

УДК 658.15

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

© 2016 г. П.А. Аксёнов, Г.Ф. Фейгин*

Статья поступила в редакцию 14.12.2015.

В статье рассматриваются новые тенденции инвестиционной политики пенсионных фондов США и Канады в сравнении с другими странами Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в посткризисный период, с акцентом на последние годы, когда рост активов пенсионных фондов разных стран отличался крайней неравномерностью.

Ключевые слова: *активы пенсионных фондов, США, Канада, страны ОЭСР, инвестиции.*

Активы пенсионных фондов, являющихся крупнейшими участниками пенсионного и финансового рынков стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), в 2014 г. продолжили рост и, по оценкам на 2014 г., превысили 25 трлн. долл. Наряду с США, ведущими странами по объёму активов пенсионных фондов в 2014 г. оставались Великобритания, Австралия, Канада и Нидерланды (рис. 1). Значительный объём средств, находящийся под управлением пенсионных фондов, а также существенные изменения в их позициях в посткризисный период, подразумевающие долгосрочное инвестирование для сбережения капитала и минимизации инфляционных и других финансовых рисков, делают пенсионные фонды интересными для рассмотрения при анализе инвестиций пенсионных накоплений в странах ОЭСР.

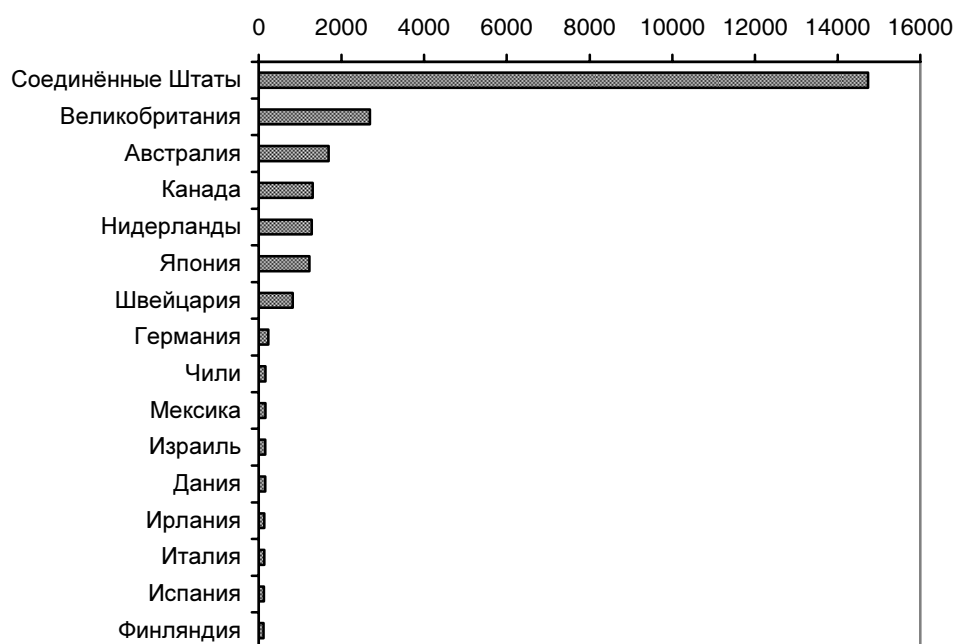
В рассматриваемый период, после глобального кризиса 2008–2009 гг., при сохранении лидерства США, Великобритании, Австралии, Канады, Нидерландов по объёму активов пенсионных фондов в этих странах в совокупности было сосредоточено около 85%, или 21,7 трлн. долл. активов пенсионных систем всех стран ОЭСР, а доля стран, представленных на рис. 1, составила 98,6%.

Вместе с тем, доля активов пенсионных фондов США уменьшилась с 61,9% в 2013 г. до 57,8% в 2014 г. общего объёма стран ОЭСР. Среди других стран

* **АКСЁНОВ Павел Андреевич** – кандидат экономических наук, научный сотрудник ИСКРАН. Российская Федерация, 121069 Москва, Хлебный пер., 2/3 (pasha12098@mail.ru); **ФЕЙГИН Григорий Феликсович** – доктор экономических наук, профессор СПбГЭУ. Российская Федерация, 191023 Санкт-Петербург, ул. Садовая, 21 (fgrig@list.ru).

