос о том, каково надлежащее распределение рисков между государственным и частным секторами и сектором домашних хозяйств. В некоторых случаях правительства могут просто обозначить некоторые рамки или каким-либо иным образом повлиять на участников рынка, чтобы устранить несовершенство рынков. В других случаях может потребоваться прямое вмешательство правительства, чтобы гарантировать минимально необходимый уровень страхового покрытия. Оптимальное управление некоторыми рисками может обеспечить сектор домашних хозяйств, хотя при переложении дополнительного риска на домашние хозяйства, как правило, требуются дополнительные меры, для того чтобы обеспечить им определенные возможности управления этими рисками. На выборе той или иной комбинации этих подходов будет сказываться степень развития и емкость внутреннего или регионального финансовых рынков и учреждений, а также культурные и социальные особенности.

Правительствам следует также выступать в качестве управляющих долгосрочными рисками, реализуя стратегии активного и комплексного управления риском. При решении этой задачи они могут в большинстве случаев извлечь выгоды из более широкого участия рынка в этом процессе и использования рыночных инструментов управления рисками. До настоящего времени очень немногие страны применяли подобный подход к проблемам старения населения. Однако в ближайшее время, вероятно, потребуются более активные меры, принимая во внимание тот факт, что рейтинговые агентства, например, все в большей мере учитывают долгосрочные проблемы государственных финансов и связанные с ними риски, а также потенциальную вероятность падения рейтингов при отсутствии должных мер, направленных на преодоление таких рисков. Действительно, хотя принятие немедленных

мер по решению долгосрочных проблем старения тормозится более сиюминутными интересами политиков и значительной части общества, все более пристальное исследование проблем старения государственными ревизионными и законодательными органами, финансовыми СМИ, международными финансовыми учреждениями и инвесторами, и возможно даже домашними хозяйствами, скорее всего, приведет к смещению политических акцентов в сторону этих проблем.

В данной статье описывается характер и масштаб финансовых проблем, с которыми сегодня сталкиваются стареющие общества, а также рассматривается потенциальная роль финансовых рынков в решении этих проблем и роль правительств как институтов управления основными долгосрочными рисками, связанными со старением населения. Статья основана на результатах работы авторов над вопросами политики в рамках подготовки «Доклада по вопросам финансовой стабильности» МВФ, а также на материалах к семинару по вопросам демографии и финансовых рынков, проводившемуся Группой десяти и Группой двадцати.

Рост долгосрочных рисков

По мере старения населения относительный размер обязательств пенсионных фондов возрастает, но общий теоретический уровень возможных выплат значительно превосходит уровни, предполагаемые на настоящий момент (см. рисунок 1). С 2000 года неблагоприятное влияние старения населения на пенсионные программы с установленным размером пособий усугублялось более низкими доходами на фондовом рынке и (еще в более значительной степени) низкими процентными ставками. В результате этого многие пенсионные программы имели существенный недостаток финансирования, хотя в течение последних двух лет коэффициенты финансирования несколько стабилизировались. Такой рост давления на пенсионные программы с установленным размером пособий может привести к снижению коэффициентов замещения для пенсионного дохода, а в Соединенных Штатах, Европе и Японии он ускорил тенденцию к более широкому использованию пенсионных программ с установленным размером взносов и гибридных пенсионных программ. Однако размеры взносов в пенсионных программах с установленным размером взносов, как правило, ниже, и во многих странах, где участие в них является добровольным, степень участия в таких программах также, как правило, является низкой. Оба эти фактора неблагоприятно влияют на пенсионные сбережения.

Домашние хозяйства в некоторых странах могут не вносить изменений в уровни своих сбережений для достижения ожидаемых коэффициентов замещения. В отчете Пенсионной комиссии Соединенного Королевства за 2006 год указывается на значительно более низкий уровень сбережений многих домашних хозяйств по сравнению с необходимым. В Соединенных Штатах недавно разработанный национальный индекс пенсионного риска показывает, что почти 45 процен-

тов домашних хозяйств трудоспособного возраста подвержены риску остаться с недостаточным пенсионным доходом. Особую озабоченность вызывает влияние этой тенденции на группу населения среднего возраста и группу со средним доходом, слишком полагающиеся на традиционные системы частных и государственных пособий, которые на настоящий момент приходят в упадок.

