

А. Е. АБРАМОВ



Институциональные инвесторы в мире

ОСОБЕННОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
И ПОЛИТИКА РАЗВИТИЯ



УДК 336.714
ББК 65.263
А16

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. Радыгин. — 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 развилки 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.

УДК 336.714

ББК 65.263

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

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

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 всестороннему, искусственному и дорогостоящему воздействию»².

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

² Там же.

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, заработок — самостоятельная забота каждого» почти 60% выбрали первое¹.

И все же проблема сбережений домашних хозяйств никуда 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 экономик 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 традиционно 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 заставляет 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 дополнительных нерегулярных доходов. При повышении доли нерегулярных доходов в бюджете 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).

1.1. ПОНЯТИЕ СИСТЕМЫ ВНУТРЕННИХ СБЕРЕЖЕНИЙ ДОМАШНИХ ХОЗЯЙСТВ

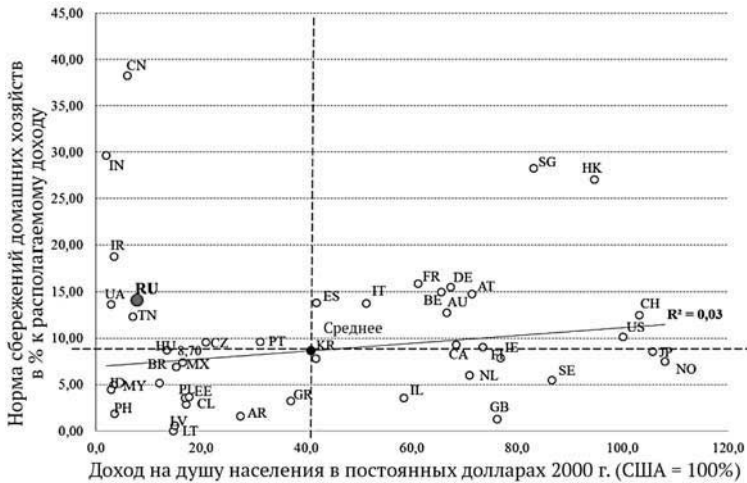


Рис. 1.1. Склонность домашних хозяйств к сбережениям, среднегодовые показатели за 2007–2011 годы

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.

Часть 1. Внутренние сбережения домашних хозяйств

Таблица 1.1. Структура финансовых активов домашних хозяйств, %

	2001				2011					
	Депозиты и денежные средства	Ценные бумаги	Пенсионные и страховые резервы	Взаимные фонды	Иные финансовые активы	Депозиты и денежные средства	Ценные бумаги	Пенсионные и страховые резервы	Взаимные фонды	Иные финансовые активы
Австралия	20,7	21,9	53,0	0,0	4,3	26,4	8,3	61,8	0,0	3,4
Великобритания	23,2	16,6	52,4	4,7	3,2	29,0	12,0	53,1	2,4	3,4
Германия	35,0	21,9	29,7	12,1	1,3	40,9	14,2	35,7	8,4	0,8
Дания	21,7	8,2	47,2	0,0	22,9	19,2	20,6	52,1	6,8	1,2
Ирландия	34,4	29,4	35,7	0,0	0,5	40,1	15,4	42,7	0,0	1,8
Канада	20,7	4,8	36,2	0,0	38,3	24,1	2,0	36,4	0,0	37,4
Сингапур						36,7	13,8	44,2	5,2	0,0
США	11,8	44,4	30,7	11,4	1,7	14,9	41,8	30,2	11,4	1,7
Швеция	16,2	25,4	42,7	12,8	2,8	19,0	28,8	42,2	8,4	1,6
Польша	62,8	15,6	7,4	0,0	14,2	46,3	20,0	25,6	5,4	2,6
Чили						13,3	21,6	59,5	4,8	0,8
Япония	53,9	10,1	28,6	2,2	5,2	54,0	11,0	27,2	3,5	4,3
Республика Корея	54,3	22,3	19,1	0,4	3,9	46,4	26,9	21,5	0,3	4,8
Нидерланды	19,5	20,5	53,4	4,3	2,4	23,4	11,5	62,2	2,3	0,6
Финляндия	32,5	38,9	19,3	5,1	4,2	38,1	34,7	18,1	6,7	2,4
Франция	33,0	20,4	30,7	11,2	4,7	30,1	17,0	37,7	6,8	8,4
Норвегия	35,3	13,1	35,9	5,4	10,3	33,8	9,0	38,7	4,3	14,2
Россия	81,6	14,5	3,2	0,7	0,0	85,5	5,7	8,3	0,6	0,0
Среднее	34,8	20,5	32,8	4,4	7,5	34,5	17,5	38,7	4,3	5,0

Источник: Рассчитано по данным статистики OECD¹.

