

## СТАНОВЛЕНИЕ СЕКТОРА ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ СБЕРЕЖЕНИЙ В РОССИИ

В статье проведено научное обобщение содержания экономической категории «сбережения», раскрыта эволюция трактовки в связи с происходящими социально-экономическими изменениями, показана их роль в функционировании рыночной экономики. Особое внимание уделено анализу проблем формирования и функционирования сектора институциональных посредников в форме паевых фондов, субъектов рынка ценных бумаг, банковского сектора.

Изучение сберегательного поведения населения сегодня вызывает растущий теоретический и практический интерес. Стабильный рост российской экономики невозможен без масштабного привлечения инвестиционных ресурсов, одним из важнейших источников которых могут стать сбережения населения. Инвестиционный потенциал сбережений российских домохозяйств характеризуется значительными масштабами. Между тем существует огромный разрыв между тем, что может быть инвестировано, и тем, что сберегается.

Так, если валовые сбережения населения оцениваются в 30–35% ВВП, то на инвестиции уходит меньше половины – 15%. В настоящее время основной объем инвестиций в экономику обеспечен двумя источниками – кредитами Сбербанка, где сосредоточена основная доля вкладов физических лиц, и собственными средствами крупных корпораций.

*Сбережения как экономическая категория являются одним из важнейших объектов экономических исследований, вызывающих не только теоретический, но и практический интерес. В то же время проблема определения экономической сущности сбережений и их роли в функционировании рыночной экономики является относительно новой для отечественной науки.*

*В экономической науке исторически сложились два основных подхода к исследованию категории «сбережения».*

Один из теоретических подходов был сформулирован классической школой политической экономии (А. Смит, Д. Рикардо, Т. Мальтус, Д. С. Милль и др.). Согласно классической концепции, сбережения являются

непосредственным источником инвестиционных ресурсов и экономического роста. Уровень инвестиций определяется в основном уровнем сбережений. Общество не может производить капитальные блага, если оно не изымает часть своих ресурсов из производства потребительских благ. Следовательно, без сбережений не может быть инвестиций. По словам А. Смита, «бережливость, а не трудолюбие является непосредственной причиной возрастания капитала»<sup>1</sup>. Стремление сберегать – это главная причина общественного прогресса, и эту склонность людей необходимо всячески поддерживать. Для экономистов данного направления является аксиомой тот факт, что сбережения населения, как важный элемент доходов, уравниваются с инвестициями с помощью гибкой процентной ставки.

Экономисты неоклассического направления также отводят сбережениям населения важную роль в экономическом развитии общества. В наиболее общем виде неоклассические модели роста рассматривают экономический прогресс как результат действия нескольких факторов, выделяя при этом роль личных сбережений. Так, широко известная модель Солоу описывает взаимосвязь между сбережениями, накоплением капитала и экономическим ростом при предположении о зависимости объема производства от инвестиций и потребления. Основной вывод модели заключается в том, что в закрытой экономике темп экономического роста в краткосрочном периоде напрямую зависит от нормы накопления. Национальная норма сбережения, в свою очередь, может быть увеличена как путем непосредственного роста

<sup>1</sup> Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов // Классика экономической мысли: сочинения. М.: Изд-во ЭКСМО-Пресс, 2000. С. 371.

государственных сбережений, так и через стимулирование личных сбережений.

Иной подход к анализу сбережений получил распространение с появлением кейнсианской теории. Теория Кейнса основывается на идее, согласно которой уравнение сбережений и инвестиций происходит скорее благодаря колебаниям уровня производства или дохода, чем вследствие изменения уровня процента. Чтобы достигнуть экономического равновесия при полной занятости, необходимо обеспечить определенный уровень дохода (зарплаты, ренты, процента, прибыли).