Статья подготовлена при финансовой поддержке Фонда РГНФ, проект 15-07-00002 (а) «Роль государственной политики в повышении эффективности использования пенсионных накоплений как инвестиционного ресурса в эпоху глобализации».

Рис. 1. Активы пенсионных фондов стран ОЭСР в 2014 г., млрд. долл.



[2]

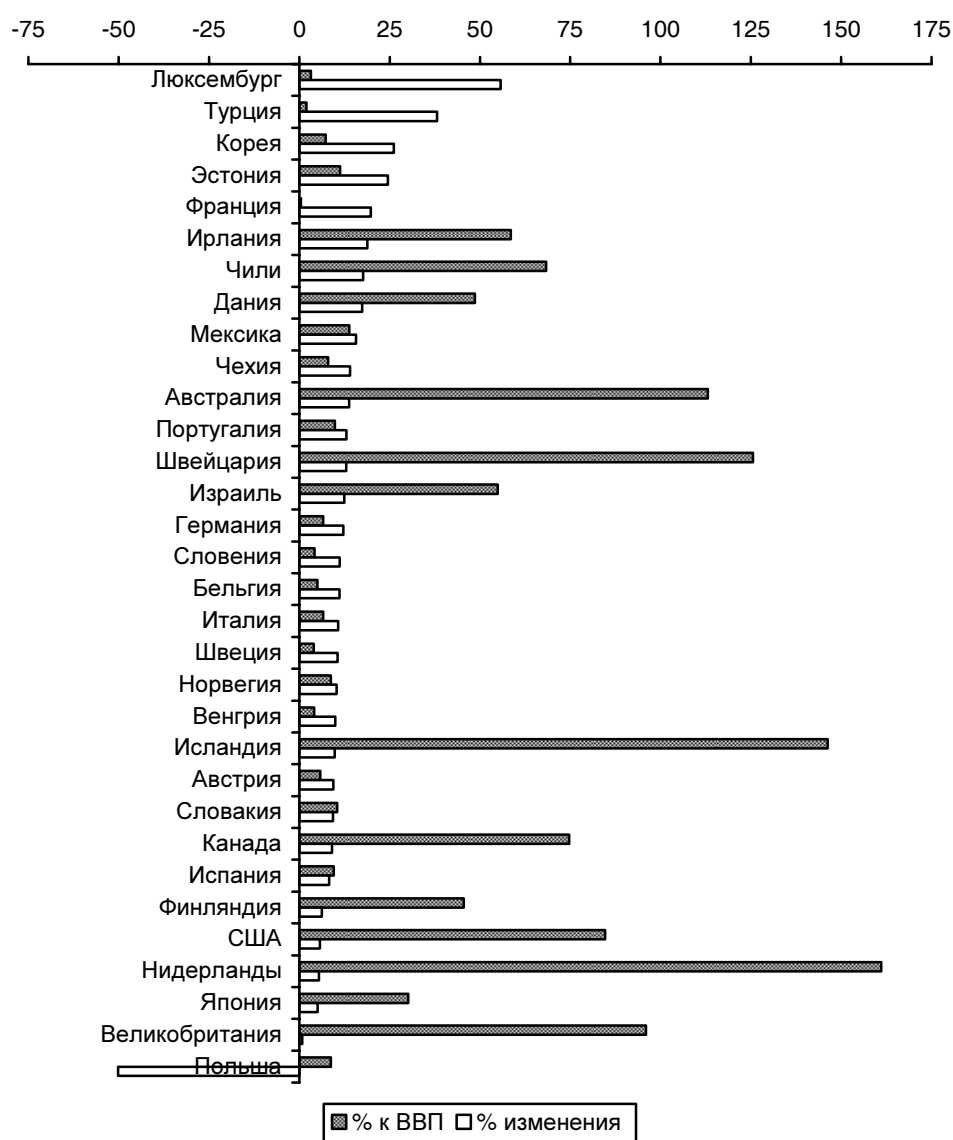
со значительным объёмом средств в системах пенсионных фондов стоит выделить Великобританию – 2,68 трлн. долл., Австралию – 1,68, Канаду – 1,3 трлн. долл. и Нидерланды – 1,28 трлн. долл. (по состоянию на 2014 год).