¹ Здесь и далее, если не оговорено иное, все расчеты сделаны автором – А.Е. Абрамовым.

1.1. Понятие системы внутренних сбережений домашних хозяйств

финансовых активов домашних хозяйств стран в течение последнего десятилетия. С 2001 по 2011 г. средние доли банковских депозитов и вложений во взаимные фонды в активах домашних хозяйств практически не менялись. В 2001 г. они составляли соответственно 34,8 и 4,4%; в 2011 г. — 34,5 и 4,3%. Доля прямых инвестиций граждан в ценные бумаги (за исключением взаимных фондов) за тот же период снизилась. Доля вложений в частные пенсионные фонды и страховые полисы выросла с 32,8 до 38,7%. Рост вложений в пенсионные фонды и страховые контракты отражал тенденцию переориентации инвестиционных стратегий домашних хозяйств в пользу более долгосрочных и социально значимых объектов. Аналогичный процесс происходил в России, с той лишь разницей, что наряду с ростом доли пенсионных и страховых сбережений в портфеле домашних хозяйств также продолжался и рост популярности банковских депозитов.

Как видно из рис. 1.2, по мере роста богатства в странах повышается роль институциональных инвесторов, что отражает

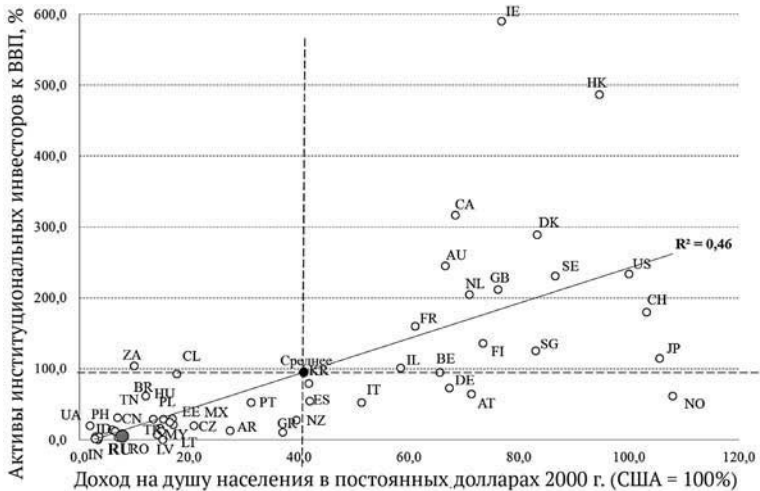


Рис. 1.2. Активы институциональных инвесторов

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 МФФ.

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 источников финансирования. Кроме того, конкуренция 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

1.1. Понятие системы внутренних сбережений домашних хозяйств

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 поддержать 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,

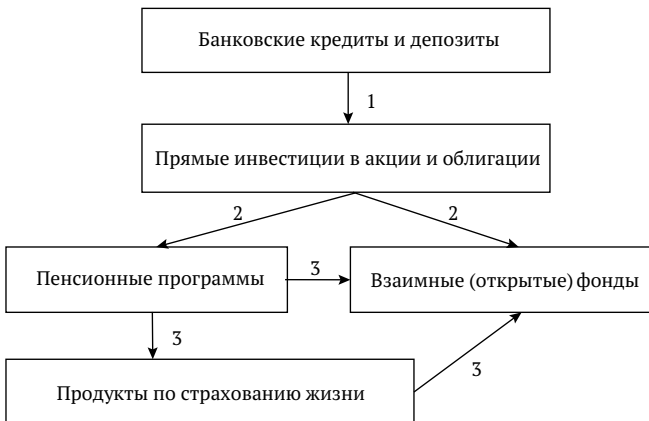


Рис. 1.3. Схема эволюции систем внутренних сбережений

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 придает 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 ней 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.

