

А. Е. АБРАМОВ



Институциональные инвесторы в мире

ОСОБЕННОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
И ПОЛИТИКА РАЗВИТИЯ



Издательский дом ДЕЛО



РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

А.Е. Абрамов

Институциональные инвесторы в мире

ОСОБЕННОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
И ПОЛИТИКА РАЗВИТИЯ

Книга 1

*Научный редактор А.Д. Радыгин,
доктор экономических наук, профессор*



Издательский дом «Дело»
Москва | 2014

Абрамов, А. Е.

А16 Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития : в 2 кн. : кн. 1 / А.Е. Абрамов ; науч. ред. А.Д. Радугин. — М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014. — 544 с. — (Россия: вызовы модернизации. Экономика).

ISBN 978-5-7749-0924-7 (общ.)

ISBN 978-5-7749-0981-0 (кн. 1)

Успешное проведение пенсионной реформы, решение проблем длинных денег и финансовой безопасности среднего класса, создание международного финансового центра — все эти задачи требуют детальных знаний зарубежных практик и понимания инструментов реализации политики развития финансовых рынков и институтов.

Автор книги — Александр Евгеньевич Абрамов, кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института прикладных экономических исследований РАНХиГС при Президенте Российской Федерации — пытается восполнить пробелы указанных знаний. В работе содержится диагностика проблем внутренних сбережений в России; детальный анализ 27 зарубежных пенсионных систем мира и отдельно российской пенсионной реформы, инструментов политики развития коллективных инвестиций в США, Европейском союзе и странах БРИКС; количественные исследования факторов, влияющих на уровень развития пенсионных фондов и коллективных инвестиций в 50 странах мира.

Несомненным достоинством книги является отсутствие навязчивых рекомендаций идеальных и единственно правильных моделей пенсионных систем и коллективных инвестиций. Автор предлагает обобщить разные мировые практики, обсудить разработки и возможные решения по развитию институциональных инвесторов в нашей стране.

Для специалистов в области финансов и социальной политики, а также всех, кто интересуется современными общемировыми экономическими проблемами.

ISBN 978-5-7749-0924-7 (общ.)

ISBN 978-5-7749-0981-0 (кн. 1)

© ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2014

УДК 336.714
ББК 65.263

СОДЕРЖАНИЕ

Обозначения и сокращения	7
Введение	15
Часть 1. Внутренние сбережения домашних хозяйств: понятие, роль в экономике и факторы, определяющие их развитие.	19
1.1. Понятие системы внутренних сбережений домашних хозяйств	19
1.2. Влияние пенсионных накоплений на сбережения и фондовый рынок	31
1.3. Факторы, влияющие на развитие пенсионных фондов.	43
1.4. Факторы, влияющие на развитие коллективных инвестиций.	63
1.5. Взаимосвязь пенсионных фондов и коллективных инвестиций	76
Часть 2. Опыт и эволюция пенсионных систем в мире	81
2.1. Классификация пенсионных систем	81
2.2. Пенсионные системы в англосаксонских странах.	118
2.2.1. Пенсионная система в Австралии	121
2.2.2. Пенсионная система в Великобритании.	137
2.2.3. Пенсионная система в Ирландии.	158
2.2.4. Пенсионная система в Канаде	174
2.2.5. Пенсионная система в США	188
2.2.6. Пенсионная система в ЮАР	225

2.3. Пенсионные системы в азиатских странах . . .	228
2.3.1. Пенсионная система в Сингапуре	231
2.3.2. Пенсионная система в Японии	242
2.3.3. Пенсионная система в Республике Корея	266
2.3.4. Пенсионная система в Малайзии.	277
2.3.5. Пенсионная система в Китае	282
2.3.6. Пенсионная система в Индии.	291
2.4. Пенсионные системы в странах континентальной Европы	301
2.4.1. Пенсионная система в Германии	305
2.4.2. Пенсионная система во Франции.	326
2.4.3. Пенсионная система в Нидерландах.	337
2.4.4. Пенсионная система в Швейцарии.	349
2.4.5. Пенсионная система в Италии	357
2.4.6. Пенсионная система в Польше	363
2.4.7. Пенсионная система в России.	382
2.5. Пенсионные системы в скандинавских странах 415	
2.5.1. Пенсионная система в Дании	418
2.5.2. Пенсионная система в Швеции.	430
2.5.3. Пенсионная система в Финляндии.	440
2.5.4. Пенсионная система в Норвегии	457
2.6. Пенсионные системы в Латинской Америке . .	466
2.6.1. Пенсионная система в Чили.	468
2.6.2. Пенсионная система в Бразилии	479
2.6.3. Пенсионная система в Аргентине	488
2.6.4. Пенсионная система в Мексике.	497
2.7. Самые надежные пенсионные системы в мире	502
Словарь основных терминов и понятий	519
Список литературы	533

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ

ГУК — Государственная управляющая компания, функции которой на основании законодательства выполняет ВЭБ

ИИС — индивидуальные инвестиционные счета, введенные в России

ИЛС — индивидуальный лицевой счет в условно-накопительной (страховой) пенсии (NDC) в России, администратором которого является Пенсионный фонд РФ

ИПС — индивидуальный пенсионный счет

ЛПСС — личный пенсионный сберегательный счет в Ирландии

НАУФОР — Национальная ассоциация участников фондового рынка в России

НДФЛ — налог на доходы физических лиц

НИСС — Национальный институт социального страхования в Бразилии

НЛУ — Национальная лига управляющих в России

НФА — Национальная фондовая ассоциация в России

ПИФ — паевой инвестиционный фонд

ПФР — Пенсионный фонд России

СЧА — стоимость чистых активов

ТПФ — трастовый пенсионный фонд в Австралии

УК — управляющая компания

ФСФР — Федеральная служба по финансовым рынкам России

AFJP (Administradora de fondo de jubilaciones y pensiones) — управляющая компания частным пенсионным фондом в Аргентине

