

Суверенные фонды БРИК:

инвестиционная экспансия или подъем благосостояния

Ирина Коновалова – Посель

Национальный Центр Научных Исследований Франции
Парижская Экономическая Школа

Суверенные фонды БРИК:.....	1
инвестиционная экспансия или подъем благосостояния.....	1
Введение.....	3
1. Фонды в финансах и в экономике.....	3
Пенсионные фонды.....	4
Суверенные фонды накопления.....	5
2. Теоретические разработки по методам управления фондами.....	6
Коротко из истории финансовых теорий.....	6
Математические и эконометрические методы анализа и управления финансовыми фондами.....	7
Типичные задачи суверенных фондов, решаемые математическими методами.....	8
3. Потенциалы развития ВРИК.....	9
Человеческий потенциал.....	9
Пенсионные системы в БРИК.....	10
БРИК 2009 года: сложности преодоления кризиса.....	12
4. Суверенные и пенсионные фонды БРИК в период кризиса.....	14
Бразилия: планируемое создание Фонда Национального Благосостояния для содействия экспортной деятельности.....	16
Россия: предполагаемое создание госкорпорации для управления Фондами.....	16
Индия: предполагается создать суверенный фонд для поддержания темпов роста.....	17
Китай: конкуренция двух крупных суверенных фондов не нефтедолларового происхождения.....	18
Дискуссия : Методы регулируемого развития с использованием системы инвестиционных и пенсионных суверенных фондов.....	19
Литература.....	19
Sovereign funds of BRIC :.....	2
Investment opening out or wealth accumulation.....	2
Abstract.....	2

Sovereign funds of BRIC :

Investment opening out or wealth accumulation

Abstract

Irina Konovalova - Peaucelle

Paris school of economics

CNRS

Pension contributions have formed large pools of capital in last decades of 20th century, which interact with the global economies and produce “pension fund capitalism”. The sovereign wealth funds owned by the governments that manage national savings and budget surplus by investing them into different domestic and international financial instruments bring into being new 21th century phase of socialism. If public pension funds have as primary purpose to finance defined benefit obligations, the sovereign-wealth funds have various purposes, such as: saving accumulation for future generations, help for realising socio-economic projects, protection of the economy against commodity price fluctuations, or promotion of scientific and technological restructuring.

BRICs, and China in particular, are among the main actors in sovereign-wealth funds arena. BRICs’ sovereign funds have started as creditors and now become owners of world corporate assets.

This paper discusses the historical heterogeneity of modes of management of savings and contributions, as well as the heterogeneity of the sources of savings and loan funding in BRICs. It analyses the management of the 11 biggest funds before and during the recent financial crisis. The paper explains also how to consider wellbeing and human development in BRICs while managing the short and long term financial instruments at the same time.

Keywords: Financial Institutions and Services, Pension Funds, Sovereign Wealth Funds, Financial Industry: Brazil, Russia, India, China

JEL classification: G23, G24, G28, N2

Введение

Пенсионные взносы сформировали крупные пулы капитала в последние десятилетия 20-го века, которые, взаимодействуя с глобальной экономикой, способствовали формированию капитализма основанного на сбережениях работающего населения. Суверенные инвестиционные фонды, принадлежащие правительствам суверенных государств, управляют национальными доходами рентного происхождения и профицитом бюджетов. Каждый из фондов стремится преумножить свои потенциальные возможности, вкладывая деньги в различные национальные и международные финансовые инструменты.

Если пенсионные фонды имеют в качестве главной цели обеспечение финансирования пенсионных обязательств, то суверенные фонды накопления преследуют различные цели, такие как: накапливать сбережения для будущих поколений, содействовать реализации социально-экономических проектов, защищать экономику от колебаний цен на сырьевые товары, содействовать научно-технической реструктуризации. Такое управление национальным богатством во имя развития всего общества может рассматриваться как новый финансовый тип социализма. Оно открывает новые горизонты для макро регулирования и планирования.

Страны БРИК, и особенно Китай, являются одними из главных действующих лиц на арене финансовых структур суверенных фондов. Суверенные фонды стран БРИК начали влиять на мировой финансовый мир в качестве кредиторов в первые годы нашего века, а затем стали трансформироваться во владельцев корпоративных активов.

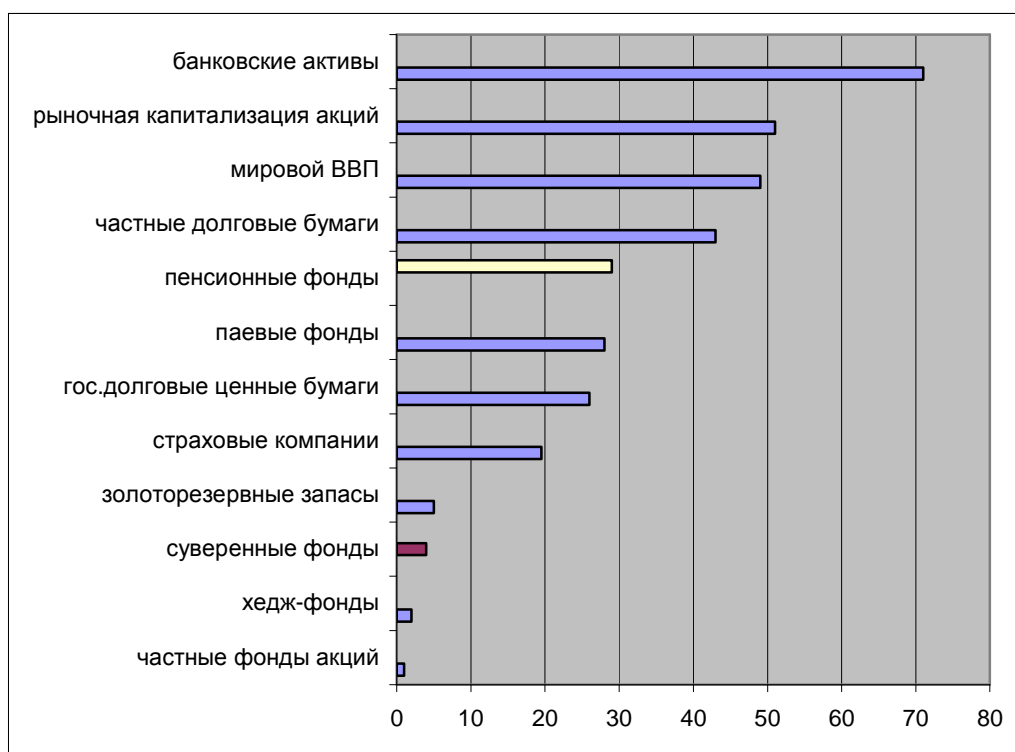
Данная работа выявляет причины возникновения двух типов фондов (государственных пенсионных и национального благосостояния) для управления сбережениями в странах БРИК. В ней анализируются методы деятельности нескольких крупнейших фондов стран БРИК до системного финансового кризиса 2008 года и после его начала. В работе указывается на сложность деятельности фондов, возникающих из-за необходимости учета одновременно краткосрочных и долгосрочных задач в условиях неопределенности состояний в мире.