Переход от пенсионных программ с установленным размером пособий к пенсионным программам с установленным размером взносов по существу перекладывает риски с правительств и пенсионных фондов на домашние хозяйства. Эти риски включают рыночные риски (например, риск изменения процентной ставки, фондовый риск и кредитный риск), инфляционный риск (при уменьшении или отмене индексации), риск инвестиционного планирования и риск долголетия (когда люди живут дольше срока, на который были рассчитаны пенсионные ресурсы). Старение населения также подвергает домашние хозяйства, страховые организации и правительства значительным рискам в сфере здравоохранения. В последние годы во многих странах стоимость здравоохранения значительно возросла, опережая доходы домашних хозяйств и уровень инфляции, что в основном отражает развитие медицинских технологий.

Возрастающее финансовое давление на пенсионные программы и программы медицинского страхования создает для правительств серьезные долгосрочные проблемы. Расходы, возникающие в связи с процессом старения, являются неявными, но очевидными обязательствами государства, выступающего в качестве работодателя и поставщика государственных социальных услуг. Более того, сфера обязанности государства может оказаться шире, чем выполнение лишь прямых обязательств, и включать также функцию «страховщика последней инстанции». Это является источником до-

полнительных и, возможно, существенных неявных и условных обязательств.

В последующие несколько десятилетий доля государственных расходов, связанных с процессом старения населения (пенсии, здравоохранение и долгосрочное санитарно-медицинское обслуживание), скорее всего, сильно возрастет относительно ВВП. В отсутствие дальнейших реформ, сокращения других статей расходов или изменений в распределении рисков, финансовые расходы в связи со старением населения и обусловленные этим обязательства государства могут вызвать интенсивное давление на государственные финансы и суверенные рейтинги (см. таблицу). Кроме того, существует значительная неопределенность в отношении оценок и масштабов таких обязательств, связанных со старением.

Как могут помочь финансовые рынки?

Для повышения долгосрочных сбережений и инвестиций, а также для управления долгосрочными рисками и обязательствами необходим широкий спектр финансовых инструментов. Однако многие из этих инструментов и рынков остаются недостаточно развитыми или еще не созданы.

Управляющие пенсионных фондов постоянно подчеркивают необходимость новых инструментов и увеличения наличного объема определенных существующих ценных бумаг для облегчения им задачи более качественного управления рисками дораации, долголетия и инфляции. Возможность использования этих инструментов станет дополнением к введению систем регулирования, в большей степени ориентированных на рынок или в большей степени опирающихся на оценку риска. Такие инструменты включают долгосрочные (30 лет и более) облигации и облигации, привязанные к темпам инфляции. Во многих странах официальные органы прилагали усилия к дальнейшему развитию рынков таких облигаций, но они по-прежнему остаются небольшими по сравнению с потенциальным спросом со стороны пенсионных фондов и страховых компаний (см. рисунок 2).

Для домашних хозяйств одной из важнейших составляющих пенсионного планирования является возможность конвертирования долгосрочных сбережений в надежный поток доходов на протяжении пенсионного периода за счет аннуитетов. Ученые и политики все в большей степени приходят к выводу о том, что самым главным пенсионным риском отдельного индивида является риск исчерпания пенсионных активов до конца жизни. Однако рынки аннуитетов, как правило, недостаточно развиты или, по крайней мере, недостаточно используются, особенно в случае частных лиц. Учитывая, что обычно значительная доля чистой стоимости капитала домашних хозяйств приходится на активы в форме жилья (см. рисунок 3), наличие инструментов реализации капитала в форме жилой недвижимости, таких как обратная ипотека, может помочь домашним хозяйствам использовать этот вид долгосрочных сбережений и получить поток доходов, близкий по форме к обеспечиваемому аннуитетом.

В странах с менее развитыми рынками капитала спектр сберегательных и инвестиционных инструментов в распоряжении домашних хозяйств и институциональных инвесторов может быть ограничен. Дальнейшее развитие рынков капитала в этих странах, включая кредитные рынки, создаст возможности большей диверсификации портфелей, одновременно улучшая соотношение риска и доходности для домашних хозяйств и институциональных инвесторов.

Даже в более развитых странах новые продукты и рынки, в том числе рынки передачи рисков, могут требовать дальнейшего развития, чтобы расширить диапазон доступных институциональным инвесторам и домашним хозяйствам инструментов для долгосрочных сбережений/инвестиций и управления рисками. В частности, это касается рынков для управления риском долголетия, роста стоимости здравоохранения и изменения цен на жилую недвижимость — и все они имеют большое значение в условиях старения населения.

Рисунок 1

Увеличение обязательств

Существует большая вероятность того, что потенциальные пенсионные обязательства окажутся намного выше текущих оценок, однако их размеры будут зависеть от ожидаемой продолжительности жизни и от того, как долго люди будут работать после достижения пенсионного возраста.

