

## Влияние мирового финансово-экономического кризиса на пенсионную систему Чили

*Мировой финансовый кризис 2008 года стал серьезным испытанием для пенсионных систем индивидуальной капитализации. Небывало высокая отрицательная рентабельность пенсионных фондов в период кризиса была воспринята многими как свидетельство принципиальной несостоятельности системы. Однако ретроспективный анализ влияния кризиса на существующую уже тридцать лет чилийскую пенсионную систему приводит к прямо противоположному выводу. Управление финансовыми активами пенсионных фондов нацелено на долгосрочный эффект, и периодические кратковременные финансовые кризисы не приводят к катастрофическим последствиям ни для пенсионных накоплений, ни для выплачиваемых пенсий. Чилийский опыт наглядно демонстрирует, что при достаточно жестком государственном регулировании инвестиционной деятельности пенсионных фондов система индивидуальной капитализации является жизнеспособной не только в теории, но и в реальных финансово-экономических условиях.*

В.В. Коровкин,  
Г.В. Кузнецова

УДК 368 (83)  
ББК 65.9(2)-97  
К-681

Чили является первой страной в мире, создавшей и внедрившей в жизнь систему обязательного индивидуального пенсионного накопления. За долгий период ее функционирования (с 1981 г.), сопоставимый со средней продолжительностью трудовой жизни работника, она доказала свою устойчивость как перед лицом внутренних, так и международных экономических потрясений. Так, чилийская пенсионная система достаточно легко преодолела и проблемы, которые испытывали в 1995 году энергетические и телекоммуникационные компании страны, и азиатский «грипп» 1998 года, и финансовые потрясения, вызванные террористическими актами в Нью-Йорке в 2001 году. Кризис 2008 года оказался более тяжелым испытанием не только из-за его небывалых масштабов, но и в связи с возрастанием зависимости чилийских пенсионных фондов от конъюнктуры мировых финансовых рынков, связанной с политикой либерализации государственного регулирования и ростом доли их зарубежных инвестиций. Однако и он подтвердил жизнеспособность чилийской системы.



В Чили созданы и действуют пять типов пенсионных фондов, отличающихся по степени инвестиционных рисков: А (самые высокие риски), В, С, D и Е (самые низкие риски). Базовым является фонд С. Законом устанавливаются максимально допустимые пределы инвестиций в финансовые инструменты с переменным доходом (акции) и государственные (или гарантированные государством) ценные бумаги (таблица 1). При этом первый предел фиксирован законом, а второй устанавливается Центральным банком Чили [1]. Одновременное регулирование инвестиционных пределов по двум противоположным видам финансовых инструментов позволяет добиться желаемой структуры инвестиционных портфелей различных типов пенсионных фондов независимо от субъективных устремлений конкретных управляющих компаний.

*Таблица 1*

**Максимально допустимые пределы инвестиций пенсионных фондов различных типов в некоторые финансовые инструменты**

Тип фонда	Значение предела, % от объема фонда	
	Инструменты с переменным доходом	Государственные ценные бумаги
А	80%	40%
В	60%	40%
С	40%	50%
D	20%	70%
Е	5%	80%

**Источник:** Ley № 20.255, art. 91, n. 31e; Banco Central de Chile. Compendio de Normas Financieras, Capítulo III.F.4

Законом также устанавливаются пределы допустимого участия в портфеле каждого фонда зарубежных инвестиций. Впервые они были разрешены в 1990 году, когда национальный рынок начал становиться слишком узким для непрерывно возрастающих объемов аккумулированных в пенсионных фондах средств. При этом был установлен максимальный лимит в размере 20%. С IV квартала 2008 года помимо общего предела, устанавливаются ограничения для каждого фонда в отдельности. С 03.08.2009 г. нормативы лежат в диапазоне от 80% для фонда А (законодательством допускается до 100%) до 25% для фонда Е (законодательством допускается до 35%) [2]. По состоянию на середину 2008 года более 90% зарубежных активов пенсионных фондов было представлено финансовыми инструментами с переменным доходом, изменение рыночной стоимости которых и определяет их рентабельность.