AFP (Administradoras de fondos de pensiones) — пенсионные администраторы в Чили

AFP — пенсионный план для лиц, досрочно выходящих на пенсию, в Норвегии

AGIRC (Association Générale des Institutions de Retraite des Cadres) — дополнительный квазиобязательный корпоративный план с установленными выплатами для работников «белых воротничков» во Франции (третий уровень пенсионной системы)

ANV (Alters- und Hinterlassenenversicherung) — национальная (федеральная) пенсия по старости и утрате кормильца (нулевой уровень) в Швейцарии

ANSES (Administración Nacional de la Seguridad Social) — Национальный институт социального обеспечения в Аргентине

AOW — социальная базовая государственная пенсия в Нидерландах

APRA (Australian Prudential Regulation Authority) — Австралийское агентство пруденциального регулирования

ARRCO (Association des Régimes de Retraite Complémentaire) — дополнительный квазиобязательный корпоративный план с установленными выплатами для работников «синих воротничков» во Франции (третий уровень пенсионной системы)

ASPA (Allocation de Solidarité aux Personnes Âgées) — социальные пособия во Франции (первый уровень пенсионной системы)

ATP (Arbejdsmarkedets Tillægspension — Labor Market Supplementary Pension) — дополнительный компонент трудовой пенсии в Дании

CAGR (Compound annual growth rate) — совокупный среднегодовой темп роста

CPF (Central Provident Fund) — Государственный пенсионный фонд в Сингапуре

CPFIS (CPF Investment Scheme) — инвестиционный план участника в Государственном пенсионном фонде Сингапура

CPFIS-OA — инвестиционный план для обыкновенного счета участника в Государственном пенсионном фонде Сингапура

CPFIS-SA — инвестиционный план для специального счета участника в Государственном пенсионном фонде Сингапура

CNAVTS (Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse des Travailleurs Salariés) — государственный пенсионный план с установленными выплатами (базовая пенсия) на первом уровне пенсионной системы во Франции

CPP (The Canada Pension Plan) — канадский пенсионный план

CRA (Central Record-keeping Agency) — Центральное агентство по ведению счетов персонализированного учета участников пенсионной системы в Индии

CSR (Companías de Seguro de Ritego) — общества по предоставлению пенсионных услуг в Аргентине

EFAMA (European Fund and Asset Management Association) — Европейская ассоциация инвестиционных фондов и доверительных управляющих

EmPF (Employee Pension Fund) — Пенсионный фонд работающих в Японии

EPF (Employee Provident Fund) — Государственный пенсионный фонд работающих в Малайзии

EPF (Employees Provident Fund Scheme) — план пенсионного фонда работников в Индии

EPS (Employees' Pension Scheme) — пенсионная схема работников в Индии

ERISA — Закон о пенсионном обеспечении и страховании наемных работников 1974 г. (США)

ERP (Earnings-related pensions) — доходно-ориентированные¹ пенсионные планы в Финляндии

ERSA (The Employee Retirement Security Act) — Закон о пенсионных планах работодателей 2005 г. в Республике Корея

FCfP (Finnish Center for Pensions) — Финский пенсионный центр

ETCs — биржевые коммерческие бумаги

ETF (Exchange-Traded Fund) — биржевой инвестиционный фонд

¹ Здесь и далее используется термин, принятый Всемирным банком. См.: Уйтхауз Э. Пенсионная панорама. Пенсионные системы 53 стран / пер. с англ. М.: Мир, 2008.

ETN (Exchange-Traded Note) — биржевой структурный продукт (нота)

FICA (Federal Insurance Contributions Act) — Федеральный закон о социальных взносах в США

GIS (Guaranteed income supplement) — целевая гарантированная пенсия — федеральная гарантированная надбавка в Канаде

HBP (Home Buyer's Plan) — план накоплений для приобретения жилья в Канаде

IFS (International Financial Statistics) — информационный ресурс Международного валютного фонда

IKE — индивидуальный пенсионный счет в Польше

IKZE — индивидуальные пенсионные страховые счета в Польше

IRA — индивидуальный инвестиционный (пенсионный) счет в США и Республике Корея

IRA Rollover — возможность переноса средств с одного индивидуального инвестиционного счета в США на другой

IRDA (Insurance Regulatory Development Authority) — Агентство по развитию регулирования в страховании в Индии

IPAs (Individual pension accounts) — индивидуальные пенсионные счета в Индии

ISA (Individual Savings Account) — индивидуальный сберегательный счет в Великобритании

ITP — профессиональный пенсионный план для «белых воротничков» в Швеции

KNF — польское Агентство по финансовому надзору

KNH (Kosei Nenkin Hoken) — доходно-ориентированный обязательный государственный пенсионный план в Японии (Косэй Нэнкин Хокэн)

LD Pension — Пенсионный фонд государственных служащих в Дании

LLP (Life-Long Learning Plan) — образовательный план в Канаде

MA — страховой счет участника в Государственном пенсионном фонде Сингапура

MySuper — низкозатратный накопительный пенсионный план в Австралии

NDC (Notional Defined Contribution) — условно-накопительная пенсионная система в Швеции

NEST (National Employment Saving Trust) — национальный накопительный корпоративный пенсионный план на коммерческой основе для бенефициаров корпоративных планов с автоматическим инвестированием в Великобританию

NIS (The National Insurance Scheme, или Folketrygden) — национальная страховая пенсия в Норвегии

NPS (New Pension System) — новая накопительная пенсионная система в Индии

NPS (National Pension Scheme) — Национальная пенсионная схема в Республике Корея

NRPS (National Rural Pension Scheme) — Национальная схема пенсионного обеспечения сельского населения в Китае

NSDL (National Securities Depository Limited) — Национальный депозитарий ценных бумаг в Индии

OA — основной счет участника в Государственном пенсионном фонде Сингапура

OAS (Old Age Security program) — базовая государственная пенсия в Канаде

OASDI (Old-Age, Survivors and Disability Insurance) — обязательный государственный пенсионный план в США