(Страны Группы десяти, миллиарды долларов)



Источники: ОЭСР, Всемирный банк и оценки сотрудников МВФ.

¹Совокупные обязательства, рассчитанные на основании совокупной годовой заработной платы в странах Группы десяти и скорректированные с учетом целевых коэффициентов замещения (ось x) и ожидаемой продолжительности жизни после 65 лет (ось y).

²Исходя из оценок 1) совокупных государственных пенсионных обязательств (см. Holzmann, Palacios and Ziviene, 2004) и 2) обязательств по выплате пособий частных пенсионных фондов (см. OECD, Global Pension Statistics).

³Коэффициент замещения = пенсионный доход в процентах от предыдущей заработной платы.

80 (a) = обязательства, исходя из 80 процентов от предыдущей заработной платы, никто не работает после достижения пенсионного возраста.

80 (b) = 80 процентов, 1/3 населения старше 65 лет работает полный рабочий день.

80 (c) = 80 процентов, 1/5 населения старше 65 лет работает неполный рабочий день, а 1/5 населения старше 65 лет работает в режиме неполного рабочего дня.

70 = обязательства, исходя из 70 процентов от предыдущей заработной платы, никто не работает после достижения пенсионного возраста.

Рост давления

Процесс старения и гос. обязательства могут стать причиной снижения суверенных рейтингов. (Гипотетические долгосрочные суверенные рейтинги, базовый сценарий)

	Австралия	Канада	Франция	Германия	Италия	Япония	Корея	Испания	Швеция	Соед. Королевство	США
2005	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	A	AAA	AAA	AAA	AAA
2020	AA	AAA	A	AAA	A	Non-IG	A	AAA	AAA	AAA	BBB
2030	BBB	AAA	Non-IG	A	Non-IG	Non-IG	Non-IG	BBB	A	A	Non-IG
2040	Non-IG	AA	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG	Non-IG

Источник: Standard & Poor's 2006.

Примечание. Non-IG = рейтинг ниже инвестиционного.

- использование разных политических рычагов для стимулирования частного сектора к решению проблем несовершенства рынков для управления рисками, связанными со старением;
- выполнение функций «страховщика последней инстанции» и принятие на себя, возможно временно, некоторых из этих рисков;
- определение того, могут ли домашние хозяйства принять на себя эти риски и управлять ими.

Риск долголетия. Аннуитет обеспечивает потребителям хеджирование риска долголетия, а «облигации долголетия» могут выполнять ту же функцию для страховых компаний и пенсионных фондов. Однако развитию рынка аннуитетов в определенной степени препятствует малое количество подходящих инструментов хеджирования, которые доступны для поставщиков аннуитетов, в том числе инструментов хеджирования риска инфляции, а также вялый потребительский спрос.

Степень покрытия медицинским обслуживанием и его стоимость. Масштабы использования перестрахования для регулирования степени покрытия медицинским обслуживанием и его стоимости являются очень ограниченными, а на рынке капиталов не ведется никаких операций с рисками, связанными с системой здравоохранения. Частные страховые компании и правительство управляют данными рисками в основном путем переноса этих рисков на домашние хозяйства и/или спонсоров программ медицинского страхования, используя, главным образом, механизм пересмотра цен или, в случае правительства, — повышая налоги и/или снижая размеры пособий.

Риск изменения цен на жилую недвижимость. В Соединенных Штатах и Европе все более значимым источником пенсионного дохода становятся активы в форме жилых фондов. Соответственно, снижение цен на жилую недвижимость может существенно повлиять на уровень потребления пенсионеров, что делает все более значимой возможность защиты от изменений цен на такую недвижимость. В мае 2006 года на Чикагской товарной бирже началась торговля индексом цен на жилую недвижимость в десяти городах США. Некоторые страны также создали или стремятся к созданию более широкого спектра инструментов, связанных с недвижимостью, в том числе более традиционных инвестиционных трастов на рынке недвижимости. Однако за пределами США рынок хеджирования от изменений цен на жилье находится лишь на стадии зарождения или полностью отсутствует.

В целом механизмы регулирования, технологии, качество и доступность данных оказывают очень существенное влияние на развитие рынка и нововведения. Участники рынка и ученые особенно подчеркивают необходимость более согласованных систем надзора. Например, с конца 80-х годов Базельские правила стали средством поощрения банков к продаже кредитных рисков и повышению ликвидности балансов, а развитие технологий позволяет банкам лучше оценивать кредитные риски. «Принципы определения платежеспособности-II» для целей страхового надзора в Европе, принятие которых ожидается в ближайшее время, могут также быть использованы для того, чтобы способствовать введению новых практических методов управления рисками в страховой отрасли, в том числе активизации деятельности по передаче рисков.