Надо сказать, что сами пенсионные отчисления участников системы, как показывают расчеты, могут обеспечить норму замещения доходов при выходе на пенсию не более 26%, и то при условии, что работник отчисляет 10% заработка на протяжении 34 лет своей трудовой жизни. Чтобы достичь планировавшейся в начале реформы средней нормы замещения в размере 70%, среднегодовая рен-

табельность пенсионных фондов в реальном исчислении должна быть не менее 4,7%, что может быть достигнуто только высокими инвестиционным доходами.

Участникам пенсионной системы предоставлено право свободного выбора между указанными типами пенсионных фондов для размещения своих пенсионных накоплений (с некоторыми возрастными ограничениями в отношении наиболее рискованного фонда). Если право свободного выбора остается не реализованным, то применяется установленная схема перевода пенсионных накоплений в менее рискованные фонды по мере приближения участника к пенсионному возрасту. Это обеспечивает участникам пенсионной системы достаточно широкие возможности выбора соотношения рентабельности и инвестиционных рисков в соответствии с личными предпочтениями. На конец октября 2011 г. средства в фондах оказались распределены следующим образом: А – 18,8%, В – 18,7%, С – 40,5%, D – 14,5%, E – 7,5%.<sup>1</sup>

Управление средствами пенсионных фондов в Чили осуществляется частными компаниями, называемыми Администраторами пенсионных фондов (АПФ). Деятельность этих структур вполне транспарентна: ежедневно публикуются данные о движении на их счетах и рыночной стоимости активов. Каждый АПФ обязан ежемесячно оценивать рентабельность всех находящихся в его управлении фондов за истекшие 1 и 12 месяцев, а также их среднюю рентабельность в годовом исчислении за последние 36 месяцев и за все время существования данного фонда. При этом расчетная рентабельность включает в себя не только доходы в виде дивидендов, процентов и т.п., но и изменение рыночной стоимости активов данного фонда за соответствующий период. При расчете оценка стоимости квоты производится в разработанных Центральным банком Чили официальных ежедневно индексируемых условных единицах UF (Unidad de Fomento) по их значению на соответствующий день, что позволяет отражать рентабельность в реальном выражении с исключением инфляционной составляющей [4]. Необходимость ежедневного перерасчета обусловлена наличием права у участников пенсионной системы индивидуальной капитализации в любой момент перевести свои накопления из одного АПФ в другой.

Исходным фондом, с которого начиналась чилийская пенсионная система, является фонд С. Его статистику можно проследить, начиная с 1981 г. (рис. 1)<sup>2</sup>. До мирового финансового кризиса 2008 года ежегодная рентабельность фонда в реальном выражении оказывалась отрицательной лишь дважды: в 1995 и 1998 годах (соответственно –2,52% и –1,14%). Исторический максимум составил почти 30% в 1991 году. Средняя рентабельность пенсионного фонда за все время его существования вплоть до конца 2007 года оценивалась в 10%.

---

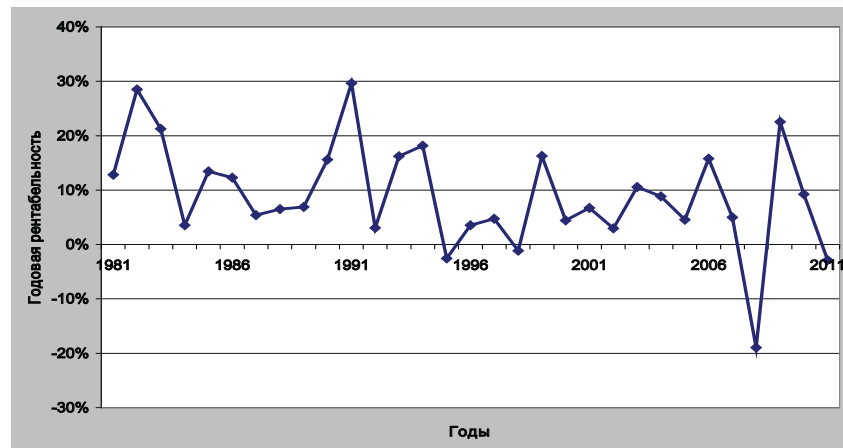
<sup>1</sup> [http://www.safp.cl/573/articles-7827\\_recurso\\_1.pdf](http://www.safp.cl/573/articles-7827_recurso_1.pdf)