Часть 1. Внутренние сбережения домашних хозяйств

Таблица 1.3. Влияние реформ накопительных пенсионных систем на норму сбережений домашних хозяйств

	Год введения или реформы накопительного плана	Среднегодовая норма сбережений домохозяйств, % к располагаемому доходу:		
		за 5 лет до реформы	за 5 лет начиная с года реформы	Разница, процентные пункты
Гонконг	2000	29,3	31,3	2,0
Казахстан	1998	0,0	-2,8	-2,8
Эстония	2002	3,5	-5,3	-8,8
Латвия	2002	1,1	1,4	0,3
Литва	2001	4,3	-1,8	-6,1
Польша	1999	15,9	10,4	-5,5
Румыния	2008	-11,8	-4,8	7,0
Россия	2003	7,1	12,5	5,5
Украина	2003	4,8	12,4	7,6
Мексика	1997	0,5	5,5	5,0
США	2006 ¹	8,8	9,9	1,1
Финляндия	2005	7,5	7,9	0,4
Германия	2001 ²	15,1	15,1	-0,1
Норвегия	2002	7,5	9,6	2,1
Швеция	2001	-0,3	2,3	2,6
Швейцария	1999	10,3	10,4	0,0
Великобритания	2001 ³	4,7	2,9	-1,8
Среднее		6,4	6,9	0,5

Источник: Даты проведения реформ накопительной системы разных стран взяты из базы данных по пенсионным системам стран Всемирного банка (<http://web.worldbank.org>), показатели норм сбережения домашних хозяйств рассчитаны на основании данных Global Market Information Database (GMID) компании Евромонитор.

- ¹ Принятие Закона о защите пенсионных накоплений, согласно которому взносы в накопительные корпоративные пенсионные планы стали квазиобязательными. В этом же году была увеличена предельная сумма взносов на индивидуальные пенсионные счета (IRAs), исключаемая из базы НДФЛ физическими лицами.
- ² Введение Ристер-пенсии.
- ³ Введение Stakeholder Pensions — индивидуального накопительного плана с низкими издержкам для участников.

В табл. 1.3 приводится анализ влияния введения или существенных изменений накопительных пенсионных планов в ряде стран на норму сбережений домашних хозяйств. Норма сбережений в течение пяти лет до реформы пенсионной системы сравнивается с аналогичным показателем в течение пяти лет после нее. Тест показал смешанные результаты. В одной группе стран (Гонконг, Румыния, Россия, Мексика, Норвегия, Швеция) введение накопительных планов сопровождалось последующим повышением склонности к сбережениям; в другой группе (Казахстан, Эстония, Литва, Польша, Великобритания) норма сбережений снизилась. Это свидетельствует об отсутствии общей тенденции влияния пенсионных реформ на сбережения домашних хозяйств. Норма сбережений может меняться под воздействием не только пенсионных реформ, но и иных факторов.

Более точные оценки эффекта замещения основаны на проведении исследований реакции конкретных домашних хозяйств на изменения в пенсионном законодательстве. В США в исследованиях Венти (Venti) и Вайза (Wise) в 1986, 1990 и 1991 гг. на основе данных за 1982—1986 гг. изучалось влияние налоговых льгот по взносам на индивидуальные пенсионные счета (IRAs) на сберегательное поведение домашних хозяйств. Оказалось, что данные льготы вели к увеличению дополнительных отчислений домашних хозяйств на IRAs, которые на 57—66% были обусловлены сокращением их потребительских расходов¹. Наоборот, Гейл (Gale) и Шольц (Scholz) в 1994 г. показали, что введение IRAs в США заметно не повлияло на повышение нормы сбережений всей совокупности домашних хозяйств. Однако лица в возрасте до 60 лет, не имеющие права на досрочный вывод средств с IRA,

¹ Venti S. F., Wise D. A. Tax Deferred Accounts, Constrained Choice and Estimation of Individual Saving, *Review of Economic Studies* 53 (1986): 593—94; Have IRAs Increased U.S. Saving? Evidence from Consumer Expenditure Surveys // *Quarterly Journal of Economics* 105, № 3 (August 1990): 691; The Saving Effect of Tax-Deferred Retirement Accounts. In *National Saving and Economic Performance*, edited by B. Douglas Bernheim and John B. Shoven (123). Chicago: University of Chicago Press, 1991.