OFE — открытый Пенсионный фонд в Польше

OPRA — Управление по регулированию профессиональных пенсий в Великобритании

PFE — корпоративный Пенсионный фонд в форме юридического лица в Польше

PFRDA (Pension Fund Regulatory and Development Authority) — Агентство по регулированию и развитию пенсионных фондов в Индии

PIP (Piano Individuale Pensionistico) — добровольные индивидуальные пенсионные планы в Италии

PPA — Закон о защите пенсионных накоплений 2006 г. (США)

PPE — корпоративный пенсионный план в Польше

PPM (Premium Pension Authority) — Агентство по администрированию премиальной пенсий в Швеции

PPP (Personal pension plan) — персональный пенсионный план в Великобритании

PRAN (Permanent Retirement Account Number) — постоянный индивидуальный номер в системе социального страхования в Индии

Premium Pension — премиальная (накопительная) пенсия в Швеции

PRSA (Personal Retirement Savings Accounts) — личный пенсионный сберегательный счет в Ирландии

PrTE — управляющая компания пенсионными фондами работодателей в Польше

PTE (Pension fund management company) — компания, управляющая пенсионными накоплениями в Польше

QPP (Québec Pension Plan) — Пенсионный фонд провинции Квебек (Канада)

RA (Retirement Accounts) — пенсионные счета в Великобритании

RA — пенсионный счет участника в Государственном пенсионном фонде Сингапура

RAC (Retirement Annuity Contract) — полис пенсионных аннуитетов как разновидность индивидуальных пенсионных программ третьего уровня пенсионной системы Ирландии

RAP — корпоративный пенсионный план с установленными выплатами в Японии, создаваемый в форме резервов на балансах компаний

REIT (Real Estate Investment Trust) — инвестиционные фонд (траст) недвижимости

RGPS (Regime Geral de Previdência Social) — Общая схема социального обеспечения в Бразилии

Roth IRA — индивидуальные инвестиционные (пенсионные) счета Roth в США

RPC (Regime de Previdência Complementar) — Дополнительная пенсионная схема в Бразилии

RPPS (Regimes Proprios de Previdência Social) — пенсионная схема для государственных служащих в Бразилии

RRSP (Registered Retirement Savings Plan) — зарегистрированный пенсионный сберегательный план в Канаде

RSA — пенсионный сберегательный счет в Австралии

SA — специальный счет участника в Государственном пенсионном фонде Сингапура

SAF-LO — профессиональный пенсионный план для «синих воротничков» в Швеции

Self-Directed IRA — разновидность IRAs в США, отличием которого является возможность принятия инвестиционных решений самим владельцем счета

SEP IRA — упрощенный пенсионный план работника для малых и индивидуальных предприятий в США

SFSA (Swedish Financial Supervisory Authority) — Шведское агентство финансового надзора

SHR (Stakeholder Pension) — индивидуальный пенсионный план с низкими комиссиями в Великобритании

SIMPLE IRA — упрощенный пенсионный план для работодателя и работника для малых и индивидуальных предприятий в США

SIPP (Self-Invested Personal Pensions) — самостоятельно инвестируемые пенсионные сбережения в Великобритании

SMSF (Self Managed Super Fund) — самоуправляемый пенсионный фонд в Австралии

Superannuation — пенсионные накопления в Австралии

SPA (Spouse's Allowance) — пособие иждивенца в Канаде

SPC (State Pension Contributor) — базовая фондируемая государственная пенсия в Ирландии

SPNC (State Pension — Non-Contributory) — целевая нефондируемая государственная пенсия в Ирландии

SPT (State Pension — Transition) — переходная государственная пенсия в Ирландии

SSA (Social Security Administration) — Управление по социальному обеспечению в США

TEL — Закон о пенсионном обеспечении работающих 1962 г. в Финляндии

TFR (Trattamento di Fine Rapporto) — «выходное пособие» — дополнительный корпоративный пенсионный план в Италии

TPAS (The Pensions Advisory Service) — Служба консультаций по профессиональным пенсионным системам — саморегулируемая организация в Великобритании, обеспечивающая частным инвесторам раскрытие информации, необходимой для разумного выбора профессионального пенсионного плана

TQPP (Tax-Qualified Pension Plan) — пенсионный план с льготным налогообложением в Японии

Traditional IRA — традиционный индивидуальный пенсионный счет в США
TUEL — Закон о пенсионном обеспечении работников 2005 г. в Финляндии
URPS (Urban Resident Pension Scheme) — пенсионная схема для городского населения в Китае
UCITS (Undertakings for collective investment in transferable securities) — взаимные (открытые) фонды в странах ЕС
WDI (World Development Indicators) — информационный ресурс Всемирного банка
ZUS — Фонд социального страхования Польши

Введение

Решение ключевых экономических и социальных задач развития общества невозможно без создания современной пенсионной системы, коллективных инвестиций и деятельности компаний по страхованию жизни. Данные финансовые организации, называемые «институциональными инвесторами», выступают генераторами длинных денег и обеспечивают финансовую безопасность граждан. По объему финансовых активов в мире они не уступают, а скорее превосходят банковскую систему. Рост благосостояния стран, как правило, сопровождается опережающим ростом институциональных инвесторов в финансовой системе. По этим причинам страны, стремящиеся достигнуть высокого уровня экономического развития и финансового благополучия граждан, развитие институциональных инвесторов считают одним из приоритетов своей экономической политики.

Россию, как и многие развивающиеся страны, отличает относительно низкий уровень развития институциональных инвесторов, что является ахиллесовой пятой ее финансовой системы и экономики в целом. Необходимо выработать стратегию развития институциональных инвесторов, опирающуюся на знания позитивного и отрицательного опыта тех стран, которые решали аналогичные задачи в прошлом или решают их вместе с нами сейчас.