<sup>2</sup> Здесь и далее речь идет об усредненной ежегодной рентабельности пенсионных фондов соответствующего типа по всем АПФ в целом.



Рисунок 1

*Динамика изменения годовой рентабельности пенсионного фонда типа С (данные за 2011 год соответствуют периоду с ноября 2010 по октябрь 2011 года)*



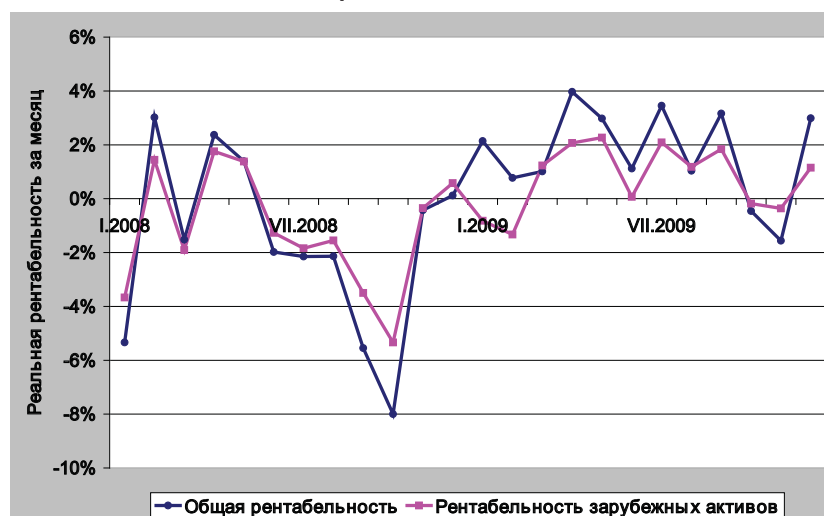
**Источник:** Подсчитано по статистическим данным Инспекции по пенсиям: [www.safp.cl/safpstats/stats/.sc.php?\\_cid=16](http://www.safp.cl/safpstats/stats/.sc.php?_cid=16)

В результате мирового финансового кризиса реальная рентабельность фонда С за 2008 год упала до небывалого до этого отрицательного значения  $-18,94\%$ . Это было эквивалентно потере не только инвестиционных доходов, но и вновь уплаченных пенсионных взносов более чем за три года. В результате средняя реальная рентабельность за весь период существования фонда с учетом 2008 года снизилась до  $8,79\%$  [6].

Столь сильное влияние финансового кризиса наглядно продемонстрировало резко усилившуюся связь чилийских пенсионных фондов с мировыми финансовыми рынками. Вплоть до начала 2000-х годов инвестиции пенсионного фонда С были сосредоточены в пределах национальной экономики. К середине 2008 года доля зарубежных активов в инвестиционном портфеле фонда достигла  $27\%$ . Падение их рыночной стоимости и внесло основной вклад в отрицательную рентабельность фонда в период кризиса (рис. 2). Их средняя месячная рентабельность за 2008 год составила  $-1,19\%$  при общей средней месячной рентабельности  $-1,68\%$ .

Рисунок 2

Динамика изменения месячной рентабельности пенсионного фонда С за период 2008 – 2009 годов



**Источник:** Подсчитано по данным ежемесячных бюллетеней Inversiones y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones за период с января 2008 по декабрь 2009 гг.