1. Фонды в финансах и в экономике

В первые годы 21-го века начали появляться и стремительно набирать силу новые финансовые институты – Суверенные фонды накопления (СФН). С началом финансового, а затем и общего кризиса капитализма, все новые и новые суверенные фонды создаются в европейских и азиатских странах, а также и на американском континенте, включая США. Не имея под собой частной формы собственности, эти суверенные финансовые институты хорошо вписываются в социал-демократическую доктрину экономического развития и таким нетривиальным образом могут влиять на солидарную интернационализацию экономического пространства. При этом, во благо или во вред, (что предстоит проанализировать в данной работе), в своем управленческом механизме, СФН используют научные наработки экономической и финансовой науки последних лет.

Вот как представлял в своих публикациях Лондонский институт финансовых услуг (IFSL) соотношения величин запасов и потоков капитала во временном срезе 2008 года (график 1.)

График 1: Классификация мировых активов в 2008 году (триллионы долларов США)



Источник данных: IFSL Maslakovic (2008), Sovereign Wealth Fund Institute

Как видно из графика, суверенные фонды располагали, на момент начала кризиса 2008 года, существенно меньшими объемами финансовых резервов по сравнению с пенсионными фондами, но уже соперничали с золоторезервными запасами и превосходили частные хедж-фонды и фонды акций.

Пенсионные фонды

В книгах Ж.Кларка (Clark (2000)) и С.Монтань (Montagne (2006)) перечислены факторы, приведшие к формированию капитализма конца 20-го века, опирающегося на пенсионные фонды. С их помощью можно предложить причинно-следственную цепочку событий, которая способствовала возникновению весьма отличающихся друг от друга финансовых систем (Посель (Peaucelle (2008))). Пенсионные фонды способствовали глобализации экономических форм управления, передвижкам в накопительных способностях и ускоренному развитию отдельных регионов мира.

В теоретических работах о сущности современного капитализма пенсионного способа накопления выделяют три основных этапа его становления.

Во-первых, институциональная структура современной системы накопления капитала в каждой стране носит черты оставшиеся с конца 19-ого века: доминировавшими тогда политическими идеями, соотношением сил между рабочими и работодателями, состоянием товарного рынка и рынка труда. Во-вторых, в середине 20-го века в странах континентальной Европы, в связи с экономическим и демографическим ростом, усилением занятости в государственном секторе и введением анти-дискриминационного законодательства, возросла роль регуляционных механизмов пенсионного обеспечения. В-третьих, растущее благосостояние позволило, а расширение товарного предложения потребовало умножить охват населения, на которое распространяется пенсионное покрытие в Америке и Великобритании. Тот факт, что многие крупные устроители пенсионных систем централизовали собранные пенсионные взносы в пенсионные фонды, а не передали их на обслуживание сектору социального страхования, вызвало построение

здесь специфических финансовых механизмов управления системой накопления. Таковыми можно считать: инкрементный сбор и учет индивидуальных пенсионных вкладов, и разработку основанных на традиции, а затем юридически закрепленных требований к частным и спонсируемым работодателями органам финансирования пенсий.

Общественные (государственные) пенсионные резервные фонды тоже имели тенденцию роста между 2001 и 2007 годами. В странах ОЭСР их активы представляли в 2007 году 14,5% ВВП. Эти фонды инвестировали по большей части в обычные акции, желая обеспечить доходы в долгосрочной перспективе и выдержать при краткосрочных скачках финансовой конъюнктуры. В 2006 году 11% государственных пенсионных фондов Китая были инвестированы в виде прямых инвестиций за границей.

В общем, активы пенсионных фондов БРИК выросли между 2004 и 2006 годами на 23,3%, в то время как в странах ОЭСР и в среднем в мире их прирост составил лишь 9% (OECD (2007)).

Суверенные фонды накопления

В начале 21-го века начали стремительно развиваться суверенные инвестиционные фонды. Первый суверенный фонд Kuwait Investment Authority был основан в 1953 году. Этот фонд существует и теперь, и по величине своих активов он занимает в 2009 году шестое место среди суверенных фондов накопления богатств. Источником фонда, как и большинства сформированных позже суверенных фондов, является абсолютная земельная рента (Маркс (1867)). Абсолютная рента - это доход монополиста, собственника земли и / или природных ресурсов, который обычно превышает доходы, приносимые на тот же объем инвестированного капитала, собственнику других секторов экономики, где средняя норма прибыли устанавливается в результате конкуренции. Так как собственником земли и природных ресурсов в большинстве стран является все население страны, то накапливаемая абсолютная рента от их использования принадлежит всему населению, образуя суверенный фонд.

Источниками создания суверенных фондов могут быть и доходы государства от деятельности предприятий, в активах которых оно занимает существенную долю, и доходы, приносимые налоговой политикой, включая валютные резервы центральных банков, бюджетные профициты и профициты международной торговли. Таков, например, способ формирования фондов в Китае.

Фонды, являясь представителями государства, распоряжаются национальными сбережениями, инвестируя их в различные корпоративные фонды и другие финансовые инструменты, в частности в акции, облигации и фонды иностранных государств. В принципе, валютные запасы фонда используются иначе, чем официальные резервы государства. А именно, государство располагает обычно двумя другими схемами инвестирования финансовых ресурсов:

Центральным банком, инвестирующим в основном в облигации, и

Государственными предприятиями, которые вкладывают свои финансовые фонды в паи частных предприятий. Но и ресурсы двух последних учреждений могут быть переданы государством суверенным фондам, которые, с таким случаем, распоряжаются ими.

Основными озвученными целями суверенных фондов являются:

- 1) стабилизация бюджетов при резких изменениях цен на сырьевые продукты;
- 2) формирование накоплений для будущих поколений, то есть конверсия не возобновляемых активов в диверсифицированные портфели облигаций и акций с тем, чтобы избежать эффекта «голландской болезни» (Dutch disease), то есть негативного эффекта оказываемого укреплением реального курса национальной валюты в связи с бумом в экспортирующем секторе сырьевыми продуктами.

- 3) создание корпораций для резервного инвестирования, чьи активы используются для роста резервов;
- 4) финансирование национальных проектов способных содействовать расширенному росту национальной экономики.

Суверенные фонды создаются еще и для того, чтобы помешать росту расходов из государственного бюджета в периоды роста цен на производимые в стране продукты. Правящим партиям, из-за взятых в предвыборный период обязательств, очень сложно резко сократить государственные расходы в стране при нежелательном изменении конъюнктуры.

2. Теоретические разработки по методам управления фондами

Коротко из истории финансовых теорий

Для управления суверенными фондами необходимо знать основы "классической" финансовой теории, сложившейся в Европе и занимающейся анализом правил накопления, управления и использования государственной собственности. Рождение финансовой науки связано с именами итальянских мыслителей Джованни Ботеро (1544-1617) и Никола Макиавелли (1469-1527). Французский ученый Ж. Бодин (1530-1596) ввел концепцию суверенитета денег и определил семь основных источников государственных доходов: собственность монархов, дары, военные трофеи, подношения союзников, торговля, налоги, импортные и экспортные таможенные пошлины. Томас Гоббс (1588-1679), английский философ, популяризировал идею косвенного налогообложения. А. Тюрго (1727-1781) ввел понятия издержек и рисков, возникающих при инвестировании капитала в нечто иное, чем владение землей. Он рассматривал прибыльность вложений капитала как стратегическую функцию в экономике.