По мнению Кейнса, накопление сбережений отнюдь не является безусловным благом. Например, если намеченный объем инвестиций падает, а люди пытаются удержать норму сбережений на прежнем уровне, то потребительские расходы не смогут в достаточной степени компенсировать сокращение совокупного (потребление плюс инвестирование) спроса. Как результат – непроданные товары, падение производства и доходов, рост безработицы. Данный вывод Кейнса получил название «парадокса бережливости». И это будет происходить до тех пор, пока снижение доходов не заставит сберегателей сократить норму сбережений до того уровня, который согласны израсходовать инвесторы. Следовательно, высокая норма сбережений отнюдь не является необходимым условием для высокой нормы инвестирования.

На наш взгляд, важным достижением данного направления экономической теории является вывод о том, что процесс сбережения во многом определяется нормами общественного поведения, в то время как процесс инвестирования – другими факторами, основным из которых является ставка процента.

В отечественной экономике сбережения населения долгое время не играли значительной роли в финансировании воспроизводственных процессов, соответственно их теоретическое изучение не вызывало широкого интереса. В 80-е годы прошлого столетия, с постепенным осознанием необходимости реформирования советской экономики, возоб-

новился и исследовательский интерес к вопросам личных сбережений, в том числе к условиям их формирования и использования. В советской литературе того времени сбережения населения определялись как «постепенно сформированная и формируемая за счет части текущих доходов совокупность денежных средств, которая объективно необходима населению для обеспечения непрерывности процесса потребления и его возвышения в соответствии со сложившимися закономерностями, условиями и формами реализации и роста необходимого продукта»<sup>2</sup>.

Прежде всего сбережения рассматривались исключительно как отложенный спрос, то есть не учитывалась возможность тезаврирования денежных средств, например, в целях извлечения дополнительного дохода или страхования будущего. Кроме того, основным источником сбережений в социалистической экономике являлась заработная плата, что традиционно подчеркивается экономистами советского периода, определяющими сбережения населения как часть трудового дохода граждан, не используемую на текущее потребление.

С переходом к рыночной экономике в России роль сбережений населения в экономической системе претерпела изменения. Значительно возросло как количество дополнительных источников дохода домохозяйств, так и разнообразных мотивов сбережения. Соответственно расширилась трактовка понятия сбережений. Во многих теоретических работах сбережения определяются как часть личного денежного дохода, не использованная на текущее потребление. Некоторые авторы считают, что «накопление в целом, и сбережение в частности, означают не получение, а использование благ, связанное с их консервацией в течение определенного периода времени, независимо от форм, в которых оно производится»<sup>3</sup>.

Достаточно распространена точка зрения, согласно которой сбережения являются отложенным спросом: в сущности сбережения представляют собой формирующийся (по отношению к текущему периоду) спрос<sup>4</sup>; сбережения выступают как совокупность ча-

<sup>2</sup> Шохин А.Н. Денежные сбережения населения как экономическая категория. Препринт. - М.: ЦЭМИ АН СССР, 1984. С. 18.

<sup>3</sup> См.: Луценко А.В., Радаев В.В. Сбережения средних слоев населения // Экономика и организация производства. – 1996. - №6. С.15.

<sup>4</sup> См.: Ракитский Б.В., Шохин А.Н. Закономерности формирования и реализации трудовых доходов. - М.: Наука, 1998. – С. 225.

стей денежных доходов, которые связаны с необходимостью обеспечения непрерывности потребления в будущем<sup>5</sup>.

Приведенные определения не противоречат друг другу, лишь подчеркивают различные аспекты отношений сбережения.

На наш взгляд, сбережения населения – комплексная экономическая категория, включающая в себя прежде всего отношения между экономическими агентами по поводу использования части дохода с целью сохранения и приумножения богатства. Материальным результатом сбережения является прирост богатства в будущем за счет отказа от потребления некоторой части текущего дохода. Кроме того, категория личных сбережений имеет динамический аспект, поскольку включает приращение накопленного богатства во времени.