Вместе с тем, временная отрицательная рентабельность пенсионного фонда сама по себе еще не означает реальной потери соответствующей части пенсионных накоплений. Для фондов реальными эти потери становятся лишь при продаже соответствующих активов в период кризиса, а для конкретного участника пенсионной системы - в случае перевода им пенсионных накоплений из более рискованного фонда в менее рискованный. Следует отметить, что кризисные явления не привели к поспешным действиям ни со стороны АПФ, ни со стороны вкладчиков. Степень доверия к АФП оказалась достаточно высокой, что было связано с разумностью и адекватностью принятых АФП мер. Новые инвестиции в акции зарубежных компаний практически прекратились и поступающие в виде пенсионных отчислений средства направлялись, в основном, на приобретение облигаций крупных чилийских компаний. За период с августа 2008 по апрель 2009 года на эти цели была израсходована сумма, приблизительно эквивалентная 3 млрд долларов США. Из них более 2,4 млрд составили облигации компаний реального сектора экономики и только около 0,6 млрд – облигации банков. Всего за указанный период облигации были выпущены 28 крупнейшими чилийскими компаниями на общую сумму 4,6 млрд долларов США и АПФ приобрели более 50% из них. Средняя фикс-

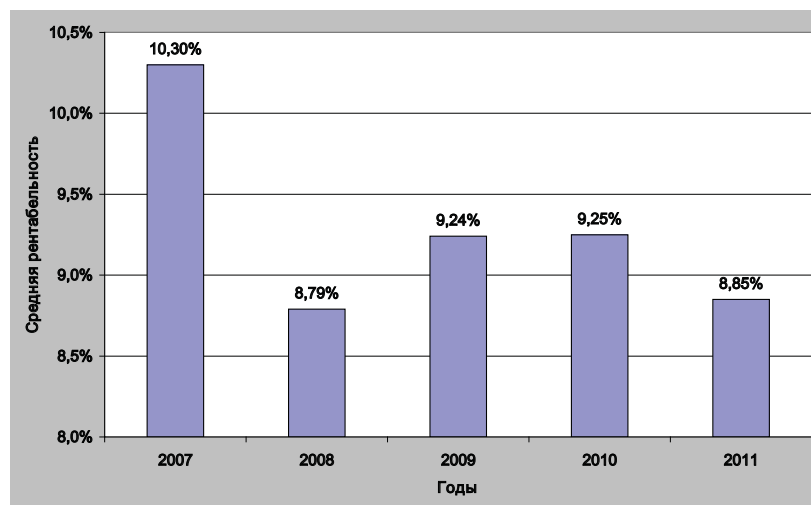


сированная доходность выпущенных облигаций составила 4% - 4,5% в реальном выражении, средние сроки погашения – от 4 до 8 лет. Таким образом, инвестиционная политика АПФ, по самой своей природе нацеленных на долгосрочные финансовые вложения, способствовала и преодолению внутреннего финансово-экономического кризиса. Общий объем вложений средств пенсионных фондов в облигации чилийских компаний и финансовых институтов увеличился приблизительно на 20% и в апреле 2009 года превысил сумму, эквивалентную 18,5 млрд долларов США. Из них на долю реального сектора экономики приходится 10,4 млрд. Основная часть инвестиций в реальный сектор экономики сосредоточена в энергетике, секторе услуг, объектах инфраструктуры (метро и платные автотрассы) и горнодобывающей отрасли [5].

Потери, понесенные в 2008 году, были полностью восстановлены уже к концу следующего года, а значение квоты пенсионного фонда вернулось к уровню конца 2007 года. Средняя рентабельность за включающий кризис трехлетний период 2007 – 2009 годов оказалась хотя и низкой, но положительной - 1,41% [6]. Долгосрочным последствием кризиса стало некоторое снижение средней рентабельности фонда за весь период его существования (рис. 3).