Глобальный кризис стал серьёзным испытанием для активности пенсионных фондов [2]. Однако в последующие годы, особенно начиная с 2012 г., возобновился рост их активов. На рис. 2 представлены показатели роста объёма активов пенсионных фондов в 2014 г. в национальной валюте стран ОЭСР, а также доля активов по отношению к ВВП. Доминирующей тенденцией последних лет во всех странах ОЭСР, за исключением Польши, был рост пенсионных активов. Наибольшее их увеличение в 2014 г. наблюдалось в Эстонии, Корее, Люксембурге и Турции, где в среднем рост составил более 20% по сравнению с показателями на декабрь 2013 года [1].

С другой стороны, реформирование пенсионной системы в Польше стало результатом того, что активы пенсионных фондов сократились на 50%, во многом ввиду отмены обязательной накопительной пенсионной системы, что привело к переходу значительного объёма государственных облигаций, которые находились в портфелях пенсионных фондов, под контроль системы социального обеспечения.

Невысокие относительные показатели роста в странах, лидирующих по объёму активов, в частности в США, Великобритании, Канаде и Нидерландах, обусловлены, в первую очередь тем, что пенсионные системы данных стран на текущий момент являются сформированными, при этом отсутствуют значи-

Рис. 2. Доля активов пенсионных фондов стран ОЭСР по отношению к ВВП, % и изменение объёма активов в 2014 г., % в национальной валюте



[2]

тельные ограничения на инвестирование, снятие которых могло бы послужить стимулом для роста [3].

Таким образом, увеличение активов пенсионных фондов не превышает в странах-лидерах показателей роста самой экономики в рассматриваемый период. С другой стороны, пенсионные фонды Австралии продемонстрировали в 2014 г. рост в 13,8%, что объясняется структурой активов фондов, в которой почти половину составляют акции, более рискованный и высокодоходный инструмент.

В табл. 1. приведены данные по структуре инвестиционных портфелей пенсионных фондов в странах ОЭСР. В США, Канаде, Австралии и Великобритании значительный объем инвестиций составляют прямые вложения в акции ввиду относительной стабильности финансовых рынков данных стран и из-за низкого уровня ограничений на инвестиционную деятельность пенсионных фондов.

Таблица 1

Доля различных видов активов в структуре портфелей пенсионных фондов, 2012 г., %

Страна/Актив	Акции	Недвижимость	Облигации	Различные инвестиционные фонды	Частные инвестиционные фонды	Кредиты	Банковские депозиты	Прочие
Нидерланды	11,6	0,9	24,0	51,9	0,0	3,8	1,3	6,5
Канада	24,6	5,5	27,6	34,6	0,0	0,3	2,7	4,7
Великобритания*	29,6	2,8	21,9	23,3	0,0	1,2	2,9	18,3
Австралия	46,0	7,4	9,6	0,0	0,0	1,0	18,4	17,6
США	38,2	1,7	16,3	22,0	0,0	0,3	0,8	20,7
Швейцария	13,0	9,7	19,9	42,8	1,2	3,3	7,3	2,8
Япония	9,7	0,0	36,3	0,0	0,0	2,8	5,1	46,1
Италия	11,2	2,9	45,1	10,3	0,0	0,0	4,2	26,3
Германия	2,3	1,4	18,5	0,3	39,2	35,7	2,4	0,2

*Данные 2007 г.
[4].