Джон Ло "авантюрист и пророк" (Аникин (1971)), родился в Шотландии в 1671 году. Он стал первым, кто использовал бумажные деньги и кредит для развития национальной экономики. Он не был теоретиком, но выдвинул идеи, которые сыграли в истории очень важные и очень противоречивые роли. Ло развивает свою программу спасения экономики, когда его страна находится в разорении: застой в торговле, огромное количество безработных в городах, чувство предпринимательства заглушено. По его мнению, ключом к выходу экономики из такого состояния является создание денег, которое позволяет широкое использование земли и ресурсов. Увеличение суммы денежных кредитов для возрастания доходов должно происходить, в соответствии с указаниями Джона Ло, через банк. Банковская система, которую он воплотил в жизнь во Франции, проводила расширение кредитования до размеров несколько раз превышающих наличные в банке деньги. «Закон» Ло предусматривал, что такой банк принадлежит государству и реализует экономическую политику государства. Государственная политика денежного обращения могла направить деньги в секторы экономики наиболее выгодные для страны. Однако, проводимая банком Джона Ло политика привела к крупнейшему кризису, последствием которого явилась Французская революция.

Как это напоминает кризис 2008 года, начавшийся с кризиса сапраймов !

В начале 20-го века И. Фишер дал примерное представление о функции кредитной политики в экономическом развитии, описав ее в терминах распределения ресурсов во времени. Создатели теории денег : Дж. М. Кейнс, Ж. Хикс, Н. Кальдор и Дж. Маршак разработали проблему составления портфеля финансовых документов, предположив исследовать различные категории рисков.

В середине 20-х начинается принципиально новый этап финансовой науки. Американские ученые открывают, так называемую, неоклассическую эпоху. Финансовая теория с этого времени (и вплоть до самых последних дней) основана на трех принципах: 1) экономическая мощь государства зависит от экономического процветания частного сектора, основной которого являются большие корпорации; 2) государство минимизирует свое вмешательство в деятельность частного сектора; 3) прибыль и рынки капитала являются основными источниками для финансового развития корпораций (акционерных обществ).

Математические и эконометрические методы анализа и управления финансовыми фондами

Исходя из неоклассических принципов экономической науки, развиваются финансовая математика и эконометрика финансов. Первая имеет в своей основе работы авторов 50-х – 70-х годов двадцатого века: Markovitz (1959), Tobin (1958), Sharpe (1964), Black & Scholes (1973).

Так Гарри Марковиц стал основоположником современной портфельной теории. Он известен своей работой, в которой предложил новый подход к исследованию эффектов риска распределения инвестиций, корреляции и диверсификации ожидаемых инвестиционных доходов. Джеймс Тобин получил Нобелевскую премию «за анализ состояния финансовых рынков и их влияния на политику принятия решений в области расходов, на положение с безработицей, производством и ценами». А Уильям Шарп удостоен Нобелевской премии за работы по теории оценки активов в модели равновесия с факторами риска (САРМ). Блэк и Шолес – за оценивание активов по арбитражной схеме.

Затем появляются многочисленные работы не менее известных авторов в современной финансовой литературе: Engle(1982), Duffie & ali (1997), Gouriéroux & all (2001), которые дают начало так называемой финансовой эконометрике. Речь идет о разработках применяемых на практике:

- модели калибровки (изменение параметров на входе модели до тех пор, пока выходные данные не совпадут с обозреваемыми данными),
- прогнозы рыночных рисков относительно прибыльности и летучести,
- прогнозы индивидуальных рисков кредита,
- установление рейтингов,
- анализ временной структуры нормы прибыли (value of time), и
- контроль за рисками (VaR).

Эти наукоемкие способы расчета эффективности деятельности финансовых институтов способствовали многолетнему усилению значимости финансов в структуре национальных хозяйств большинства стран. Они стали инфраструктурной основой банков и фондов, повысили требования к уровню компетентности работников этого сектора экономики. Интерес к новым знаниям совокупно с привлекательностью доходов в финансовом секторе вызвали все возрастающие потоки талантливой молодежи на финансовые дисциплины ВУЗов. Методы, вместе с тем, оказались настолько сложными, с технической точки зрения, и постоянно совершенствующимися, что контролировать работу операторов стало необычайно трудно. Операционные риски резко возросли и потери финансовых институтов достигли колоссальных цифр, поставив под сомнение существование всей системы мировых финансовых связей.

Типичные задачи фондов, решаемые математическими методами

Исторически сложились два основных способа пенсионного обеспечения: распределительный, основанный на общественной собственности, и накопительный, основанный на частной собственности. Схемы пенсионного обеспечения накопительного типа – это, так называемые, закрытые и открытые фонды. Первые – это юридические субъекты, не имеющие целью получение прибыли и организуемые одним или несколькими работодателями. Они выполняют функции управления договорами, инвестициями активов и выплатами пенсий. Закрытые фонды могут быть организованы таким образом, чтобы давать гарантию относительно определенного уровня выплат (DB defined benefit, фиксированная сумма выплат), либо гарантировать реализацию договорной схемы создания пенсионного обеспечения (DC defined contribution, фиксированные взносы). Открытые формы пенсионного обеспечения – это набор финансовых продуктов, предлагаемые страховыми компаниями.

В системе с фиксированной суммой выплат важным элементом является уровень пенсий, рассчитанный по определенной формуле связывающей этот уровень с историей заработков и законом налогообложения. Пенсии могут выплачиваться регулярно в аннуитете, но могут быть и другие периодичности выплат. Размер пенсии в системе с фиксированными взносами зависит от величины этих взносов. Различие в перераспределительном процессе доходов между поколениями согласно одной или другой системе лежит в степени стабильности налоговой ставки.

Многочисленные модели были разработаны с целью определения правил поведения пенсионных фондов, которые, с одной стороны, позволяли бы распределить риски во времени и, с другой стороны, приводили бы к оптимальным (в динамике) портфелям финансовых товаров при соблюдении ограничений институционального характера. Например, изучается зависимость распределения активов фонда и предполагаемые пенсионные выплаты от степени задолженности фонда (Gollier (2007)). Рассчитываются нормы инвестиций в различные продукты при различных показателях финансового состояния фонда, а также нормативная доля резервов для выплаты пенсий.

Модели используют для сравнения распределительной системы с накопительной системой при различных критериях оптимальности, например, гарантируя уровень пенсий при различной демографической структуре населения, или обеспечение более высокой нормы прибыли в короткой или длинной перспективе. Так модель общего экономического равновесия (Kuznetsov, Ordín (2001)) показывает, что переход от распределительной системы к накопительной не позволяет добиться Парето оптимальности, так как некоторые возрастные группы вынуждены вносить больше в систему для того, чтобы обеспечить накопление капитала.