Рисунок 3

**Средняя рентабельность пенсионного фонда С за весь период его существования на конец соответствующего года (для 2011 года – на конец октября)**



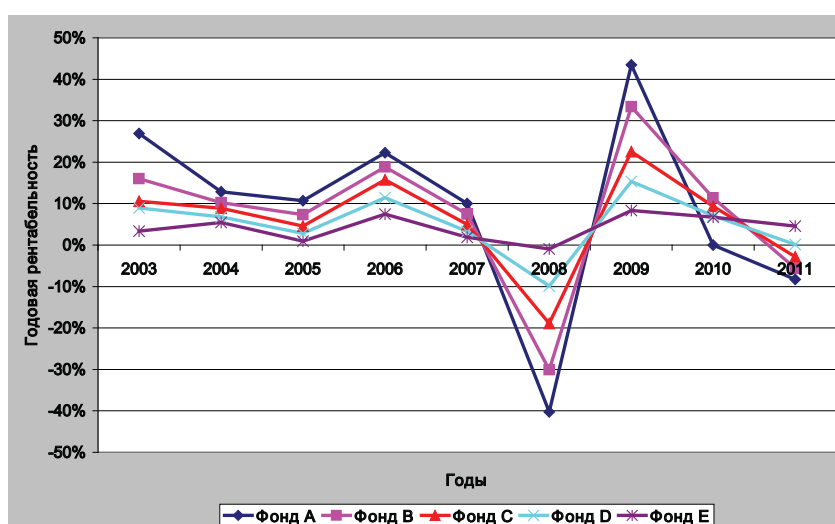
**Источник:** Подсчитано по данным ежемесячных бюллетеней Inversiones y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones за декабрь 2007 – 2010 гг. и октябрь 2011 г.

Ухудшение ситуации на основных финансовых рынках Европы в середине 2011 года вновь привело к отрицательной рентабельности чилийских пенсионных фондов, хотя на сей раз ее абсолютная величина сравнима со значениями 1995 и 1998 годов. В результате начавшая восстанавливаться после кризиса 2008 года средняя рентабельность фонда С вернулась почти к кризисному уровню. Однако и в этом случае ее уменьшение по отношению к докризисному значению не превышает 15%.

Динамика изменения рентабельности фондов других типов полностью аналогична динамике изменения рентабельности фонда С (рис. 4). Влияние финансового кризиса на фонды с наибольшими рисками было, естественно, сильнее, чем для менее рискованных фондов. Однако его последствия и в этом случае не стали катастрофическими.

Рисунок 4

**Динамика изменения годовой рентабельности пенсионных фондов различного типа за период их совместного существования** (данные за 2011 год соответствуют периоду с начала ноября 2010 по конец октября 2011 года)



**Источник:** Подсчитано по статистическим данным Инспекции по пенсиям: [www.safp.cl/safpstats/stats/.sc.php?\\_cid=16](http://www.safp.cl/safpstats/stats/.sc.php?_cid=16)

Как и в случае фонда С, основной вклад в отрицательную рентабельность всех остальных пенсионных фондов, кроме фонда Е, в период финансового кризиса внесло падение стоимости их зарубежных активов. В частности, в октябре 2008 года, когда месячная отрицательная рентабельность пенсионных фондов достигла максимальных по абсолютной величине значений, вклад рентабельности зарубежных активов в ее суммарное значение составил:



- 18,71 процентного пункта из 21,28% для фонда А,
- 11,67 процентного пункта из 14,25% для фонда В,
- 5,34 процентного пункта из 8,00% для фонда С и
- 2,04 процентного пункта из 4,00% для фонда D.

Вклад же падения стоимости акций чилийских национальных компаний и паев в национальных инвестиционных фондах составлял всего лишь от 0,64 процентного пункта для фонда D до 1,86 процентного пункта для фонда А. [6]. Влияние кризиса на среднюю рентабельность наиболее рискованных фондов за весь период их существования оказалось значительно сильнее, чем для фонда С, но это объясняется лишь краткостью периода осреднения (таблица 2).