Правительство в качестве управляющего рисками

Проводящиеся реформы пенсионных и других систем пособий повысили уровень информированности общества в некоторых странах о данных проблемах, но это только первый шаг. Правительствам следует все в большей степени рассматривать себя в качестве управляющих рисками, поскольку многие из связанных с процессом старения рисков являются долгосрочными и системными. С этой целью они могут рассмотреть возможность применения трех, возможно, взаимодополняющих широких подходов:

Использование политических рычагов

Правительства могут влиять на поток рисков в финансовой системе и поощрять развитие новых продуктов и рынков для передачи рисков, используя описанные ниже политические рычаги.

Системы регулирования. В некоторых странах, среди которых следует особо отметить Нидерланды, в последнее время произошли значительные сдвиги в сторону укрепления системы регулирования пенсионных фондов, в частности, за счет введения надзора, в большей степени основанного на оценке рисков. Такие усилия должны повысить внимание управляющих пенсионных фондов и страховых компаний к управлению рисками и соотношению активов и обязательств, а также способствовать развитию продуктов и рынков для удовлетворения связанного с решением данных задач спроса.

Стандарты бухгалтерского учета. В то время как учет по справедливой стоимости может внести больший порядок в отчетность пенсионных фондов, связанная с ним изменчивость может вести к неточному отражению структуры риска пенсионного фонда и не обеспечивать надлежащей сосредоточенности управления рисками на долгосрочных пенсионных обязательствах. Принципиальный вопрос заключается в том, не могут ли такие реформы уменьшить долгосрочную ориентацию пенсионных фондов и страховых компаний, которая традиционно вела к повышению финансовой стабильности.

Налоговая политика. Налогообложение часто является определяющим фактором в установлении размеров ежегодных взносов в пенсионный фонд. Соответственно, режимы налогообложения в отношении пенсий должны разрабатываться с учетом необходимости содействия благоразумной политике финансирования, по возможности, характеризующейся непрерывностью, и, в идеале, быть направлены на создание разумных резервов финансирования (например, в размере суммы стандартных взносов за два-три года).

Наличие данных. Наличие, достоверность и своевременность данных, необходимых для разделения, определения цены и проведения купли-продажи отдельных рисков, широко признается принципиальным фактором более эффективного управления некоторыми видами рисков, связанных с про-

Рисунок 2

Неудовлетворенный спрос

Объемы выпущенных и непогашенных долгосрочных номинальных и привязанных к темпам инфляции облигаций невелики по сравнению с потенциальным спросом со стороны пенсионных фондов.



Источники: Merrill Lynch; Watson Syatt; Организация экономического сотрудничества и развития; International Financial Services, London; оценки сотрудников МВФ.

Использование капитала в форме жилой недвижимости

Активы в форме жилой недвижимости, на которые приходится значительная доля совокупных активов домашних хозяйств, могут использоваться более продуктивно.

(Недвижимость и ипотечная задолженность в процентах от совокупных активов домашних хозяйств, 2004 год)¹



Источники: Совет управляющих Федеральной резервной системы США; Соединенное Королевство, Национальное статистическое бюро; Япония, Банк Японии, Институт экономических и социальных исследований; Нидерланды, Статистическое бюро Нидерландов, Центральный банк Нидерландов, Европейская ипотечная федерация; OECD Economic Outlook; Статистическое бюро Австралии.

¹Совокупные активы представляют собой сумму финансовых активов и нефинансовых активов. В случае США и Канады данные относятся к 2005 году.

цессом старения. Однако часто такие данные отсутствуют. У государственных органов могут быть сравнительные преимущества в этой области, и они могут быть заинтересованы в повышении степени доступности данных, поскольку улучшения в этой сфере могут рассматриваться как относительно низкзатратный метод поддержки рыночных механизмов для решения рассматриваемых проблем.

Принуждение. Необходимость консолидации диверсифицированных рисков является важной особенностью страхования, в том числе страхового покрытия аннуитетов и медицинского страхования. Например, чтобы уменьшить негативный отбор и систематические смещения, правительство может устанавливать некоторые обязательные нормы конвертирования активов в аннуитеты, возможно, в форме определенной доли пенсионных сбережений, на которые распространяются налоговые льготы. Обязательная аннуитизация может также способствовать появлению большего количества стандартных форм аннуитетов и повысить понимание и использование этих продуктов населением.