В предлагаемой вашему вниманию книге предпринята попытка помочь решению проблемы выработки стратегии развития институциональных инвесторов в России путем систематизации практик, лежащих в основе наиболее успешных финансовых реформ в разных странах. Для достижения указанной цели решались следующие задачи:

- проанализирована роль институциональных инвесторов в мире и ключевые закономерности их развития;
- систематизированы пенсионные системы в разных странах и регионах, их слабые и сильные стороны;
- выявлены наиболее надежные и эффективные пенсионные системы в мире, обобщены ключевые факторы, лежащие в основе их успеха;
- определены ключевые факторы, лежащие в основе успешных стратегий развития коллективных инвестиций в США, странах Европейского союза и БРИКС;
- проанализированы ключевые проблемы, с которыми сталкиваются пенсионная система и коллективные инвестиции в России;
- описаны развилки в развитии пенсионной системы и коллективных инвестиций в России.

В основе любой системы внутренних сбережений, как правило, лежит сложившаяся в стране модель пенсионной системы. Данная модель в России находится в состоянии непрерывной трансформации. Анализируя направления развития институциональных инвесторов в России, мы намеренно избегали формулировки конкретных предложений по пенсионной реформе. Пенсионная реформа является результатом сложного политического диалога в обществе. Задача экономистов — сделать так, чтобы ключевые решения принимались с учетом знаний опыта других стран. По нашему мнению, таких знаний в настоящее время недостаточно, о пенсионных системах разных стран существует масса мифов и заблуждений. Объектом исследования были общественные отношения, возникающие в процессе деятельности институциональных инвесторов в России и других странах. Предметом исследования являлись пенсионные системы и взаимные фонды

50 стран¹. В работе содержится углубленный анализ пенсионных систем 27 стран, а также коллективных инвестиций в США, Европейском союзе и зарубежных странах БРИКС (Бразилии, Индии, Китае и Южной Африке). Отдельно рассмотрены проблемы пенсионной системы и паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в России.

В исследовании показана значимость таких факторов, как эффективность правительства и правовой системы, кооперации работодателей и работников, искушенности финансовой системы, капитализации акций и облигаций, ликвидности фондового рынка, пенсионной модели и ее надежности, защиты прав миноритарных инвесторов и характера правовой системы. Показано, что надежность пенсионных систем обусловлена такими факторами, как развитие систем накопительных пенсий, эффективность государства, полный или частичный отказ от принципа солидарного финансирования пенсий, наличие действенных институтов социального партнерства, конкуренция частных финансовых организаций, отказ от идеологии патернализма в обеспечении финансовой безопасности граждан.

Объективными трудностями при реализации пенсионной реформы в России являются низкая эффективность исполнительской власти, корпоративного управления, слабый уровень развития финансового рынка, отсутствие традиционных для пенсионных систем институтов социального партнерства и обратной связи исполнительной власти с гражданским обществом. По этим причинам реализацию пенсионной системы в России необходимо осуществлять путем эволюционных

¹ Австралия (AU), Австрия (AT), Бельгия (BE), Канада (CA), Дания (DK), Эстония (EE), Финляндия (FI), Франция (FR), Германия (DE), Греция (GR), Ирландия (IE), Италия (IT), Япония (JP), Нидерланды (NL), Новая Зеландия (NZ), Норвегия (NO), Португалия (PT), Испания (ES), Швеция (SE), Швейцария (CH), Великобритания (GB), США (US), Гонконг (HK), Сингапур (SG), Иран (IR), Израиль (IL), Южная Африка (ZA), Китай (CN), Грузия (GE), Индия (IN), Индонезия (ID), Казахстан (KZ), Малайзия (MY), Филиппины (PH), Южная Корея (KR), Таиланд (TH), Чехия (CZ), Венгрия (HU), Латвия (LV), Литва (LT), Польша (PL), Румыния (RO), Россия (RU), Турция (TR), Украина (UA), Аргентина (AR), Бразилия (BR), Чили (CL), Мексика (MX) и Венесуэла (VE).

изменений действующей пенсионной системы. Низкий уровень развития открытых и интервальных паевых фондов не соответствует потенциалу российского фондового рынка. Данная проблема может быть решена за счет реализации тех мер по развитию коллективных инвестиций, которые в разное время были приняты в США, Австралии, странах Европейского союза, Бразилии, Китае и Индии.

Книга написана по материалам Научно-исследовательской работы «Пути повышения эффективности системы внутренних сбережений в России», выполненной в 2012 г. в Институте прикладных экономических исследований РАНХиГС при Президенте Российской Федерации.

Автор выражает особую благодарность декану экономического факультета, директору Института прикладных экономических исследований РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, доктору экономических наук, профессору А.Д. Радыгину, согласившемуся выступить научным редактором книги, без помощи которого данная работа просто не состоялась бы.

Автор благодарит выпускницу магистратуры РАНХиГС К.С. Акшенцеву за помощь, оказанную в проведении расчетов и составлении регрессионных моделей в разделах 1.3, 1.4 и 3.9, а также выпускников НИУ ВШЭ Д.В. Эллерт и Д.А. Жеребцова за помощь в проведении научно-исследовательских работ по теме пенсионных систем мира. Неоценимый опыт в понимании проблем развития пенсионных систем и коллективных инвестиций был получен в процессе общения автора с президентом НФА К.А. Волковым и исполнительным вице-президентом НФА Е.М. Воропаевой, председателем правления НАУФОР А.В. Тимофеевым, президентом НЛУ Д.Н. Александровым.

Большую помощь в подготовке книги оказала В.Л. Борисова — редактор Издательского дома «Дело» РАНХиГС.

Надеемся, что выводы и предложения, изложенные в исследовании, будут полезны участникам финансового рынка, научной общественности, студентам и всем заинтересованным лицам.