Сбережение является отношением, предполагающим участие не только первичного субъекта сбережения, но и других экономических агентов. Назовем их «вторичными субъектами» (посредниками) сбережения. Совокупность посредников сбережения, в свою очередь, можно условно подразделить на две группы. К первой отнесем агентов, экономическое поведение которых непосредственно зависит от сберегательных решений первичного субъекта, то есть остальных членов домохозяйства, в которое он входит. Во вторую группу входят организованные посредники, косвенно участвующие в принятии и реализации решений о сбережении: банковские структуры, институты рынка ценных бумаг, страховые компании,

пенсионные фонды и т. д. В качестве особого участника, относящегося к группе организованных посредников, выделим государство, основная роль которого заключается в регулировании отношений между остальными участниками сбережения (рис. 1).

Во многих практических исследованиях сберегательного поведения первичным субъектом сбережения считается домашнее хозяйство. В последние годы интерес к домашним хозяйствам заметно повысился, что объясняется целым рядом обстоятельств.

Прежде всего роль домашних хозяйств в экономической жизни к настоящему времени значительно выросла. Это связано со становлением рыночных отношений, при которых более ярко обозначается деятельность всех субъектов хозяйствования, неизбежно усиливается самообеспечивающая функция населения. Этому интересу способствует также и то обстоятельство, что начиная с 1992 года российская статистика постепенно перешла на международную систему национальных счетов, где домашнее хозяйство рассматривается в качестве субъекта экономики наряду с фирмами и государством.

Серьезной проблемой является и выбор объектов инвестирования. Здесь явно доминируют экспортеры (крупные компании, нефтегазовый комплекс, металлурги), а также динамично развивающиеся отрасли (пищевая, телекоммуникации, электроэнергетика). Кредитование других отраслей экономики практически не осуществляется. В этих условиях особую актуальность приобретает проблема формирования института организованного сбережения в России.

С переходом к рыночной экономике возникли предпосылки развития данного института: растущая склонность населения к сбережению в организованных формах, с одной стороны, и формирование сектора институциональных посредников – с другой. В настоящее время можно говорить не только о появлении организованных посредников сбережений, но и о росте конкуренции между ними за привлечение сбережений населения. Между тем важнейшим условием дальнейшего развития института сбережений является формирование



Рисунок 1. Основные участники сбережения

<sup>5</sup> Чаплыгин В.Г. Роль банковской системы в реализации сберегательной политики. - СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001. - С. 8.

сберегательной культуры населения. Так, из очередного опроса холдинга «ROMIR Monitoring» в марте 2006 года следует, что 57% россиян считают самым надежным сбережением в наличных деньгах, 21% предпочитает банковские вклады, 7% непосредственно ценные бумаги и только 1% граждан доверяет вложениям в паевые инвестиционные фонды.

Охарактеризуем современные тенденции развития сектора институциональных посредников сбережений в России. По оценкам аналитиков, в настоящее время происходит рост коллективных инвестиций. Коллективные инвестиции являются одним из наиболее перспективных направлений развития фондового рынка с точки зрения привлечения сбережений населения, которое обеспечивает диверсификацию инвестиций при относительно небольшом индивидуальном вкладе. С принятием в 2001 году закона «Об инвестиционных фондах» постепенно возрастает роль паевых инвестиционных фондов на рынке. Однако российские розничные инвесторы пока с пессимизмом и осторожностью относятся к доверительному управлению коллективными инвестициями. Потребуется огромная информационно-разъяснительная работа, чтобы объяснить населению эффективность данного механизма инвестирования. В настоящее время в число наиболее доходных ПИФов входят «Энергия Капитал» с приростом пая в 2005 году 140,32%, «Лукойл Фонд Первый» с приростом пая 100,2%, «Лукойл Фонд Отраслевых инвестиций» с приростом пая 98,11%. Два последних принадлежат управляющей компании «Уралсиб» и четыре года подряд попадают в число лучших фондов, такой высокий стабильный результат не показывает больше никто.