на каждый доллар, внесенный на данный счет, уменьшили расходы на потребление на 35 центов¹. Джоинес (Joines) и Манинголд (Manegold) в 1991 г. показали, что принятие в 1982 г. поправок в пенсионное законодательство, предусматривавших расширение круга лиц, имеющих право на открытие IRAs, не привело к заметному сокращению потребительских расходов населения. Однако лица, у которых накопления в финансовых активах составляли меньше 25 тыс. долл. США, сократили свои потребительские расходы на 63 цента в расчете на каждый доллар отчислений на индивидуальный пенсионный счет².

Как видно из рис. 1.4, показатели размера частных пенсионных фондов и нормы сбережений домашних хозяйств в разных странах слабо связаны между собой, коэффициент

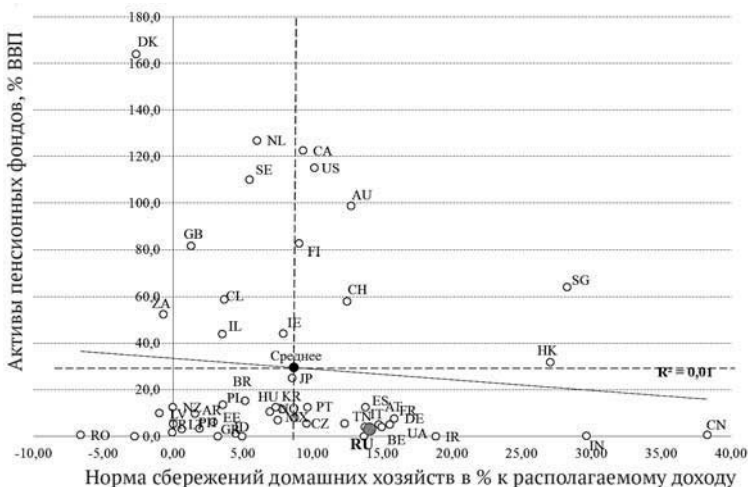


Рис. 1.4. Размеры активов автономных пенсионных фондов и склонность домашних хозяйств к сбережениям

Источник: Рассчитано по данным OECD, GMID Евромонитора и WDI Всемирного банка.

- ¹ Gale William G., Scholz J. K. IRAs and Household Saving // American Economic Review 84, no. 5 (December 1994): 1233—60.
- ² Joines, Douglas H., James G. Manegold. IRAs and Saving: Evidence from a Panel of Taxpayers // Mimeograph, Table 8. University of Southern California, September 1991.

детерминации между данными показателями равен нулю. Это косвенным образом подтверждает гипотезу о том, что рост пенсионных накоплений необязательно ведет к росту нормы сбережений. Он может обеспечиваться за счет замещения краткосрочных и менее организованных сбережений, как, например, это было показано в табл. 1.1.

Основная масса исследований эффекта замещения IRAs в США пришлось на 1980—1990-е гг. В 2011 г. стоимость накоплений на IRAs составила 4,9 трлн долл., или 9,6% от стоимости финансовых активов домашних хозяйств. В этих условиях вряд ли можно отрицать влияние данного инструмента на сбережения граждан.

В Великобритании Чанг (Chung) и другие в 2008 г.¹ исследовали влияние на уровень сбережений разных групп населения введения низко затратного индивидуального пенсионного плана — Stakeholder Pensions. Они обнаружили позитивные тенденции в повышении уровня сбережений только у групп с низкими доходами, а на сберегательное поведение среднего класса, главной целевой аудитории, Stakeholder Pensions, его внедрение не повлияло. Аналогичное исследование Дисней (Disney) и Вэйкфилда (Wakefield) в 2008 г.² показало, что введение Stakeholder Pensions не повлекло заметных изменений в сберегательном поведении представителей среднего класса, групп населения с низкими доходами и молодежи. Однако статистически значимый позитивный эффект данные счета оказали на сберегательное поведение одиноких женщин и супругов, где жена имеет низкий доход. Иной точки зрения придерживались Гранвилле (Granville) и Малик (Mallick), которые в 2004 г. пришли к выводу, что рост индивидуальных пенсионных планов оказал значимое позитивное влияние на норму сбережений домашних хозяйств³.