Часть 1. Внутренние сбережения домашних хозяйств: понятие, роль в экономике и факторы, определяющие их развитие

1.1. ПОНЯТИЕ СИСТЕМЫ ВНУТРЕННИХ СБЕРЕЖЕНИЙ ДОМАШНИХ ХОЗЯЙСТВ

Сбережения представляют собой отложенную часть текущих доходов домашних хозяйств. Мотивы к сбережениям могут быть самыми разными. Например, в книге Дж. М. Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег» (1936) выделены следующие восемь основных стимулов к сбережениям:

- 1) осторожность — образование резерва на случай непредвиденных обстоятельств;
- 2) предусмотрительность — сбережение части текущих доходов на будущее на случай их сокращения (накопления на старость, оплату образования, содержание иждивенцев);
- 3) расчетливость — получение процентного дохода в целях более высокого уровня потребления в будущем;
- 4) стремление к лучшему — желание увеличивать будущие расходы, не допуская снижения жизненного уровня;

- 5) независимость – возможность принятия самостоятельных решений;
- 6) предприимчивость – формирование резерва, позволяющего совершать рискованные вложения;
- 7) гордость – желание оставить наследникам состояние;
- 8) скупость – стойкое предубеждение против самого факта расходования денег.

Однако все эти мотивы не означают «неизбежности» сбережений. В экономической политике многих стран господствует парадигма неоклассической школы, предполагающая, что рост сбережений населения снижает уровень его текущего потребления и замедляет экономический рост. Суть «парадокса бережливости», сформулированного П. Самуэльсоном, состоит в том, что хотя индивидуальные сбережения в целом позитивны, поскольку позволяют людям увеличивать свой доход, однако с точки зрения всего общества сокращение совокупного спроса на потребительские блага в конечном счете оказывает негативное влияние на инвестиции и производство. Поэтому экономическая политика часто направлена на стимулирование роста кредитования и потребительского поведения населения.

Особенность данного явления еще в середине 1960-х гг. заметил американский экономист Джон Кеннет Гэлбрейт. В книге «Новое индустриальное общество» (1967) он писал, что часто «отдельная личность служит индустриальной системе не тем, что снабжает ее сбережениями, а следовательно, капиталом; она служит этой системе, потребляя создаваемые ею продукты»¹. Говоря о разнообразных методах понуждения людей к потреблению, он заметил, что «ни в одном другом вопросе, относящемся к области религии, политики или морали, человеческая личность не подвергается такому всеобщему, искусственному и дорогостоящему воздействию»².

¹ Гэлбрейт Дж. К. Новое индустриальное общество. Избранное. М.: Эксмо, 2008. С. 56.

² Там же.

1.1. Понятие системы внутренних сбережений домашних хозяйств

Во многих странах складывается патерналистская модель поведения населения, когда большинство граждан полагают, что ответственность за их материальное благополучие прежде всего несет государство. Согласно исследованию финансового поведения россиян, проведенному Центром макроэкономических исследований Сбербанка России и Левада-Центром в начале 2013 г., большинство опрошенных выразило уверенность, что в обязанности государства входит обеспечение их многочисленных прав, включая материальное благополучие. Из двух утверждений: «государство обязано обеспечить достойный заработок» и «государство обязано следить за исполнением законов, зарплаток — самостоятельная забота каждого» почти 60% выбрали первое¹.

И все же проблема сбережений домашних хозяйств никому да не уходит. Более того, в настоящее время ряд факторов долгосрочного действия способствует переориентации экономической политики стран в сторону большего внимания к сбережениям домашних хозяйств. Внутренние сбережения населения являются источником длинных денег, необходимых для структурной модернизации экономики и финансирования инноваций. В прошлом веке сторонники австрийской экономической школы в лице Фридриха Хайека, Хесуса Уэрта де Сото и других доказали, что снижение уровня индивидуальных сбережений на самом деле ведет к спаду инвестиций и экономического роста, в первую очередь в отраслях, не производящих потребительские товары, что пагубно влияет на экономику в целом.

Развитие демографической ситуации, удлинение продолжительности жизни, рост доли лиц старшего поколения в возрастной структуре населения затрудняют исполнение государством функций гаранта социального обеспечения граждан даже в тех странах, которые имеют традиционную сильную распределительную пенсионную систему (Германия, Франция, Дания, Финляндия и др.). Осуществляемый повсеместно переход к накопительной пенсионной системе или

¹ Левада-Центр по заказу ЦМИ Сбербанка России. Потребительское поведение через призму доверия и ответственности. Февраль, 2013 г.

ее элементам означает переложение на население и работодателей ответственности за пенсионное обеспечение, что ставляет правительства создавать условия для наращивания частных сбережений.

Росту склонности к сбережениям способствуют два процесса — повышение уровня благосостояния населения во многих странах мира при сохранении нестабильности экономической ситуации. Один из них связан с «основным психологическим законом сбережений», сформулированным Дж. М. Кейнсом, согласно которому с ростом доходов повышается склонность людей к сбережениям. Отношения между сбережениями и нестабильностью глобальной экономики может объясняться гипотезой жизненного цикла процесса сбережений Ф. Модильяни, по которой уровень индивидуальных сбережений зависит не столько от текущих доходов, сколько от величины доли нерегулярных нерегулярных доходов. При повышении доли нерегулярных доходов в бюджетах домашних хозяйств растет их склонность к сбережениям из-за страха снижения жизненного уровня в будущем ниже привычного минимально допустимого стандарта. Данная гипотеза объясняет, почему в период финансовых кризисов неизбежно повышается склонность населения к сбережениям.