Прошедший 2005 год стал наиболее успешным в истории развития российских ПИФов. Это способствовало притоку в них инвестиций, совокупные активы фондов всех типов выросли за 2005 год почти в два раза. Фонды акций, показавшие лучшие результаты, принесли доходность в среднем в 60–80% годовых, ставки же по депозитам в банках – максимум 6–10%. Доходность вложений в ПИФы можно сравнить только с вложениями в товарные фьючерсы. Так, нефть в прошедшем году подорожала более чем на 30%, а золото – на 25%, однако

фьючерсы на нефть и золото – инструменты, не ориентированные на массового вкладчика.

Паевые фонды становятся все более разнообразными. В прошедшем году было сформировано несколько земельных ПИФов, активно развивались фонды недвижимости, появился даже фонд, который намерен вкладывать средства преимущественно в акции новых эмитентов («IPO-фонд»). В 2006 году должны появиться индексные ПИФы, ориентированные на индекс РТС, а компания ФИНАМ формирует первый в России ПИФ по вложениям в ИТ-проекты.

Среди значимых для рынка коллективных инвестиций событий аналитики называют появление возможности совершать операции с паями через Интернет, здесь пионером выступила УК «Мономах». Появление такого интерфейса делает ПИФы более доступными, решается проблема создания федеральной сети по продаже паев.

Однако успешное развитие ПИФов в 2005 году было омрачено приостановлением действия лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, ПИФаами и НПФ УК «Топкапитал». В результате возникла ситуация, когда пайщики ПИФов этой управляющей компании не смогли получить свои средства в полном объеме. В 2006 году участники рынка ждут принятия Госдумой поправок к закону, приравняющих пайщиков ПИФов к кредиторам первой очереди при банкротстве банков.

На наш взгляд, роль фондового рынка в обеспечении экономики инвестиционными ресурсами должна также повыситься с принятием федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах» и развитием сектора ипотечного кредитования. Сегодня емкость рынка ипотечного кредитования оценивается в миллиарды рублей, а через несколько лет, по мнению аналитиков, это будут миллиарды долларов. Первые выпуски ипотечных ценных бумаг должно осуществлять государственное ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию», это будет сделано, чтобы рефинансировать ипотечные кредиты коммерческих банков. После этого последуют выпуски ипотечных ценных бумаг и со стороны самих коммерческих банков.

Важным фактором роста инвестиционной активности населения является начавшаяся в 2002 году реформа системы пенсионного обеспечения, предполагающая возможность граждан инвестировать свои пенсионные накопления на финансовых рынках. Возможность привлечения данных средств является стимулом роста конкуренции на рынке ценных бумаг, особенно среди управляющих компаний, предлагающих все более разнообразные и качественные услуги. Развитие системы негосударственного пенсионного обеспечения, в свою очередь, является важнейшим условием роста долгосрочных инвестиций в реальное производство, поскольку именно данный сектор характеризуется отчуждением сбережений населения на длительный период времени. Тем не менее, учитывая основную социальную функцию пенсионной системы, важно законодательно закрепить твердые гарантии возврата сбережений, в частности, ограничения на управление активами пенсионных фондов.

Пенсионные накопления – это многомиллиардный ресурс длинных средств, до недавнего времени являющийся собственностью государства. В 2004 году стало ясно, что государство не готово поделить эту собственностью с финансовым рынком, финансовый потенциал накопительной пенсионной системы был урезан наполовину, вычеркнув из нее граждан старше 37 лет. Таким образом, НПФ лишились значительной части потенциальных клиентов. Вскоре появились и другие факторы, пошатнувшие уверенность НПФ в их возможностях. В частности, в нормативной базе, необходимой для участия фондов в обязательном пенсионном страховании, обнаружилось пробелы. Согласно Налоговому кодексу граждане, передавшие деньги в НПФ, сразу лишаются почти трети этих средств – пенсионный фонд, получив деньги, обязан уплатить с них налог на прибыль. При этом в пенсионном законодательстве написано, что конкурентные условия государственного пенсионного фонда и НПФ должны быть равными, а значит, клиенты НПФ не должны терять на налогах. Однако, несмотря на это, услуги, предложенные НПФ на рынке обязательного пенсионного страхования, в целом оказались востребо-

ванными. Подавляющее большинство российских НПФ являются корпоративными – 85,9% взносов в НПФ поступают от юридических лиц. Лидерами по сбору пенсионных заявлений явились «Лукойл-Гарант», «Большой пенсионный фонд», «Промагрофонд», «Газфонд», «Первый промышленный альянс»<sup>6</sup>.