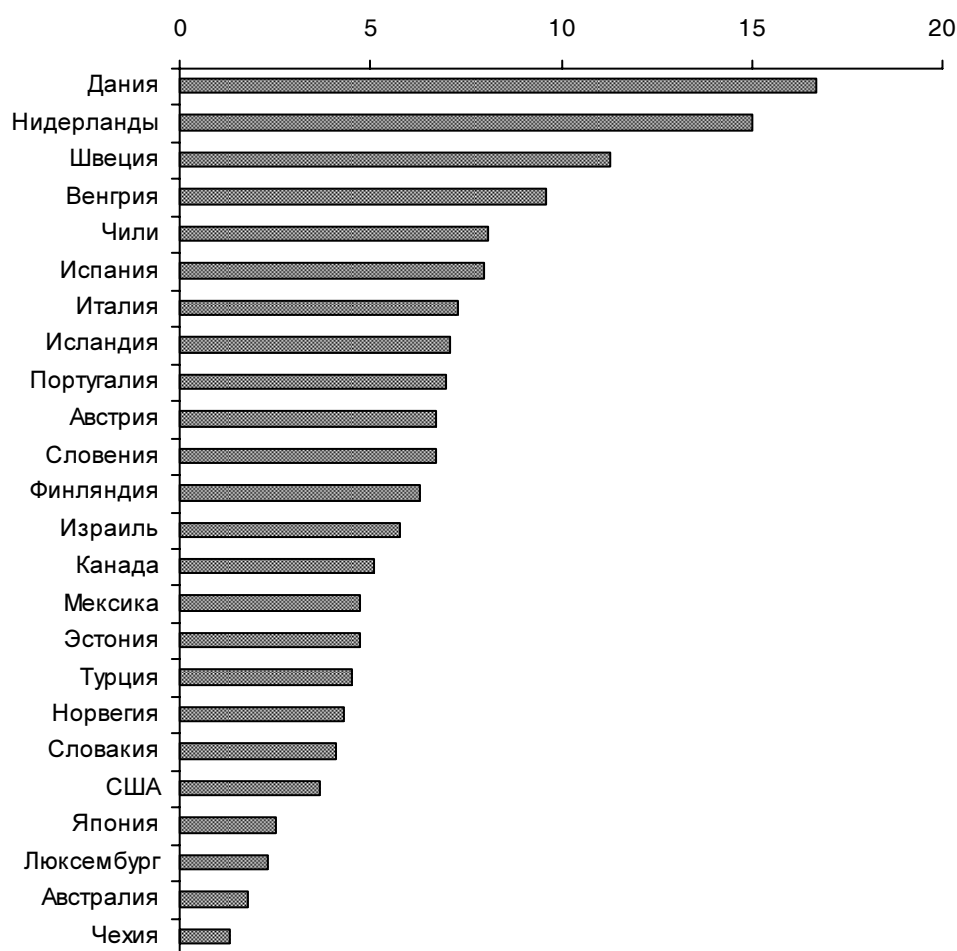
При сохранении Соединёнными Штатами лидерства по объёму активов под управлением пенсионных фондов в абсолютном выражении, по относительному показателю размера активов к ВВП в 2014 г. США находились на шестом месте в мире. Четыре страны достигли соотношения активов к ВВП выше 100% в 2014 г. – Нидерланды (161,6%), Исландия (146,3%), Швейцария (125,6%), Австралия (113,1%).

Периоды неблагоприятных рыночных показателей, которые пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы испытали в 2001–2002 гг. и 2007–2008 гг., привели к серьёзным отрицательным денежным потокам. Однако в последующий период они показали рост активов, в некоторых странах весьма значительный. Положительный чистый поток доходов у большинства пенсионных фондов обеспечивается взносами, нереализованной инвестиционной прибылью и другими формами инвестиционного дохода, такими как проценты и дивиденды.