¹ Chung W., Disney R., Emmerson R., Wakefield M. Public policy and retirement saving incentives in the UK. In: De Menil G., Pestieau P., Fenge R. (eds). *Strategies for Pension Reform*. Cambridge: MIT Press.

² Disney R., Wakefield M. Tax reform and retirement saving incentives: take-up of Stakeholder Pension in the UK // Working paper, 8 April 2008.

³ Granville B., Mallick S. Pension Reform and Saving Gain in the United Kingdom // *Policy Reform*, June 2004, vol. 7 (2), p. 123—136.

Коппола (Coppola) и Рейл-Хелд (Reil-Held) в 2010 г.¹ изучали влияние Ристер-пенсии в Германии на поведение домашних хозяйств. По результатам социологических опросов пяти квантилей домашних хозяйств, ранжированных по уровню доходов, большая часть домашних хозяйств в первой, второй, четвертой и пятой квантилях ответили утвердительно на вопрос о том, стали ли они после введения нового пенсионного плана сберегать больше. В каждой из указанных квантилей доля положительно ответивших на данный вопрос респондентов составила соответственно 46,3, 41,5, 46,4 и 57,2%. Лишь в третьей квантили большинство (43,8%) домашних хозяйств утверждали, что норма их сбережений не изменилась.

В работе Бош-Супана (Borsch-Supan), Рейла-Хелда (Reil-Held) и Шанка (Schunk) 2007 г.² анализировалась эконометрическая модель влияния решения по участию в Ристер-пенсии на иные инвестиции домашних хозяйств. Авторами было выявлено наличие значимой позитивной зависимости решений об участии в Ристер-пенсии и в иных сберегательных схемах, а также отрицательной связи между участием в Ристер-пенсии и приобретением жилой недвижимости. Это, по мнению авторов исследования, подтверждало наличие эффекта замещения Ристер-пенсии по отношению к вложениям в жилую недвижимость. В работе также обнаружилось позитивное влияние Ристер-пенсий на иные формы пенсионных сбережений граждан. Если граждане ранее пользовались различными дополнительными пенсионными продуктами, то, скорее всего, они будут также участвовать и в Ристер-пенсии.

Таким образом, введение накопительных пенсионных планов может приводить не только к повышению склонности к сбережениям, но и к замещению других форм сбережений

¹ *Coppola M., Reil-Held A. (2010). Jenseits staatlicher Alterssicherung: die neue regulierte private Vorsorge in Deutschland, in: Lutz Leisering (ed.) Die Alten der Welt. Neue Wege der Alterssicherung im globalen Norden und Süden, Campus, Frankfurt.*

² *Borsch-Supan A., Schunk D., Reil-Held A. (2007). The Saving Behavior of German households: First Experiences with state-promoted Private Pensions. Mea-Discussion Paper 136—07. MEA — Mannheim Research Institute for the Economics of Aging, University of Mannheim.*

домашних хозяйств. Однако даже в случае проявления эффекта замещения это не может быть аргументом против накопительных пенсионных планов. В каждом конкретном случае необходимо взвешивать все «за» и «против» приоритетности тех или иных форм сбережений. Преимуществом пенсионных накоплений является их способность создавать длинные деньги для инвестиций и содействовать в решении значимых социальных проблем населения.

Пенсионные накопления неоднозначно влияют на фондовые рынки. Приход пенсионных денег на рынок способствует росту капитализации эмитентов, снижению волатильности цен акций, улучшению практик корпоративного управления. Однако он может также порождать рост волатильности рынка, падение цен в случае внезапного оттока вложений пенсионных фондов.

Большинство исследователей¹ придерживаются точки зрения, согласно которой взаимосвязь между волатильностью фондового рынка и институциональными инвесторами, в частности пенсионными фондами, отрицательна. Рост пенсионных фондов снижает волатильность и стабилизирует фондовый рынок. Институциональные инвесторы предпочитают менее волатильные акции ввиду меньшего риска как следствие принципа благоразумных инвестиций. Другие исследователи², высказывающиеся в пользу положительной взаимосвязи институциональных инвесторов и волатильности, утверждают, что она является результатом их нежелания инвестировать в акции мелких компаний. Причины такого поведения могут быть следующими: мелкие акции имеют меньшую ликвидность; такие инвестиции не могут превышать 5% собственности компании из-за недопустимости вмешательства в дела управления компаниями. Осуществляя инвестиции в те или иные активы, институциональные