Разработка эффективных методов для деятельности суверенных фондов благосостояния и методов оценки и контроля за их деятельности - еще более сложная задача, так как нет определенной долгосрочной цели их существования. Одни исследователи (Darolles & Gouriéroux (2008)) предлагают заимствовать методы, разработанные для хедж-фондов. Последние являются инвестиционными продуктами частных банков (и других крупных финансовых институтов), которые рассчитывают свои специфические риски, вынося рейтинговые оценки деятельности этих фондов. Банки также подсчитывают эффективность своей деятельности в терминах прибыльности при различных показателях качества деятельности фондов. Другие (например, Peaucelle (2005)) считают, что пришло время обновить содержимое шкалулки методов национального планирования и использовать их.

3. Потенциалы развития БРИК

В отчете 2003 года одного из самых влиятельных инвестиционных банков Goldman Sachs высказывалась гипотеза о том, что к 2050 году Бразилия, Россия, Индия и Китай превратятся в ведущие страны мира по показателю экономического роста. Индия и Китай могут стать крупнейшими производителями потребительских товаров и услуг, а Бразилия и Россия - главными поставщиками сырья.

Действительно, успехи – значительные. В 2007 году страны БРИК, согласно расчетам в терминах паритета покупательной способности (ППС), представляли 20% мирового ВВП. Их внешние активы были равны 4,1 триллионам долларов в 2007 году, увеличившись на 45% за один только предшествующий год (Jaeger (2009)).

Нас же интересует и другие вопросы, могут ли страны БРИК стать ведущими странами человеческого развития? и какую роль в таком процессе могут сыграть Суверенные фонды благосостояния?

Человеческий потенциал

К экономическим показателям эффективности вида развития основанного на накоплении человеческого потенциала принято относить наукоёмкость и диверсифицированность производственных структур, которые указывают на сложность труда занятых и на их потенциальную способность переквалифицироваться. Наличие такого сложного человеческого потенциала способствует преумножению потоков прямых иностранных инвестиций (ПИИ), которые можно проследить эмпирически.

Прямые иностранные инвестиции в страны БРИК составили 15% мировых потоков капитала в 2005 году, а их отток из БРИК еще незначителен, хотя возрос с 1% в 1990 году до 4% в 2003-2007. До начала экономического кризиса больше всего прямых инвестиций производила Россия. В 2007 году Индия совершила значительные прямые инвестиции. Так в экономику Европейского союза они составили 9,5 миллиарда евро. (Такую пропорцию роста ПИИ со стороны Индии можно объяснить приобретением индийской корпорацией Tata Steel металлургической корпорации Корус (Великобритания), а затем автомобильных компаний Jaguar и Land Rover). В ближайшем будущем Китай сможет выйти на первое место, реализуя свои потенциальные возможности, заложенные в благоприятном состоянии баланса движения капитала. Финансовые притоки, в частности связанные с погашением иностранных задолженностей, могут послужить возрастанию прямых иностранных инвестиций Китая.

Несмотря на бурное развитие экономики, страны БРИК отстают от ведущих стран Америки и Европы и по уровню человеческого развития. При этом они существенно различаются между собой. По отдельным показателям, используемым для расчета индексов развития 179 стран мира, каждая страна этой группы имеет свои серьезные пробелы для преодоления относительного отставания от ведущих сейчас стран.

Таблица 1: Индекс развития человеческого потенциала и составляющих его показателей для стран БРИК и избранных, в качестве критерия расчета, стран, 2006 год

Индекс Человеческого Развития	Предполагаемая продолжительность жизни при рождении (годы)	Уровень грамотности взрослого населения (%)	Посещаемость начального, среднего и высшего образования (%)	ВВП на душу населения (покупательная способность \$США)
1. Исландия (0,968)	1. Япония (82,4)	1. Грузия (100)	1. Австралия (114,2)	1. Люксембург (77,1)
70. Бразилия (0,807)	80. Бразилия (72,0)	70. Бразилия (89,6)	39. Бразилия (87,2)	77. Бразилия (8,949)
73. Российская	121. Российская	11. Российская	49. Российская	55. Российская

Федерация (0,806)	Федерация (65,2)	Федерация (99,5)	Федерация (81,9)	Федерация (13,205)
132. Индия (0,609)	127. Индия (64,1)	118. Индия (65,2)	134. Индия (61,0)	126. Индия (2,489)
94. Китай (0,762)	69. Китай (72,7)	53. Китай (93,0)	113. Китай (68,7)	104. Китай (4,682)
179. Сьерра Леоне (0,329)	179. Свазиленд (40,2)	147. Мали (22,9)	179. Джибути (25,5)	178. Конго (Дем.Респуб.) (281)

Источник: Human Development Reports (UNDP), 2008

Бразилия занимает более или менее средний эшелон среди стран мира по всем показателям, избранным для расчета индекса развития человеческого потенциала. Лучше всего ее оценка в категории «степень вовлечения населения в учебный процесс (начальное, среднее и высшее образование)», хотя при этом среди взрослого населения остается 10,4% безграмотных.

Слабыми местами **России и Индии** является здравоохранение. В России вероятность не достигнуть возраста превышающего 40 лет составляет 10,7%. В Индии еще выше – 16,8%. Критически низким считается вес 46% детей в Индии (от рождения до 5 лет). Большая часть населения этой страны голодает.

В **Индии и Китае** низок средний уровень доходов и образования. Женское население Индии значительно меньше вовлечено в образовательный процесс, чем мужское (89,3% от степени вовлеченности мужчин), и уровень грамотности женщин тоже значительно ниже (а именно, безграмотность среди женщин достигает 34,8%).

Китаю для поддержания экономического роста в предстоящий период, важно перейти к более прозрачной и устойчивой системе финансового посредничества. **России** необходимы медико-санитарные действия по сокращению преждевременной смертности. Они должны способствовать снижению гибели людей, а значит росту и населения трудоспособного возраста, и производительности их труда. **Индийской экономике**, с ее внешнеэкономической ориентацией на высоко- технологические технологии, необходимо осуществить в самое ближайшее время всеобщее начальное образование.

Такие направления политики могут способствовать сокращению масштабов нищеты в странах БРИК. Политика пенсионного обеспечения – это только часть политики накопления человеческого потенциала.

Пенсионные системы в БРИК

Бразилия

Государственные пенсионные расходы Бразилии составляли в 2002 году около девяти процентов ВВП. Их можно считать относительно высокими, если учесть что население страны относительно молодое. Например, в 2003 году медианный возраст здесь был равен 36 годам, а в России он составлял более 43 лет. При этом процент населения старше 65 лет в Бразилии был равен всего 11%, а в России почти 20%. Бразильская пенсионная система страдала многие десятилетия от существования различных режимов для различных слоев работающего населения. Режим для гражданских служащих брал на себя около половины от общего объема пенсионных расходов, хотя пенсионеры государственного сектора составляли лишь 5% лиц пенсионного возраста, что свидетельствует о крайней степени неравенства. Реформы режима для частного сектора (2001 года) были проведены с тем, чтобы добиться более равноправного пенсионного покрытия в стране. Трудности прогнозирования балансового соотношения между выплатами и поступлениями в пенсионные фонды связаны в этой стране с существованием большой доли занятости в

неформальном секторе, весом не пенсионных выплат вмененных системе и с неадекватностью механизма индексации пенсий (Bonturi (2002)).