В 2014 г. пенсионные фонды всех стран ОЭСР продемонстрировали положительные показатели прибыли, но значения этих показателей существенно различались – от 1,3% в Чехии до 16,7% в Дании, средний показатель составил

6,4%, средневзвешенный – 4,5% (рис. 3). Примерно в одной трети стран ОЭСР пенсионные фонды показали доходность более 5%. Высокие показатели доходности могут быть объяснены, во-первых, значительным ростом финансовых рынков в 2014 г., во-вторых, снижением процентных ставок, что в свою очередь увеличило рыночную стоимость активов с фиксированной доходностью. Средняя доходность пенсионных фондов США составила в 2014 г. 3,7% [1].

Рис. 3. Показатели доходности пенсионных фондов стран ОЭСР в 2014 г., %



[2].

Росту масштабов и активности пенсионных фондов способствовало развитие накопительных форм пенсионного обеспечения, которое существенно различалось по странам. В США накопительные пенсионные системы получили развитие в прошлом веке. Частные пенсионные системы в играют там всё возрастающую роль в обеспечении доходов пожилых людей [5].

В Соединённых Штатах коэффициент замещения, если рассматривать только по государственной пенсионной системе, составляет 45%, по сравнению со средним показателем 63% в странах ОЭСР. Предполагая, что каждый ра-

ботник инвестирует в добровольные пенсионные планы в течение карьеры под ставку 9%, коэффициент замещения увеличивается до 82%. Охват частными пенсионными схемами работающего населения (15–64 лет) в США составляет 47%: 42% являются участниками добровольных профессиональных пенсионных систем и 22% – персональных пенсионных планов, при этом некоторые совмещают оба варианта. Показатель США является близким к среднему по странам ОЭСР, в то же время в Германии и Новой Зеландии добровольные частные пенсии охватывают более 70% трудоспособного населения [6].

Общий объём активов под управлением 1 тыс. крупнейших частных пенсионных фондов в США вырос в 2014 г. на 8,5% и составил 9 трлн. долларов.

В то время, как накопительные и частные пенсии приобретают всё большее значение в качестве источников пенсионного дохода практически во всех странах ОЭСР, они достигают там различных уровней охвата. Для сравнения совокупных показателей охвата среди стран с относительно высоким уровнем доходов капитала, полезным способом измерения является процент трудоспособного населения (лиц в возрасте от 15 до 64), который входит в частный пенсионный план (от работодателя или личный).

Низкий охват частных пенсий наиболее очевиден в странах ОЭСР, где частные пенсии являются добровольными. Самые высокие показатели охвата – около 50% населения трудоспособного возраста – наблюдаются в таких странах, как Чехия, Германия, Новая Зеландия и США. Уровень покрытия в 50% не может быть достаточным, учитывая, что эти страны имеют коэффициент замещения от государственных пенсий около 60%. Таким образом, расширение негосударственного пенсионного обеспечения для ряда стран становится одним из главных приоритетов пенсионной политики.

Странами, где обязательное негосударственное пенсионное обеспечение пока ещё не может охватывать такую большую долю населения, являются Мексика, Норвегия и Польша.

Уровень охвата негосударственных пенсионных систем в Норвегии находится на уровне 66%, что несколько ниже, чем в других странах с обязательными накопительными системами, но это можно объяснить недавним и постепенным введением обязательного накопительного пенсионного обеспечения. Аналогичный фактор может объяснить, почему 55% населения охвачено негосударственными пенсиями в Польше, притом что частная пенсионная система стала обязательной только для новых участников рынка труда и работников моложе 30 лет на момент проведения пенсионной реформы. Уровень охвата должен увеличиваться с течением времени, поскольку в структуре населения трудоспособного возраста становится всё больше сотрудников, для которых частные пенсии являются обязательными. Неофициальный рынок труда, однако, может привести к снижению показателей охвата Польши, как это происходит в Мексике (58%), где частная пенсионная система стала обязательной для всех работников на момент реформы.

В Канаде программа обеспечения в старости предполагает выплату пенсий всем канадцам, достигшим пенсионного возраста (65 лет для мужчин и женщин) и проживших в стране более 10 лет в зрелом возрасте, и финансируется за счёт общих доходов государства. Существует также пенсионный план Ка-

нады распределительного типа, финансируемый предпринимателями и наёмными работниками, которые дополняются также добровольными пенсионными программами.