Статистика показывает, что средняя норма сбережений домашних хозяйств в мире остается примерно стабильной. Меняется структура сбережений в направлении роста доли долгосрочных сбережений у институциональных инвесторов. На рис. 1.1 приводятся данные о средней норме сбережений в 2007–2011 гг. домашних хозяйств в 50 странах¹. Средняя

¹ Австралия (AU), Австрия (AT), Бельгия (BE), Канада (CA), Дания (DK), Эстония (EE), Финляндия (FI), Франция (FR), Германия (DE), Греция (GR), Ирландия (IE), Италия (IT), Япония (JP), Нидерланды (NL), Новая Зеландия (NZ), Норвегия (NO), Португалия (PT), Испания (ES), Швеция (SE), Швейцария (CH), Великобритания (GB), США (US), Гонконг (HK), Сингапур (SG), Иран (IR), Израиль (IL), Южная Африка (ZA), Китай (CN), Грузия (GE), Индия (IN), Индонезия (ID), Казахстан (KZ), Малайзия (MY), Филиппины (PH), Южная Корея (KR), Таиланд (TH), Чехия (CZ), Венгрия (HU), Латвия (LV), Литва (LT), Польша (PL), Румыния (RO), Россия (RU), Турция (TR), Украина (UA), Аргентина (AR), Бразилия (BR), Чили (CL), Мексика (MX) и Венесуэла (VE).

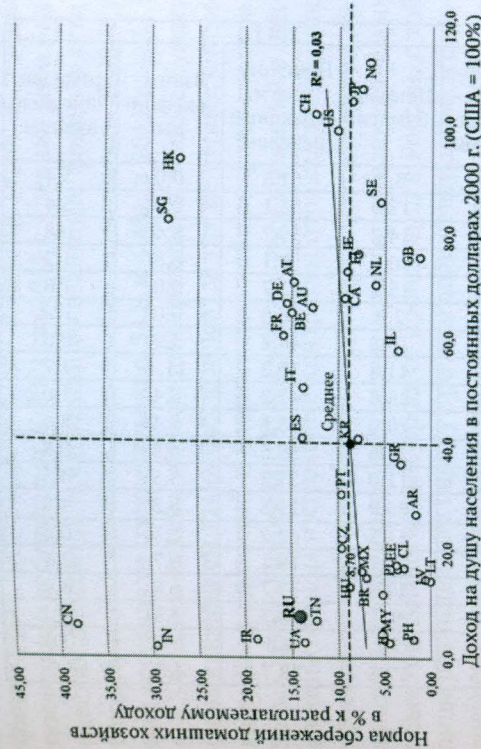


Рис. 1.1. Склонность домашних хозяйств к сбережениям, средние годовые показатели за 2007–2011 годы

Источник: Расчеты по Global Market Information Database компании Евромонитор.

норма сбережений в мире за рассматриваемый период составила 8,7% от располагаемого дохода. В предшествующие 1997–2001 гг. она была на уровне 8,8%. При этом норма сбережений по странам не зависит от уровня доходов на душу населения. Самые высокие нормы сбережения зафиксированы в двух странах с развивающейся экономикой — Китае и Индии, а также в двух развитых странах — Сингапуре и Гонконге. Среднегодовая норма сбережений в России в размере 14,1% — выше среднего уровня и находится примерно на уровне Таиланда, Украины и Ирана из развивающихся стран и Австрии, Австралии, Бельгии, Франции, Германии, Италии из группы развитых экономик.

Данные табл. 1.1 показывают тенденцию роста роли автономных пенсионных фондов¹ и страховщиков в структуре

¹ Здесь и далее, если не оговорено иное, под термином «пенсионный фонд» понимается автономный пенсионный фонд согласно определению в Словаре основных терминов и понятий, приведенном в конце книги.

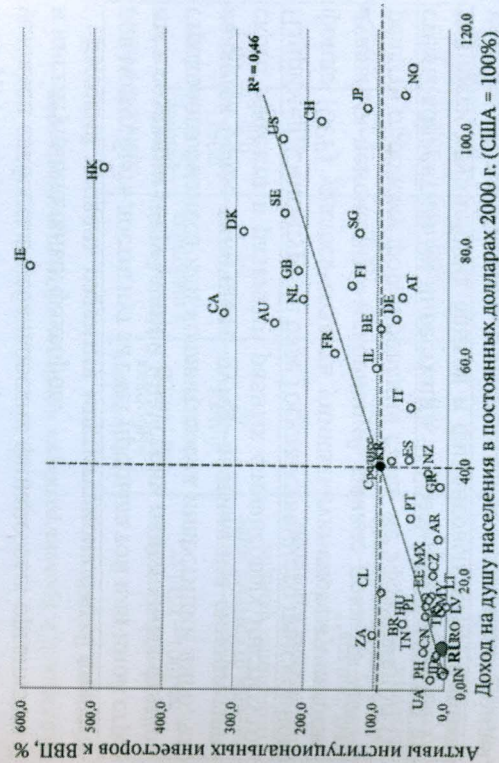
2011		2001											
Структура финансовых активов домашних хозяйств, %	Иные фи- нансовые активы	3,4	3,4	0,0	3,4	0,0	3,4	0,0	3,4	0,0	3,4	0,0	3,4
	Взаим- ные фон- ды	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Пенсион- ные и страховые резервы	61,8	53,1	12,0	53,1	12,0	53,1	12,0	53,1	12,0	53,1	12,0	53,1
	Ценные бумаги	8,3	8,4	0,0	8,4	0,0	8,4	0,0	8,4	0,0	8,4	0,0	8,4
	Депозиты и де- средства	26,4	29,0	3,2	29,0	3,2	29,0	3,2	29,0	3,2	29,0	3,2	29,0
	Иные финансо- вые ак- тивы	4,3	4,7	0,0	4,7	0,0	4,7	0,0	4,7	0,0	4,7	0,0	4,7
2001		32,8	32,8	0,0	32,8	0,0	32,8	0,0	32,8	0,0	32,8	0,0	32,8
Структура финансовых активов домашних хозяйств, %	Взаим- ные фон- ды	4,4	4,4	0,0	4,4	0,0	4,4	0,0	4,4	0,0	4,4	0,0	4,4
	Пенсион- ные и страховые резервы	53,0	53,0	0,0	53,0	0,0	53,0	0,0	53,0	0,0	53,0	0,0	53,0
	Ценные бумаги	21,9	21,9	0,0	21,9	0,0	21,9	0,0	21,9	0,0	21,9	0,0	21,9
	Депозиты и де- средства	20,7	20,7	0,0	20,7	0,0	20,7	0,0	20,7	0,0	20,7	0,0	20,7
	Иные финансо- вые ак- тивы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Взаим- ные фон- ды	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Таблица 1.1. Структура финансовых активов домашних хозяйств, %

Источник: Рассчитано по данным статистики OECD.¹
Здесь и далее, если не оговорено иное, все расчеты сделаны автором – А.Е. Абрамовым.