В последние годы предпринимаются также меры по привлечению средств населения на рынок государственного долга. Так, Министерство финансов РФ планирует создать национальную систему, аналогичную американской *Treasure Direct*, позволяющую физическим лицам приобретать облигации казначейства непосредственно у эмитента. Привлекательной чертой данной системы является отсутствие посредников при осуществлении инвестиций, то есть более высокая доходность вложений. Постепенно расширяется спектр инвестиционных инструментов, доступных для частных инвесторов: растет выбор акций, корпоративных и государственных облигаций и др.

Например, с 2002 года физические лица имеют возможность инвестировать в еврооблигации, в то время как ранее валютные инструменты были для них недоступны. В начале 2005 года инвестиционный банк *Lehman Brothers* включил российские ценные бумаги в индексы бумаг инвестиционного уровня. Значительная часть западных инвесторов покупает ценные бумаги, ориентируясь именно на индексы этого инвестиционного банка. В первую очередь приток средств коснется рынка евробондов, но, как показывает практика, оживится и рынок рублевых облигаций. Так, после сообщения *Lehman Brothers* рост котировок по наиболее активно торгуемым суверенным бумагам «Россия-30» составил около 1% от номинала – до рекордного уровня в 104% от номинала. Продемонстрировали рост и облигации, номинированные в рублях, правда, не столь значительно. В целом доходность фондов облигаций существенно ниже доходности вложений в ПИФы акций, однако надежность их значительно выше.

Во втором квартале 2006 года со вторым выпуском трехлетних облигаций выходит торговый дом «Евросеть» (объем займа – 3 млрд. рублей, ожидаемая доходность 10,25–10,5%).

<sup>6</sup> Голикова Л. Фонды с ограниченной дееспособностью // Деньги, №44, 2004. С. 130-132.

Республика Чувашия начнет внебиржевое размещение пятилетнего займа на 1 млрд. рублей с ожидаемой доходностью 8,0–8,3%, Сибкакадембанк – третий выпуск трехлетних облигаций на 3 млрд. рублей с ожидаемой доходностью 9,5–9,75%. Ожидаются и другие размещения на рынке облигаций<sup>7</sup>.

Важным фактором интенсивного развития рынка ценных бумаг и роста его ликвидности является внедрение интернет-трейдинга.

Тем не менее, дальнейшее развитие рынка ценных бумаг осложняется недостаточной степенью разработанности нормативно-правовой базы его функционирования. В качестве ее значительного недостатка выделим отсутствие ясных приоритетов, то есть законодательного регламентирования направленности рынка ценных бумаг на обеспечение инвестиций в реальный сектор экономики. Кроме того, деятельность участников фондового рынка осложняется дублированием и противоречивостью правовых норм, часто оказывающихся неисполнимыми, а также отсутствием единообразия в управлении различными сегментами рынка. Проблема несовершенства нормативно-правовой базы особенно актуальна в сегодняшних условиях, с ростом разнообразия финансовых инструментов и их усложнением.

По словам генерального директора УК «Пифагор» Натальи Федосеевой, «за прошедшие годы существо фондового рынка очень мало изменилось. Вместо привлечения ресурсов в экономику, в промышленные предприятия рынок является спекулятивной площадкой»<sup>8</sup>.