Помимо профессиональных пенсионных фондов дополнительные пенсионные программы реализуются с помощью персональных пенсионных счетов. Они могут открываться в любом финансовом учреждении (банк, страховая компания, паевой фонд, трастовая компания).

Широкое развитие в Канаде получили профессиональные системы пенсионного обеспечения, например, учителей. Выплаты в рамках этих систем финансируются не только за счёт взносов участников, правительства провинции, но также и благодаря полученному доходу от инвестиций пенсионных накоплений. К началу 2015 г. число участников составляло 311 тыс. человек, из них 129 тыс. уже получали пенсии. Средний возраст выхода на пенсию по данному пенсионному плану составлял в 2014 г. 59 лет, а 135 реципиентов пенсионных выплат были в возрасте 100 лет и старше. Фонд является глобальным инвестором с диверсифицированным портфелем активов в более чем 50 странах. Рост инвестиционной активности фонда по всему миру поддерживается его международным присутствием и является результатом стратегии долгосрочного развития [7].

По данным за 2014 г., объём активов системы пенсионного обеспечения учителей канадской провинции Онтарио превышал 140,8 млрд. канадских долларов [8].

В Великобритании наряду с государственными базовыми и трудовыми пенсиями, развитие получили также негосударственные пенсии. Активному распространению последних способствовал тот факт, что государственные трудовые пенсии не являются обязательными. Работники имеют выбор участвовать в программе государственного трудового обеспечения либо в негосударственных пенсионных программах, но в случае отказа от программы государственных трудовых пенсий работники обязаны участвовать в какой-либо негосударственной программе дополнительного пенсионного обеспечения, выбор которых достаточно широк – и коллективных, и индивидуальных.

В результате недавней пенсионной реформы ожидается, что роль накопительной схемы финансирования возрастёт ещё больше. Речь идёт о такой форме коллективных инвестиций, как участие в паевых инвестиционных фондах. Таким образом, доходы будущих пенсионеров всё больше будут зависеть от выбора паевого инвестиционного фонда, развития финансового рынка и, конечно политики инвестирования пенсионных накоплений [1, 4].

Пенсионная система Австралии основывается на трёх элементах. Первый – базовые государственные выплаты из бюджета, финансируемые налоговыми поступлениями. Второй элемент, образующий основу австралийской пенсионной системы, – индивидуальные пенсионные счета, предоставляемые пенсионными фондами, финансируемые за счёт отчислений работодателей. Третий элемент – индивидуальные добровольные отчисления в пенсионные фонды, а также на пенсионные сберегательные счета.

Государственная пенсионная система Австралии финансируется в основном за счёт налоговых доходов и не зависит от взносов. Выплаты осуществляются мужчинам и женщинам старше 65 лет. Кроме государственной пенсии

правительство учредило в 2006 г. Фонд Будущего (*The Future Fund*). Фонд создан для покрытия необеспеченных обязательств государственных фондов, его финансирование осуществляется за счёт бюджетных профицитов, а также средств от приватизации государственных компаний. В 2015 г. объём активов Фонда составлял около 85 млрд. долл., при этом средства данного Фонда не могут расходоваться до 2020 г., за исключением операционных расходов.

В Австралии также существуют различные виды пенсионных фондов, финансируемых за счёт отчислений с заработной платы, включая отраслевые и розничные пенсионные фонды. Также система сберегательных пенсионных счетов является относительно недорогой пенсионной схемой, предлагаемой компаниями по страхованию жизни или структурами, работающими с депозитами. Сберегательные пенсионные счета функционируют по тем же налоговым правилам, что и другие пенсионные фонды.

В пенсионной системе Нидерландов также присутствуют государственные, квазиобязательные профессиональные и добровольные пенсионные схемы. Государственная пенсия формируется фондом (*Algemene Ouderdoms Wet*), цель которого финансирование будущих расходов, связанных с демографическими вызовами. Система финансируется за счёт налоговых доходов, к 2020 г. планируется аккумулировать 135 млрд. евро активов [1].