Россия

До 1990 года в России пенсии выплачивались из бюджета государства всем лицам пенсионного возраста за исключением колхозников. Пенсионный фонд Российской Федерации был образован в 1990 году для государственного управления финансами пенсионного обеспечения, выделенными в самостоятельный внебюджетный фонд. Средства для финансирования выплаты пенсий формируются за счет поступления обязательных страховых взносов работодателей и граждан. Пенсионный фонд является страховщиком по обязательному пенсионному страхованию россиян. В его функции входит: учет страховых средств, назначение и выплата пенсий и других социальных выплат; персонифицированный учет участников системы обязательного пенсионного страхования; взаимодействие с работодателями; выдача сертификатов на получение материнского капитала; управление средствами накопительной части пенсий, которое осуществляется через государственную управляющую компанию (Внешэкономбанк) и частные компании (В 2009 году аккредитованы 53 частные компании); реализацию Программы государственного софинансирования пенсий.

Пенсия по старости в России состоит из трех частей: базовой, размер которой устанавливается законодательно в виде фиксированной суммы; страховой, зависящей от продолжительности активной деятельности и уровня зарплаты отдельных граждан; и накопительной (только у граждан 1967 года рождения и моложе).

Расходование средств Пенсионного фонда Российской Федерации на финансирование выплат населению пенсий и пособий в процентах от ВВП в 2006 году составило 5,6% в 2006 году.

Объем взносов, полученных Пенсионным фондом в 2008 году, составил порядка 2,6 трлн. Рублей (около 0.105 US\$trillions). Выплата пенсий, а также других социальных платежей составила 2,3 трлн. Рублей (около 0.093 US\$trillions). Таким образом, в 2008 году Пенсионный фонд не был дефицитным.

Таблица 2: Россия: Соотношение: работающее население/пенсионеры и динамика пенсий 1995 - 2006

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Численность пенсионеров, приходящаяся на 1000 человек населения	250,5	262,5	265,2	265,1	264,7	266,1	268,4	269,5
Численность занятых в экономике, приходящаяся на одного пенсионера, человек	1,80	1,68	1,68	1,70	1,71	1,74	1,75	1,75
Соотношение среднего размера назначенных месячных пенсий (на конец года), процентов:								
с величиной прожиточного минимума пенсионера	101,0	76,4	89,5	100,0	102,0	106,3	97,8	99,8
со средним размером начисленной заработной платы	39,8	31,2	31,6	31,6	29,8	28,4	27,6	25,6
Реальный размер назначенных месячных пенсий ²⁾ , в процентах к предыдущему году	80,5	128,0	121,4	116,3	104,5	105,5	109,6	105,1

Источник: Федеральная служба государственной статистики.

Существующее демографическое распределение населения на работающих и пенсионеров, хотя и менее «комфортабельное» чем в те годы, когда были введены системы пенсионного обеспечения распределительного типа (около 3 человек работающих на одного пенсионера), не может объяснить необходимости перехода на накопительную схему формирования пенсионных фондов. Складывается впечатление, что

такой переход в России – дань «западной» моде, сложившейся там, в силу ряда своих социально-исторических условий (André (2007)).

Величина пенсий слаба по сравнению с прожиточным минимумом (во многие годы оказываясь ниже прожиточного минимума) и в соотношении со средней заработной платой в стране (около 26% от уровня зарплат).

Индия

Согласно данным ОЭСР (ОЕСД (2009)) только 11,53% трудоспособного населения (от 18 до 59 лет) Индии имеют пенсионное обеспечение. Остальные 284 миллиона человек не имеют никаких социальных гарантий. Среди 37 миллионов имеющих права на социальное покрытие рисков, 22 миллиона – государственные служащие. Для них используется схема расчета пенсионного покрытия по уравнению, связывающему уровень пенсии с уровнем заработка и продолжительностью трудовой жизни (схема DB). Для остальных 15 миллионов трудящихся используется накопительная система с фиксируемыми взносами (DC). Максимальное покрытие пенсией не может превышать 50% условной максимальной зарплаты (6 500 рупий). Возраст выхода на пенсию в накопительной системе – 58 лет с минимумом трудового стажа в 10 лет. Нормальный возраст выхода на пенсию у государственных служащих – 60 лет и 62 года для преподавателей государственных школ. Их трудовой стаж должен быть не менее 20 лет.

Китай

Согласно китайской пенсионной системе (называемой в мировой практике two-tier system), пенсия состоит из базовой части и «обязательных» выплат из индивидуализированных счетов, кредитованных работником и работодателем в годы трудовой деятельности каждого работника. Система разработана для городского работающего населения и параметры расчета выплат зависят от средней заработной платы в соответствующем городе и от величины города, (то есть не на основе национального уровня зарплат).

Базовая часть пенсии вычисляется исходя из формулы: один процент за каждый отработанный год (свыше 15 лет службы) от средней городской зарплаты и индивидуальной зарплаты. Эта часть пенсии индексируется с учетом роста цен и зарплат, которые могут составлять от 40 до 60% роста средней зарплаты.

Для формирования второй трети пенсии, служащие помещают 8% своей зарплаты на индивидуализируемые счета. Кредитованная (но не накопленная) таким образом сумма используется для ежемесячных выплат по старости согласно схеме DC. Для этого на государственном уровне рассчитывается аннуитетный фактор, учитывающий возраст выхода на пенсию и среднюю продолжительность жизни в регионе.

Пенсионный возраст равен 60 годам для мужчин и 55 для женщин (как в России). Пенсию в Китае получает только каждый четвертый человек пенсионного возраста.

БРИК 2009 года: сложности преодоления кризиса

С момента начала мирового финансового и экономического кризиса, потенциальные возможности сохранить накопленные золотовалютные резервы и выйти из кризисного положения собственными усилиями оказались разными у стран БРИК.

В лучшем положении оказался **Китай**. Благодаря сильным общественным финансам, относительно слабой открытости финансовой системы и низкому уровню задолженности частного сектора этой стране легче выдержать привнесённый извне кризис. В Китае движение обменного курса было плавным, по сравнению с другими странами, а сырьевой

зависимости от них не существует. Поэтому в долларовом выражении экономика Китая может даже укрепиться, вернее ей придется укрепляться в долларовом выражении (по словам Поля Кругмана, апрель 2009 г.). Желая сохранить стабильность курса национальной валюты, в годы профицита своей внешней торговли, Китай скупал доллары, которые входили в страну и облигации казначейства США. В настоящее время 70% активов страны представлены в долларах США. Китай не может выставить свои долларовые запасы, не вызвав снижения этой валюты, а значит и снижения стоимости своего капитала. Несмотря на то, что экспорт Китая значительно снизился в первые месяцы 2009 года (на 26% по сравнению с предыдущим годом), его импорт снизился еще больше, а значит, долларовые резервы продолжают увеличиваться.

ВВП России в долларовом выражении может уменьшиться на 20%. Долларовая оценка ВВП является важным фактором при оценке способности страны обслуживать внешний долг.