¹ *Gabaix X., Gopikrishnan P., Plerou V., Stanley H. E. Institutional Investors and Stock Market Volatility // The Quarterly Journal of Economics, May 2006.*

² *Sias R. Volatility and the Institutional Investors // Financial Analysts Journal, 1996, vol. 52, № 2; p. 13—20.*

инвесторы вынуждены проводить тщательный анализ, требующий сбора достоверной информации об эмитентах и ценных бумагах. Принятие инвестиционных решений на базе более полной информации также в итоге снижает волатильность на фондовом рынке.

Однако существуют и причины, согласно которым пенсионные фонды склонны инвестировать в более волатильные, т. е. в более рискованные акции. С одной стороны, акции, демонстрирующие большую волатильность, могут быть привлекательнее для инвесторов, поскольку зачастую инвестирование в такие активы дает доходность, превосходящую доходность рыночного индекса. С другой стороны, рост заинтересованности институциональных инвесторов в тех или иных активах может быть причиной роста волатильности, — т. е. взаимосвязь, обратная предыдущей. Институциональные инвесторы в отличие от частных торгуют на высоких объемах, которые, естественно, определяют волатильность рынка.

Более того, пенсионные фонды зачастую сами являются причиной создания шума¹ на рынке. Чан и др. (2004) утверждают, что плохо информированные фонды посредством своей беспорядочной торговли подают сигналы своим клиентам о том, что они не обладают должной информацией для совершения эффективных сделок². Гомперс и Метрик (2001) пришли к выводу, что из-за опасений проиграть конкурентам институциональные инвесторы более склонны к «следованию за толпой»³. Ошибки неизбежно ведут к потере в клиентской базе, поэтому страх перед принятием неверного решения побуждает «делать как все», дабы не потерять в имидже. Кроме того, имеет место высокая асимметрия стимулов: потери, возникающие в связи с принятием ошибочного решения, намного больше доходов, получаемых в случае успешной

¹ «Noise» trading.

² *Su Han Chan, Wai-Kin Leung, Ko Wang*. The impact of institutional investors on the Monday seasonal // *The Journal of Business*, October 2004; v ol. 77, № 4, p. 967—986.

³ *P. A. Gompers, A. Metrick*. Institutional investors and equity prices // *The Quarterly Journal of Economics*, Feb. 2001; vol. 116, № 1, p. 229—259.

торговли. Следовательно, синхронное движение институциональных инвесторов, порождаемое стадным чувством, может усиливать движение цены в конкретном направлении, а соответственно, и волатильность на рынке. Особенно опасно такое поведение в случае общей паники. Если на рынке начинаются массовые продажи, то большинство инвесторов, в том числе пенсионные фонды, пытаются скорее избавиться от активов, пока они еще больше не обесценились.

По мнению экспертов МВФ со ссылкой на исследования OECD и Всемирного экономического форума, во время кризиса 2008—2009 гг. пенсионные резервы планов с установленными выплатами в США, пенсионных фондов в Португалии и Испании выступали чистыми продавцами акций, приобретая более консервативные активы. То есть их инвестиционные стратегии были проциклическими, фонды следовали за толпой. Наоборот, пенсионные фонды в Норвегии, Италии, Польше и Турции выступали чистыми покупателями акций, реализуя контрциклические стратегии. Проциклическое поведение пенсионных фондов эксперты объясняют наличием более строгих правил рыночной переоценки стоимости активов и поддержания финансовой устойчивости, что делает их инвестиционные стратегии более чуткими к краткосрочным рыночным колебаниям, косвенным образом стимулируя стадное поведение фондов¹. По указанным причинам со стороны представителей международных финансовых организаций и национальных регулирующих органов все более настойчиво звучат предложения о необходимости ограничения проциклических инвестиционных стратегий и поведения институциональных.

Таким образом, влияние институциональных инвесторов на склонность к сбережениям, финансовые пузыри и волатильность финансовых инструментов являются неоднозначными. Однако независимо от того, приходят ли средства

¹ *Papaioannou M., Park J., Pihlman J., Han van der Hoorn.* Pro-cyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges. Monetary and Capital Markets Department // IMF Working Paper WP/13/193, September 2013. 2013.