Государственное пенсионное обеспечение охватывает работников, занятых в частом секторе, государственных служащих и частных предпринимателей. Отчисления осуществляются работником с дохода в размере 17,9%, и до 2028 г. государственная пенсия гарантированно индексируется в соответствии с уровнем инфляции.

Накопительная пенсионная система Нидерландов – одна из самых развитых в Европе. Профессиональные пенсионные схемы существуют преимущественно с фиксированными выплатами. В последние годы компании стремятся сокращать издержки и риски, в связи с этим набирают популярность планы с установленными взносами, а также гибридные схемы.

Работодатели обязаны организовать внешнее финансирование своих пенсионных планов, используя либо пенсионные фонды, либо страховые схемы (это, как правило, актуально для небольших компаний).

В течение последнего десятилетия, государства ОЭСР активно реализуют реформы по улучшению устойчивости пенсионных систем для вовлечения граждан в процесс обеспечения собственных пенсий за счёт расширения будущей роли фондируемых систем и роста роли частного пенсионного обеспечения. В контексте реформирования пенсионных систем страны ОЭСР вынуждены рассмотреть две основные задачи: повышение долгосрочной финансовой жизнеспособности пенсионных систем и обеспечение адекватного размера пенсий для поддержания разумного пенсионного дохода для предотвращения бедности и социальной изоляции пожилых людей. В течение десяти лет пенсионные реформы были на повестке дня во многих странах ОЭСР. Старение населения и сокращение уровня рождаемости требует реформ, которые также должны предупреждать, где это возможно, неблагоприятные социальные и экономические последствия, а также делать пенсионную систему более устойчивой в финансовом отношении.

Пенсионные расходы, по прогнозам экспертов ОЭСР, увеличатся в подавляющем большинстве стран организации в течение следующих 40 лет. Такое развитие событий связано с прогнозируемым до 2060 г. увеличением продолжительности жизни после 65 лет в среднем на пять лет, что приведёт к серьёзному росту числа пенсионеров. В настоящее время в большинстве стран широко признается тот факт, что пенсионные системы и правила должны меняться с течением времени. Реформы, безусловно, отличаются от страны к стране, однако можно выделить несколько направлений реформирования пенсионных систем, отмеченных в последние пять лет. В странах ОЭСР с 2009 по 2013 г. большинство стран ориентировали реформы пенсионной системы на достижение следующих шести целей:

1. Повышение охвата пенсионной системы как обязательных, так и добровольных схем.
2. Адекватность размеров пенсионных пособий.
3. Финансовая устойчивость и доступность пенсионных вложений налогоплательщиков и спонсоров пенсионных программ.
4. Стимулы, которые поощряют людей к работе как можно более продолжительный период времени.
5. Административная эффективность для снижения эксплуатационных расходов пенсионной системы.
6. Диверсификация источников пенсионного дохода через провайдеров (государственных и частных) [4].

Растущее число участников частного пенсионного страхования предпочитают получать не фиксированные в зависимости от стажа и взносов пенсии, а такие, какие удаётся заработать с помощью инвестирования установленных взносов в те или иные проекты. При этом участники таких пенсионных планов направляют в них всё большую долю своих взносов: в первом десятилетии XXI века три из каждых четырёх долларов взносов по частным пенсионным планам направлялись в планы с установленными взносами (в сравнении с одним из трёх долларов взносов в начале 1980-х годов).

В традиционных планах с установленными выплатами спонсирующий работодатель должен гарантировать фиксированный уровень пособий участникам программы, в то время как в рамках пенсионных планов с установленными взносами риск несёт будущий пенсионер.

Планы с установленными выплатами традиционно играют важную роль в США и странах Западной Европы, однако именно планы с установленными взносами быстро росли в последние годы. Работодатели в некоторых странах ввели гибридные и смешанные планы, которые встречаются в различных формах и подразумевают некоторую степень разделения рисков между работодателями и работниками. Переходя на использование схем с установленными взносами, компании переносят риски, а частично и расходы, на работников.