В России вслед за падением цен на сырьевые продукты, произошел обвал доходов от внешней торговли. Имея профицит в 2006 году, экономика страны столкнулась в 2007 году с дефицитом на уровне 16% ВВП. С середины 2008 года резко уменьшились золотовалютные запасы, они стали значительно меньше совокупного внешнего долга. А он представляет в 2007 году 34% ВВП. При этом, по словам министра финансов (А.Кудрина), лишь 4% составляет государственный долг, остальное – банковский и корпоративный сектор. Из \$450 миллиардов корпоративного долга, \$160 миллиардов необходимо выплатить до конца 2009 года. Правительство России выделило \$50 млрд. долларов на поддержку предприятий. К этому можно добавить, что власти США намерены отказаться от выкупа ценных бумаг и акций терпящих бедствие агентств «Фани» и «Фреди», в которые немало нефтедолларов было вложено российским Минфином (из выступления Е. Примакова 23-12-2008).

Бразилия обладает хорошей демографической структурой по сравнению с другими странами БРИК. Иначе говоря, в Бразилии теоретически менее остро стоит проблема социального и пенсионного обеспечения. Бразилия удерживает баланс во внешней торговле, несмотря на снижение цен на сырьевые продукты.

Индия, начиная с 2006 года, имеет отрицательное сальдо текущего платежного баланса. Предполагается, что дефицит бюджета составит в 2008-2009 2,5% от ВВП. Глобальный финансовый кризис неизбежно повлияет на экспорт страны, который зависит наполовину от услуг, в частности от ИТ-аутсорсинга. Правительство пытается использовать кризис для перестройки экономики. Оно проводит политику поддержки потребления путем: снижения налогов на продукты питания, лекарства, небольшие автомобили и двух и трехколесные транспортные средства. Правительство также начало приводить в жизнь важные программы в области здравоохранения и обеспечения доступа к образованию в сельских районах. Другим вектором политики стало списание долгов мелких фермеров перед банками, чтобы освободить от них до 50 миллионов домашних хозяйств. Это соответствует их кредитованию в размере 16 миллиардов долларов. Шестнадцать новых университетов и три технологических института должны быть созданы, а также пять электростанций. Слабый энергетический сектор является реальным препятствием развития Индии. Она вынуждена импортировать 76% своих потребностей в энергоносителях.

4. Суверенные и пенсионные фонды БРИК в период кризиса

Контролируемые государством фонды дают возможность сохранить часть финансовых рентных доходов для реализации общественных целей будущих поколений. При этом в среднесрочной перспективе они способствуют диверсификации экономик, финансируя новые виды нетоварной человеческой деятельности в своих странах: туризм, культура, наука. Они играют роль стабилизатора в кризисных условиях. Фонды, работая на длинную перспективу, инвестируют в реальную экономику скорее, чем другие финансовые структуры, потому как им не нужны сиюминутные прибыли.

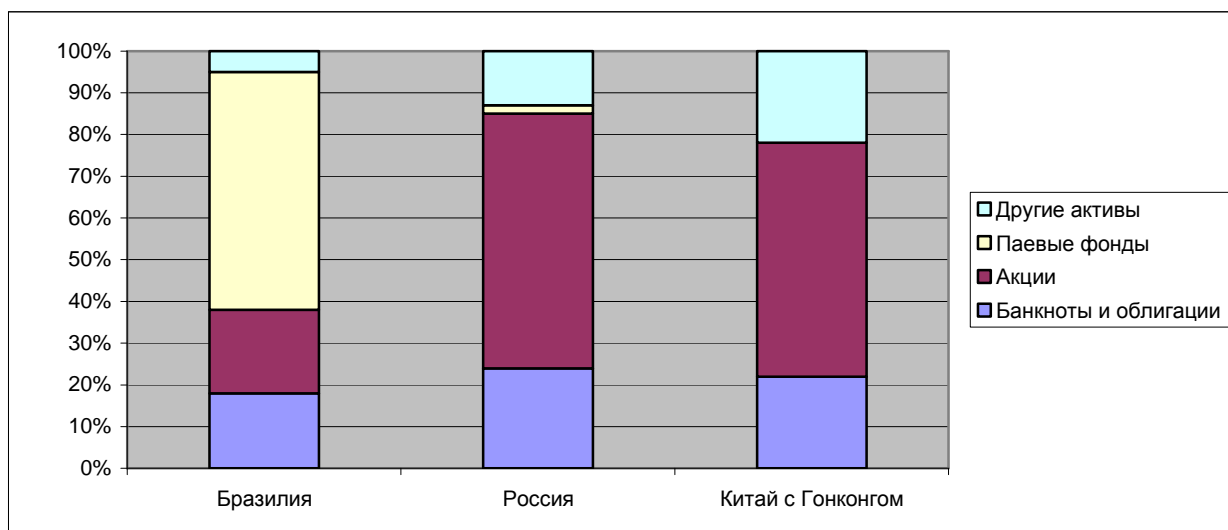
Таблица 3: Совокупные инвестиции в автономные пенсионные фонды в БРИК (миллионы долларов)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
БРИК	71 017	53 469	82 807	160 164	203 290	243 490
Бразилия	71 017	53 469	82 807	105 587	137 558	165 937
Россия	--	--	--	10 589	12 177	15 476
Индия	--	--	--	38 034	45 128	50 659
Китай	--	--	--	5 954	8 426	11 418
Всего в мире	10 820 378	10 022 705	12 349 233	14 186 783	15 544 316	16 860 274

Источник: OECD (2007)

В 2007 году автономные пенсионные фонды в странах БРИК составляли различные пропорции по отношению к их ВВП. Если в среднем в странах ОЭСР они соответствовали примерно 28-ми процентам их экономического потенциала, то в Бразилии -17% ВВП, в России лишь 2%, в Индии 5% и в Китае 1%. При этом, необходимо учесть, что в том же году, в Гонконге (Китай), пенсионные фонды такого типа были весьма значимой частью накопления, представляя 31,2% от их ВВП. Автономные пенсионные фонды стран БРИК инвестируют главным образом в облигации и в обыкновенные акции.

График 2: Структура активов автономных пенсионных фондов в 2007 году (% от общих инвестиций)



Источник: OECD (2007)

В целом в мире пенсионные фонды, как гарантирующие уровень выплат (DB), так и обязующиеся осуществлять договорную схему инвестирования взносов (DC), понесли серьезные убытки в 2008 году. Снижение доходов приводит прямым образом к снижению пенсионных фондов, основанных на схеме DC. Падение акций фондов DB, в которых выплаты рассчитываются в пропорции к уровню зарплат, приводит к увеличению числа фондов с дефицитом, то есть таких, где объем текущих выплат превышает существующий объем капитала. Корпорации, использующие такие схемы, могут быть вынуждены увеличить взносы в пенсионные фонды своих рабочих для покрытия дефицита. При этом в условиях кризиса, эти действия могут вызвать дополнительные финансовые трудности для функционирования предприятий и поэтому уменьшить шанс предоставления такого рода пенсионных обязательств для вновь нанимаемых служащих.

Список главных суверенных фондов БРИК

- 1) Суверенные фонды накопления богатств, входящие в список 35 крупнейших суверенных фондов по величине активов на начало 2009 года.