Важнейшим направлением государственного регулирования рынка ценных бумаг с точки зрения реализации инвестиционного потенциала сбережений является налогообложение участников рынка. В частности, важнейшей задачей государства остается устранение спекулятивной направленности рынка путем поощрения инвестиций в реальный сектор экономики. Первоочередным инструментом подобной политики является создание эффективной системы льготного налогообложения производственных инвестиций. Кроме того, на данный момент важно решить

проблему двойного налогообложения на рынке ценных бумаг (при котором организованный посредник уплачивает налог на прибыль, а инвестор – физическое лицо затем должен уплатить подоходный налог с полученной им части прибыли).

Необходимой составляющей фондового рынка как механизма трансформации сбережений в инвестиции является банковский сектор, осуществляющий концентрацию свободных денежных средств населения с целью их дальнейшего инвестирования. В России данный сектор продолжает устойчиво развиваться. Одним из важных факторов роста популярности банковских вкладов является стабилизация обменного курса рубля, делающая вложения в наличную валюту относительно невыгодными. В условиях сохраняющегося недоверия значительной части населения к институтам фондового рынка банковские вклады продолжают оставаться одной из наиболее привлекательных форм сбережения.

Все большую долю активов крупнейших российских банков составляют кредиты реальному сектору экономики. Так, в 2004 году «Банк Татарстан» Сбербанка РФ инвестировал в экономику республики 45 млрд. рублей<sup>9</sup>. Основные объекты инвестиций – нефтедобыча, нефтехимический комплекс, КамАЗ, пищевая и химическая промышленность. В то же время данные средства не дают полноценных возможностей экономического развития, поскольку лишь 31% кредитных вложений имеет срок более одного года. Отечественный банковский сектор по-прежнему характеризуется относительно низкой капитализацией. В связи с этим отметим, что эффективному развитию данного сектора препятствует олигопольное положение на рынке банковских услуг нескольких крупнейших банков, среди которых доминирует Сбербанк.

По нашему мнению, несмотря на некоторые позитивные изменения в области регулирования банковской деятельности, сохраняется положение «асимметрии информации» на рынке банковских услуг. Это выражается в недоступности информации о реальном фи-

<sup>7</sup> Летнее оживление // Финансы, №21, 2006. С. 76.

<sup>8</sup> Ладьгин Д. От числа к умению // Деньги, №3, 2005. С. 33.

<sup>9</sup> Захаров Г. Мы инвестируем в экономику республики // Татарстан, №3, 2005. С. 27.

нансовом состоянии и вероятности банкротства банков для большинства частных вкладчиков, а также их неспособности адекватно интерпретировать имеющуюся информацию. Во многом по этой причине на сегодняшний день большая часть сбережений населения сконцентрирована вне банковского сектора и хранится в форме наличных денег. Важным фактором дальнейшего роста доверия населения к отечественной банковской системе должна стать компенсация обесценившихся в период гиперинфляции вкладов населения, прежде всего в Сбербанке, а также развитие эффективной системы гарантии прав собственности вкладчиков. Принятый в 2004 году закон о гарантиях возврата вкладов не принес значительного положительного эффекта, так как гарантировал возврат вкладов лишь в пределах 100 тыс. рублей, в 2006 году эта сумма должна увеличиться до 190 тыс. рублей.

По нашему мнению, важным позитивным фактором развития банковского секто-

ра стало ужесточение требований к заемщикам. Это произошло после вступления в силу в 2005 году закона «О кредитных историях»<sup>10</sup>, который предусматривает создание бюро кредитных историй. Они будут собирать информацию о полученных физическими и юридическими лицами кредитах, своевременности их возврата и другие сведения, помогающие банкам принять решения о предоставлении кредита и быть уверенными в их возврате.

Таким образом, существуют как предпосылки, так и необходимость дальнейшего развития сектора организованных посредников сбережения.

Продуманное и эффективное государственное регулирование данной сферы будет способствовать формированию полноценного института сбережения, соответствующего принципам рыночной экономики, и его превращению в важнейший источник инвестиционных ресурсов.

---

<sup>10</sup> Черниговский М. Зима законов наших // Деньги, №8, 2005. С. 32.

**Статья поступила в редакцию 06.07.06**