Рис. 1.2. Активы институциональных инвесторов

Источник: Рассчитано по данным статистики OECD, Investment Company Institute (ICI) и World Development Indicators (WDI) Всемирного банка.



стремление людей с более высокими доходами к большей личной финансовой безопасности. Коэффициент детерминации между относительными показателями дохода на душу населения и стоимостью активов институциональных инвесторов к ВВП составляет почти 0,5. Разброс стран вокруг линейного тренда показывает, насколько уровень развития институциональных инвесторов в той или иной стране выше или ниже показателей, характерных для стран с аналогичным уровнем благосостояния населения.

Недостаточный уровень развития институциональных инвесторов может быть связан с разными обстоятельствами. Например, в Австрии, Бельгии, Германии, Италии и Норвегии относительно низкий размер институциональных инвесторов обусловлен преобладанием распределительной пенсионной системы, в которой бремя обязательных пенсионных расходов лежит преимущественно на государстве и работодателях. В развивающихся странах, например в Аргентине, Латвии, Литве, Казахстане, Грузии, Румынии и России, слабый уровень развития институциональных инвесторов обусловлен слабостью небанковских финансовых организаций и институциональных факторов.

Высокий уровень развития институциональных инвесторов может быть достигнут за счет прорыва той или иной страны в создании современной индустрии пенсионных фондов, страхового бизнеса или коллективных инвестиций либо, что является более типичным, путем достижения синергетического эффекта в развитии разных финансовых институтов. Например, Сингапур на базе Государственного пенсионного фонда (CPF) удалось создать уникальную систему индивидуальных пенсионных накоплений, однако пока не удается решить проблему формирования столь же эффективной системы коллективных инвестиций. В Бразилии благодаря активности крупнейших банков и финансовых консультантов удалось привлечь более 1 трлн долл. во взаимные фонды, однако система негосударственных пенсионных накоплений делает здесь лишь первые шаги. В Нидерландах и Швеции развитие накопительной пенсионной системы придало импульс ускоренному росту взаимных фондов. Секрет столь

1.1. Понятие системы внутренних сбережений домашних хозяйств

успешной синергии пенсионных накоплений и взаимных фондов в данном случае прост: возложение непосредственно на участников пенсионной системы ответственности за формирование индивидуального портфеля привело к тому, что основу их портфелей составили акции (паи) взаимных фондов. Приобретение доли во взаимном фонде — самый простой, надежный и дешевый способ формирования диверсифицированного портфеля частного инвестора.

Ключевая проблема России — один из самых низких в мире уровней развития всех трех типов институциональных инвесторов (табл. 1.2). Из стран, по которым ведется статистика активов взаимных фондов, Россия занимает 64-е место из 67 стран; по критерию относительного уровня развития автономных пенсионных фондов — 53-е место из 67 стран с учетом всех пенсионных резервов и накоплений; по активам страховых организаций — 47-е место из 50 стран. В 2011 г. доля активов открытых и интервальных ПИФов к ВВП в России составляла 0,2%, пенсионных накоплений и резервов НПФов — 4,5%, активов страховых организаций — около 1,7%. Если

Таблица 1.2. Уровень развития институциональных инвесторов и банков в России

Средний показатель за 2001—2011 гг.	Число стран в выборках ICI ¹ , OECD и Всемирного банка	Место России в выборках	Доля в % к ВВП	
			Среднее за 2001—2011	2011
Активы открытых инвестиционных фондов*	67	64	0,3	0,2
Накопления и резервы автономных пенсионных фондов**	67	53	2,1	4,5
Активы страховых организаций***	50	47	1,4	1,7
Активы коммерческих банков	168	100	33,0	45,6

* Россия — открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

** Россия — пенсионные накопления и резервы НПФов.

*** Россия — страховые резервы.

Источник: Расчеты по данным Investment Company Institute, ресурсов www.stat.org OECD, www.econ.worldbank.org Всемирного банка и IFS MBF.

Россия собирается оставаться в составе цивилизованных стран, ей предстоит практически с нуля формировать систему внутренних долгосрочных сбережений. При этом из 168 стран, по которым Всемирный банк раскрывает данные о доле активов коммерческих банков в ВВП, Россия занимает 100-е место, т. е. является крепким середнячком среди развивающихся рынков. В 2011 г. доля активов российских банков к ВВП достигла 45,6%.

В предстоящие годы России необходимо будет сократить отставание в сфере развития институциональных инвесторов. По мнению экспертов OECD, правительства разных стран, в том числе развивающихся, должны стремиться создать необходимые условия в сфере регулирования, надзора и налогообложения для развития институциональных инвесторов. Это является ключевым элементом политики трансформации финансовой системы в направлении генерации долгосрочных инвестиций вместо преимущественно краткосрочных институциональных инвесторов с банковскими депозитами помогает усилить эффективность финансовой системы и стимулирует финансовые инновации. Для решения этой задачи необходимы всесторонние знания системы внутренних сбережений разных стран, под которой понимается система отношений между населением и финансовыми организациями по поводу привлечения и инвестирования денежных ресурсов домашних хозяйств в целях их трансформации в долгосрочные инвестиции.