Это:

4-ая в списке Инвестиционная Компания **Китая** (SAFE, Investment Company) – 311.6 \$Billion,

7-ой в списке Резервный фонд и Фонд национального благосостояния **Российской Федерации** (год создания 2008), - 225.1 \$Billion

8-ая в списке **Китайская** Инвестиционная Корпорация (China Investment Corporation, год создания 2007), - 200 \$Billion

9-ый в списке Инвестиционный портфель монетарного агентства **Гонконга** (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio, год создания 1998) – 173 \$Billion,

12-ый в списке Национальный Фонд социального Страхования **Китая** (National Social Security Fund, год создания 2000), 74 \$Billion. В январе 2008 года он был 70,731 \$millions (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt)

34-ый в списке Суверенный Фонд **Бразилии** (Sovereign Fund of Brazil, год создания 2009) – 5.9 \$Billion

- 2) Суверенные пенсионные фонды:

Национальный Фонд социального Страхования **Китая** (National Social Security Fund) – 36.195 \$billions, 2006, (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt),

Индийский Employees' Provident Fund – 31.581 \$billions, 2006, (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt), (в 2000 году средства находящиеся в распоряжении этого государственного фонда составляли 4,5% ВВП Индии) .

В январе 2008 году его активы составляли 43,116 \$millions (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt)

- 3) Пенсионные фонды:

Бразильский фонд Previ – 49.580 \$billions, 2006, (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt). В январе 2008 года его активы составляли 77,616 \$millions (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt)

Бразильский фонд Petros, - 15.261 \$billions, 2006, (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt). В январе 2008 года его активы составляли 22,032 \$millions (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt)

Бразильский фонд FUNCEF, - 11.970 \$billions, 2006, (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt). В январе 2008 года его активы составляли 18.012 \$millions (источник : Pensions & Investments and Watson Wyatt)

Бразилия: планируемое создание Фонда Национального Благосостояния для содействия экспортной деятельности

Бразильских суверенных фондов накопления среди 35-ти крупнейших в мире на начало 2009 года не было. Имея значительные резервы иностранной валюты (195,3 биллиона долларов) в стране, бразильское правительство приступила к формированию такого фонда (Banco central do Brazil) в 2009 году. Для финансирования Фонда национального накопления предполагается продать облигации казначейства, несмотря на существующие законодательные барьеры, лимитирующее денежное предложение. Фонду, с активами в объеме 5,9 \$billions вменяется содействовать национальным предприятиям в их экспортной деятельности. Он должен стать механизмом анти-цикличности и способствовать инвестициям внутри страны. Планируется преимущественно использовать, в виде финансовых инструментов, корпоративные долговые обязательства, нежели участие в капитале фирм.

Пенсионные фонды Бразилии (358 единиц) обслуживали в 2004 году 2 388 646 человек (Dias (2006)). Частные фонды обслуживали около 60% бенефициаров, остальные 40% - были обслужены общественными фондами. При этом частные фонды сосредотачивали 37% инвестиционных активов, а общественные – 63%.

Пенсионный фонд Previ (Pension Bank for Banco do Brasil staff) был создан для обслуживания служащих Банка Бразилии. Это самый большой пенсионный фонд, а Банк Бразилии – самый крупный банк страны. Он управляет двумя пенсионными планами (Plano 1 и Plano Fututro) и накопительным фондом (Plano Peculio). Первый из них, типа DB – Defined Benefits plan, закрыт для новых участников с декабря 1997 года. Второй относится к категории планов с переменными взносами, то есть он действует по схеме DC – Defined Contribution – в накопительный период и по схеме DB, когда служащий выходит на пенсию. Прибыльность фонда в 2007 году была равна 37,08% (согласно годовому отчету). Он сосредотачивал 31% всех активов бразильских пенсионных фондов и гарантировал средние выплаты, вдвое превышающие средние выплаты всех бразильских фондов (включая его самого).

Если судить по изложениям в Отчете за 2007 года, механизмы деятельности фонда Previ соответствуют мировым стандартам портфельного искусства и стандартам разработки прогноза и контроля рисков. Но с начала кризиса и до сентября 2008 года фонд потерял 5.29 \$billions. Норма прибыли 2008 года была негативной - 11,4%.

В январе 2009 года было решено сосредоточиться на инвестировании инфраструктуры.

Россия: предполагаемое создание госкорпорации для управления Фондами

Резервный фонд Российской федерации – часть средств федерального бюджета, обособленных и управляемых в целях использования его капитала в случае недостаточности нефтегазовых доходов для финансового обеспечения экономических планов. Фонд был сформирован 1 февраля 2008 года. Федеральным законом устанавливается нормативная величина Резервного фонда в абсолютном размере, определяемая исходя из 10% прогнозируемого объема ВВП на соответствующий плановый период. Фонд формируется за счет нефтегазовых доходов федерального

бюджета в объеме, превышающем утвержденную величину нефтегазового трансферта, и за счет доходов от управления его средствами.

Фонд национального благосостояния России сформирован также 1 февраля 2008 года. Он является частью федерального бюджета и его целью является софинансирование добровольных пенсионных накоплений граждан и покрытие дефицита Пенсионного фонда России. Фонд формируется за счет нефтегазовых доходов федерального бюджета в объеме, превышающем утвержденную величину нефтегазового трансферта, за счет доходов от управления его средствами и перевода средств из Резервного фонда, если последний превышает норму 10% ВВП. Главная цель Фонда Национального благосостояния – достижение таких его размеров, которые позволили бы обеспечить финансовую устойчивость Пенсионного фонда в будущем.

В марте 2009 года совокупный объем Резервного фонда составляли 4 869,74 млрд. рублей, что эквивалентно 136,33 млрд. долларов США, а совокупный объем Фонда национального благосостояния – 2 995,51 млрд. рублей, что эквивалентно 83,86 млрд. долларов США. (Информационное сообщение об использовании нефтегазовых доходов федерального бюджета, МФР, 02.03.2009).

Средства суверенных фондов размещаются на счетах Центрального банка России в иностранной валюте (доллары США, евро и фунты стерлингов). Центральный банк является основным агентом по управлению, и за пользование денежными средствами уплачивает проценты. Правительство устанавливает перечень требований к финансовым активам, согласно которому рассчитывается виртуальная модель портфеля финансовых инструментов и величина средней доходности. Финансовые активы с высоким уровнем риска не входят в перечень активов, разрешенных для проведения операций. Средства финансируются только в суверенные долговые обязательства, в долговые бумаги иностранных агентств и центральных банков, а также в долговые обязательства международных финансовых организаций.

В начале 2009 года, в условиях кризиса для повышения эффективности управления, министерство финансов предложило создать некоммерческую государственную корпорацию Росфинагенство по управлению двумя суверенными фондами, пенсионными накоплениями граждан, доверивших свои пенсионные сбережения государству, а также и внешним и внутренним долгом Российской Федерации. На фондовый рынок России в этом случае может поступить около 7 трлн. Рублей.

Индия: предполагается создать суверенный фонд для поддержания темпов роста

До настоящего времени в Индии не существует суверенных фондов накопления. В 2008 году правительство обсуждало вопрос о создании такого фонда, который способствовал бы поддержанию темпов экономического роста. Резервный Банк Индии не намеривался осуществлять администрацию Фонда, если таковой должен был быть создан, и предлагал создать автономный комитет. По своему уставу Резервный Банк Индии не имеет право использовать фонды в иностранной валюте для инвестирования за границу в другие финансовые инструменты, нежели казначейские документы.