Правительство как страховщик последней инстанции

Принимая на себя определенные виды риска (например, риск чрезмерного долголетия) правительства могут повысить потенциал участников рынка в области предложения новых продуктов и тем самым способствовать развитию более широких рынков. Для рисков, связанных с процессом старения, важным вопросом является степень участия государства в медицинском обслуживании и пенсионном обеспечении, поскольку там, где роль государства является низкой или снижается, у правительства может высвободиться некоторый потенциал для принятия на себя рисков, связанных с процессом старения. В идеале это следует делать таким образом, чтобы одновременно создавалась возможность привлечения к этой деятельности частного капитала и иного потенциала частного сектора.

Вмешательство со стороны государства должно всегда производиться в рамках комплексной стратегии, учитывающей ожидаемые затраты и выгоды (то есть влияние на баланс государственного сектора), временной горизонт, а также существование потенциальных решений, предоставляемых финансовым рынком. Таким образом, меры вмешательства со стороны государства могут быть четко ориентированы на некоторые очень конкретные риски или риски, действие которых ограничено во времени. Такое вмешательство может прекращаться по мере развития частных финансовых услуг.

Перенос рисков на домашние хозяйства

Финансовые и другие виды рисков, в конечном итоге, ложатся на домашние хозяйства, как на «акционеров» системы. Однако сегодня на домашние хозяйства все в большей сте-

пени ложатся дополнительные и более непосредственные риски по мере снижения или реструктуризации государственных и частных пособий. Выбор политики в отношении желательного профиля рисков для сектора домашних хозяйств связан с решением принципиальных культурных, социальных и политических вопросов, подходы к которым могут различаться между странами и регионами. При этом перенос большего объема рисков на домашние хозяйства поднимает вопрос о том, насколько хорошо домашние хозяйства подготовлены к тому, чтобы справляться с такими рисками.

В зависимости от политических соображений, возможны различные методы стимулирования сбережений или достижения желаемой пропорции в распределении рисков. Что касается сбережений, то рабочее место может являться наиболее подходящим местом для организации и накопления пенсионных сбережений. С помощью пенсионных систем, создаваемых по профессиональному признаку, работодатели могут наиболее эффективно организовывать финансирование пенсионных сбережений своих работников. Кроме того, работники, как правило, проявляют большую готовность вкладывать часть своей заработной платы в такие пенсионные программы, связанные с местом их трудовой деятельности. В целом не следует повсеместно и полностью отказываться от традиционных систем с установленным размером пособий и их принципов — один из полезных подходов к распределению рисков может заключаться в использовании гибридных пенсионных программ, работающих по профессиональному признаку.

При рассмотрении вопросов распределения или совместного несения рисков органам политики следует оценивать влияние текущих и предлагаемых изменений в пенсионной системе и системе социального обеспечения на домашнее хозяйство. В частности, они могут разработать статистические инструменты, позволяющие измерить распределение рисков между различными подгруппами населения, особенно между группами по возрасту и доходу, и необходимо приложить усилия для улучшения сбора данных по сектору домашних хозяйств, повышения степени их своевременности и сравнимости. Органы политики также могут приложить усилия к разработке более широких и перспективных показателей благосостояния домашних хозяйств. Например, в Швеции Национальный банк ведет работу по оценке финансовых резервов домашних хозяйств страны и их способности выполнять свои обязательства в случае потенциального изменения выплачиваемых пособий или экономических потрясений (например, увеличения расходов на выплату процентов или снижения доходов).

Формирование общественной поддержки

Проблемы, связанные с процессом старения, касаются всех стран и не исчезнут постепенно сами собой. Напротив, риски имеют тенденцию к накоплению и со временем могут обострить ряд социальных, экономических и финансовых проблем. Правительства, коммерческие фирмы внутри стран и финансовые рынки конкурируют на мировом рынке инвестиционного капитала, и потенциальные экономические эффекты старения могут негативно сказаться на их конкурентных позициях и на макроэкономической и финансовой стабильности.

Эти и другие факторы должны подтолкнуть органы политики к тому, чтобы формировать более активную общественную поддержку незамедлительных инициатив, направленных на смягчение этих негативных последствий. Учитывая, что рассматриваемые проблемы и большинство вероятных реформ по своему характеру касаются целого ряда поколений, важно начать работу в данном направлении уже сейчас. Дальнейшая задержка в решении этих проблем может лишь усилить конечные издержки для экономики и их финансовые последствия. ■

У. Todd Грум — начальник отдела, Николас Блэнчер — старший экономист, Пармешвар Рамлоган — сотрудник по работе с особыми проектами в Департаменте по международным рынкам капитала МВФ. Помощь в подготовке данной работы оказала старший референт-исследователь Оксана Хадарина.