По нашему мнению, формирование системы внутренних сбережений представляет собой эволюционный процесс, основные этапы которого изображены на рис. 1.3. В странах, где финансовая система переживает стадию формирования, на рынке финансовых услуг и продуктов для населения доминируют банки, банковские кредиты и депозиты. На первом этапе (1) по мере создания институтов фондового рынка, развития законодательства о ценных бумагах, роста интереса государства и компаний к привлечению средств путем выпуска ценных бумаг среди населения растет популярность прямых вложений в акции и облигации. При этом вложения в акции

не являются устойчивыми, в сложные времена для фондовых рынков домохозяйства снижают активы в акциях и переводят их в депозиты. У частных инвесторов преобладают краткосрочные стратегии инвестирования.

На втором этапе (2) появляется спрос на более безопасные и долгосрочные механизмы инвестирования. Взаимные фонды позволяют частным инвесторам повысить экономическую эффективность вложений и снизить риски по сравнению с прямыми инвестициями в ценные бумаги. Пенсионные фонды и планы помогают трансформировать краткосрочные стратегии в долгосрочные и перейти от фондовых спекуляций к обеспечению личной финансовой безопасности. Успех обоих сберегательных институтов на данном этапе зависит от готовности государства поддерживать их налоговыми мерами. Для взаимных фондов принципиальное значение имеет устранение двойного налогообложения доходов от инвестирования. Активность участия граждан и работодателей в пенсионных программах напрямую зависит от уровня налоговых льгот при взносах средств, выплатах пенсий и получении инвестиционного дохода. Ни одна пенсионная система в мире не возникла без налоговых льгот, которые в данном случае выполняют функцию компенсации повышенных рисков,

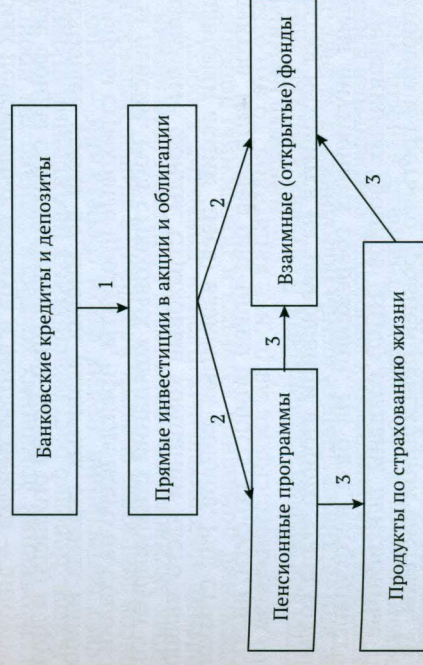


Рис. 1.3. Схема эволюции систем внутренних сбережений

принимаемых гражданами при участии в накопительных или частично фондируемых пенсионных планах.

На третьем этапе (3) срабатывает синергетический эффект развития институциональных инвесторов. Пенсионные фонды и планы становятся драйверами роста коллективных инвестиций, значительная часть пенсионных портфелей, как правило, инвестируется во взаимные фонды. Если правила пенсионной программы предполагают формирование индивидуального пенсионного портфеля участника пенсионной системы, то взаимные фонды — самый простой, надежный и экономически эффективный путь построения ими диверсифицированного портфеля. Если пенсионная программа предусматривает формирование общего портфеля для всех участников пенсионной системы (например, в случае с пенсионными фондами), то администратор такого плана обычно не строит собственных портфельных стратегий, а предпочитает приобретать их на конкурсных условиях у независимых управляющих компаний. Это создает дополнительный спрос на наиболее успешные взаимные фонды.

Развитие пенсионных программ на третьем этапе приведет импульс в развитии страховых продуктов. Компании по страхованию жизни выступают администраторами пенсионных схем, предлагают собственные страховые продукты на стадиях пенсионных взносов и выплат пенсий — аннуитеты, паевые фонды страховщиков (unit-linked products) и другие. В настоящее время во многих развитых странах наиболее популярны страховые продукты, прежде всего на стадии выплаты пенсий. Рост страховых компаний стимулирует спрос на взаимные фонды. Страховые компании часто являются продавцами акций (паев) взаимных фондов. Ряд страховых продуктов, например unit-linked products, по сути, являются взаимными фондами.

Россия находится на завершении второго этапа создания системы внутренних сбережений. На базе негосударственных пенсионных фондов (НПФ) созданы пенсионные планы второго и третьего уровней пенсионной системы, 18 лет развивается рынок коллективных инвестиций. Возможно, в ближайшие годы в системе пенсионных институтов и паевых

фондов еще произойдут некоторые изменения. Однако ключевой проблемой российской системы внутренних сбережений является реализация третьего этапа, основанного на синергии в развитии всех институциональных инвесторов.

Изучение зарубежного опыта формирования систем внутренних сбережений позволяет выявить основные факторы, лежащие в основе успешного развития тех или иных институциональных инвесторов, понять значимость достижения синергетического эффекта в данном процессе. По нашему мнению, формирование системы внутренних сбережений, обеспечивающей мобилизацию длинных денег, как правило, начинается с пенсионной системы. Ее ценность для общества всегда является более очевидной, поэтому для ее стимулирования законодатели более охотно, по сравнению с иной активностью населения на финансовом рынке, предоставляют налоговые льготы. По мере становления накопительной пенсионной системы во взаимодействии с нею развиваются институты коллективного инвестирования и страхования жизни.

1.2. Влияние пенсионных накоплений на сбережения и фондовый рынок

Пенсионные накопления могут оказывать позитивное воздействие на финансовые институты путем повышения нормы сбережений домашних хозяйств. Однако так происходит не всегда. Нередко рост пенсионных накоплений происходит за счет вытеснения других форм сбережений — депозитов, запасов денежных средств, вложений в жилую недвижимость и иных активов, что называется эффектом замещения. Если введение накопительных планов приводит к росту нормы сбережений домашних хозяйств и появлению дополнительного денежного спроса на рынке капиталов, то это означает отсутствие эффекта замещения. В случаях, когда корпоративные или индивидуальные планы пополняются за счет оттока накоплений на банковских депозитах, сокращения вложений в недвижимость и уменьшения страховых взносов, это предполагает наличие эффекта замещения.