Крупнейшим суверенным пенсионным фондом Индии является Employees' Provident Fund. Это накопительный централизованный фонд, работающий по схеме гарантируемых взносов (DC). Управление активами осуществляется советом управляющих, членами которого являются представители государства, профсоюзов и промышленных предприятий. Фонд преимущественно инвестирует свои активы в национальные

государственные облигации, долговые обязательства государственных предприятий и в проекты социального назначения.

В ноябре 2008 года государство приняло решение, согласно которому с января 2009 года обязательные взносы в Фонд Employees' Provident Fund будут снижены с 11% до 8% зарплаты, и это правило будет действовать в течении 2-х лет. Согласно министру финансов Индии, снижение нормы обязательных взносов должно способствовать увеличению покупательной способности населения, охваченного этим пенсионным фондом. В период экономического кризиса эта мера может способствовать расширению потребления, а значит поддержанию экономической активности в стране. Аналогичные меры были использованы уже в 2001 и в 2003 годах. В отчетном документе Фонда указывается, что норма прибыли фонда будет поддерживаться на уровне 8,5% в 2008-2009 годах, что не удовлетворяет представителей профсоюзов входящих в состав совета Фонда. В предыдущем году уже 40 миллионов участников Фонда получили доходы с таким уровнем нормы прибыли.

Китай: конкуренция двух крупных суверенных фондов не нефтедолларового происхождения

Инвестиционная компания государственного валютного управления (SAFE Investment Company) существует с 1997 года. Компания управляет золотовалютными резервами Китая. В списке крупнейших суверенных фондов мира она занимает 3-ью позицию. Источниками накопления не являются нефтедоллары, как, например, в Российских Суверенных Фондах. Первые годы эта Инвестиционная компания размещала свои активы в надежные, но низкооплачиваемые финансовые инструменты. Но позже, с появлением конкурирующей государственной компании China Investment Corporation, весной 2007 года, она начала активно скупать акции и высоко-рискованные облигации и производить прямые инвестиции, в частности в компании нефтяной промышленности Западно Европейских стран (Total, BP, Royal Dutch Shell Plc). Между летом 2007 и летом 2008 года Китай увеличил портфель американских частных ценных бумаг в три раза.

Падение фондовых рынков в 2008 году привело к потерям Фондом десятков миллиардов долларов.

Созданная в 2007 году Китайская Инвестиционная Корпорация (China Investment Corporation) занимает 8-ое место среди 35-ти самых больших Суверенных Фондов мира. Источниками фонда являются прибыли китайских предприятий экспортеров. Правительство выпускает облигации и другие ценные бумаги, скупая излишки валюты у коммерческих банков. Образующиеся валютные резервы инвестируются преимущественно в казначейские облигации США, но и в более рискованные активы для получения большей прибыли. Две трети своего капитала Фонд (China Investment Corporation) размещает в Китае. Главный директор Фонда считает, что у комитета по инвестиционным решениям и у группы управления риском еще отсутствует опыт, а располагают они огромным количеством денег, что приводит к серьезным просчетам. Так были произведены инвестиции в крупные американские финансовые корпорации, где цена бумаг опустилась ниже уровня первичного размещения.

Фонд не привлекает видных специалистов других стран, в частности потому, что не может по закону предложить им бонусы и фондовые опционы, напрямую связанные с показателями деятельности Фонда. В принципе предполагается, что Китайская Инвестиционная Корпорация будет функционировать как пенсионный фонд.

В связи со снижением цен акций ведущих компаний мира Китай, обладающий по-прежнему огромными валютными запасами, по-видимому, будет вкладываться в ценные бумаги энергетических и добывающих отраслей.

Дискуссия : Методы регулируемого развития с использованием системы инвестиционных и пенсионных суверенных фондов

Суверенные фонды как пенсионные, так и инвестиционные накопительные, являются новыми институтами финансовой политики государств БРИК. Все они имеют основной целью гарантировать и преумножить благосостояние населения. Суверенные пенсионные фонды в своей деятельности опираются на новейшие теоретические разработки и опыт их применения в финансовых сферах развитых капиталистических стран. Несмотря на это, а возможно из-за этого, с началом финансового кризиса 2008 года они понесли значительные убытки. Суверенные инвестиционные фонды еще не разработали своего набора инструментов для прогнозирования деятельности, а неолиберальные подходы индивидуального поведения им не подходят. Имея в своей основе общественную собственность (рентные доходы от использования природных преимуществ национального положения и/или государственные доходы от производительной деятельности населения страны), суверенные фонды могут обратиться к разработкам в области планирования. Многие должны быть пересмотрены в этом разделе экономической мысли начиная с содержания самого принципа, где финансам уделялось самое незначительное место. Проведенный анализ деятельности фондов в странах БРИК, кратко изложенный в данном тексте, показывает необходимость работ над созданием инструментов гетерархического макро-регулирования, в котором финансы Суверенных фондов накопления могли бы занять одно из ведущих мест.

Литература

Аникин, А.В. (1971) *Юность науки*, Издательство политической литературы, Москва

Маркс, К. (1867) *Капитал*, том 3.

André, C. (2007) *Privatisation and pension systems in Western Europe*, International Conference: "The impact of liberalisation and privatisation on social services", Vienna, 4-5 mai

Black, F. & Scholes, M. (1973) "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, vol.81, pp.637-659

Bonturi, M. (2002) "The Brazilian Pension System: Recent Reforms and Challenges Ahead", OECD Economics Department Working Papers, No. 340, OECD Publishing

Clark, G. (2000) *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press

Darolles, S., Gouriéroux, C. (2008) *Conditionally Fitted Sharpe Performance with an Application to Hedge Fund Rating*, CREST Working Paper

Dias, L. (2006) *Governance of Brazilian Pension Funds*, bepress Legal Series Working Paper 1447

- Duffie, D., Singleton, K. (1999) "Modeling term structures of defaultable bonds" *The Review of Financial Studies*, 12, pp.687-720
- Jaeger, M. (2009) *BRIC outward FRI – the dragon will outpace the jaguar, the tiger and the bear*, Deutsche Bank Research, February, 9.
- Gollier, Ch. (2007) *Intergenerational Risk-Sharing and Risk-taking of Pension Fund*, CEFifo, W.P. n°1969
- Gouriéroux, C., Josiák, J. (2001) *Financial Econometrics*, Princeton University Press
- Kuznetsov, A., Ordin, O. (2001) *Pension Reform in Russia: A General Equilibrium Approach*, Moscow: EEPC, pp.1-35
- Markowitz, H.M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons.
- Montagne, S. (2006) *Les Fonds de pension. Entre protection sociale et spéculation financière*. Odile Jacob, Paris
- OECD (2009) *Pensions at a Glance*, Special edition: Asia/Pacific
- OECD (2007) *Pension Markets in Focus*: November 2007, Issue 4
- Peaucelle, I. (2008) *The Formation of Financial Industries in USA, France and Russia*, EEP/PSE n°2008-08
- Peaucelle, I. (2005) *Les théories de la planification et la régulation des systèmes économiques*, PSE, Document n°2005-29.
- Sharpe, William F. (1964). "Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". *Journal of Finance* XIX (3): 425–42.
- Tobin, J. (1958). "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk". *Review of Economic Studies* 25.1: pp.65–86.