Список литературы

1. Аксёнов П.А., Емельянов С.В. Инвестиционная политика пенсионных фондов США // США ❖ Канада: экономика, политика, культура. 2015. № 11. С. 62–72 [Aksenov P.A., Emelianov S.V. U.S. Pension Funds Investment Policy // USA ❖ Canada: Economics, Politics, Culture. 2015. No. 11. P. 62-72].

2. Аксёнов П.А., Лебедева Л.Ф. Инновации в управлении пенсионными накоплениями (на примере пенсионного фонда учителей Онтарио, Канада). Сборник: Доклады III Международной научно-практической конференции «Инновации: перспективы, проблемы, достижения». Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова. 14 мая 2015. Москва, 2015. [Aksenov P.A., Lebedeva L.F. Innovations in Pension Savings Management (Ontario Teachers' Pension Plan, Canada). III International Conference "Innovations: Perspectives, Problems, Achievements". Plekhanoff Russian Economic University. 14.05.2015. Moscow, 2015].

3. Лебедева Л.Ф. Американская модель пенсионного обеспечения в условиях усиления рисков финансово-экономической нестабильности в начале XXI века. // США ✧ Канада: экономика, политика, культура. 2014. № 3. С. 22–30 [Lebedeva L.F. U.S. Pension System in 21st Century Financial-Economic Destabilization Risks // USA ✧ Canada: Economics, Politics, Culture. 2014. No. 3. P. 22–30.]

4. Organisation for Economic Co-operation and Development (2013) Pension Markets in Focus. OECD Publishing (<http://www.oecd.org/pensions/PensionMarketsInFocus2013.pdf>, accessed 8.09.2015).

5. The Pension Funds' Investment Regulation at the Beginning of the 21st Century: Comparative Analysis of Approaches of the USA, Canada, and the EU-15 Countries. Liudmila Lebedeva, Pavel Aksenov, Sergei Yemelyanov, Yevgeny Yemelyanov. Mediterranean Journal of Social Sciences. MCSER Publishing, Rome-Italy. – Vol. 6, No. 4, S4, August 2015. – P. 155–163.

6. Pension Funds in Figures. OECD, 2015 (<http://www.oecd.org/finance/Pension-funds-pre-data-2015.pdf>, accessed 8.09.2015).

7. Ontario Teachers' Pension Plan. Annual Report 2014. 25 Years of Building for the Future. Ontario, 2014. – P. 76.

Pension Funds' Investment Policy in the Post-Crisis Period

(USA ✧ Canada Journal, 2016, No 4., p.33–42)

Received 30.10. 2015.

AKSENOV Pavel Andreevich, *Institute for the U.S. and Canadian Studies Russian Academy of Sciences, 2/3 Klebny per., 121069 Moscow, Russian Federation* (pasha12098@mail.ru).

FEIGIN Grigorii Feliksovich, *The St. Petersburg State University of Economics, 21 Sadovaya street, 191023, St. Petersburg, Russian Federation* (fgrig@list.ru).

Acknowledgments. The article has been supported by a grant of the Russian Foundation for Humanities (project 15-07-00002 «The Role of Government Policy in Increasing Efficiency of Using Pension Savings as an Investment Resource in the Globalization Epoch»).

The article considers the main trends in pension funds' assets dynamics in OECD countries with focus on the process of changing positions in the post-global crisis period. The United States and Canada remain among the five biggest countries in the OECD area in terms of pension funds' assets (US, United Kingdom, Australia, Canada, the Netherlands), but the largest increases in pension funds' assets in 2014 were in Estonia, Korea, Luxembourg and Turkey, where they rose by more than 20%. Keywords: pension funds' assets, US, Canada, OECD countries, investment

About authors:

AKSENOV Pavel Andreevich, *Candidate of Sciences (Economics), Researcher*

FEIGIN Grigorii Feliksovich, *Doctor of Sciences (Economics), professor*