Таблица 2

**Средняя годовая рентабельность пенсионных фондов различного типа за период с сентября 2002 года**

Тип фонда	Значение средней рентабельности по состоянию на:				
	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.10.2011
<b>А</b>	15,78%	4,21%	8,90%	9,22%	7,31%
<b>В</b>	11,27%	3,33%	7,03%	7,53%	6,15%
<b>С</b>	8,32%	3,42%	5,86%	6,28%	5,34%
<b>D</b>	6,12%	3,43%	4,99%	5,24%	4,75%
<b>Е</b>	3,38%	2,74%	3,37%	3,86%	3,86%

**Источник:** Подсчитано по данным ежемесячных бюллетеней Inversiones y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones за декабрь 2007 – 2010 гг. и октябрь 2011 г.

Анализируя влияние мирового финансового кризиса на пенсионные фонды с наибольшими финансовыми рисками, следует иметь в виду, что подавляющее большинство их вкладчиков далеки от пенсионного возраста. Поэтому достаточно длительный восстановительный период не имеет для них существенного значения.

Наибольшую финансовую устойчивость в период кризиса продемонстрировал наиболее консервативный фонд Е, инвестирование средств которого в финансовые инструменты с переменным доходом в небольших размерах были допущены только со второй половины 2008 года. В период кризиса его средняя рентабельность по отношению к предкризисному значению сократилась всего лишь на 19%. К концу 2009 года предкризисный уровень был полностью восстановлен, а в конце 2010 года и заметно превзойден. Ситуация 2011 года не оказала на нее никакого влияния. Однако какого-либо существенного значения в пенсионной системе индивидуальной капитализации Чили данный фонд в настоящее время не имеет. В декабре 2010 года на долю данного фонда приходилось только 3,1% общей суммы пенсионных накоплений. Уровень его средней рентабельности не может обеспечить норму замещения доходов, планировавшуюся при проведении пенсионной



реформы 1980 года, без повышения ставки пенсионных отчислений, которая с 1981 года поддерживается постоянной (10%).

Все вышеизложенное относится к средневзвешенным значениям рентабельности пенсионного фонда каждого типа по всем АПФ в целом, но в части общих тенденций в равной степени применимо к каждому АПФ в отдельности. Их инвестиционные портфели, а, следовательно, и определяемая условиями финансового рынка рентабельность инвестиций по аналогичным фондам очень схожи. Это объясняется одновременным воздействием двух факторов. Во-первых, проявляется достаточно жесткое государственное регулирование инвестиционных рисков. Во-вторых, само наличие рынка пенсионных услуг исключает возможность существования АПФ с результатами, систематически более низкими, чем у остальных, что заставляет все АПФ подтягиваться к уровню наиболее эффективных. Относительные отклонения от общего среднего уровня рентабельности для каждого конкретного АПФ невелики, и финансовый кризис 2008 года не привел к их увеличению. Надо сказать, что, хотя общий объем накоплений в чилийских негосударственных фондах к концу 2011 г. снизился по сравнению с 2010 г. на 1,4%, общая сумма остается внушительной – 142,8 млрд долл. (около 50% ВВП).<sup>3</sup>

При оценке влияния финансового кризиса на размеры выплачиваемых и вновь назначаемых пенсий следует иметь в виду, что в Чили пенсионерам с некоторыми ограничениями предоставляется право выбора между различными формами выплаты пенсии. Двумя основными формами являются пожизненная рента и программируемое изъятие пенсионного вклада<sup>4</sup>. При пожизненной ренте пенсионер утрачивает право собственности на пенсионные накопления, которое переходит к выбранной им страховой компании. В обмен на это страховая компания обязуется выплачивать пенсионеру до конца его жизни определенную пенсию, фиксированную в реальном выражении (в условных единицах UF), а после его смерти – установленные законом пенсии иждивенцам. Страховая компания принимает на себя инвестиционные риски и риски долголетия, естественно, учитывая их компенсацию при расчете размера пенсии. Выбор пенсии в форме пожизненной ренты является окончательным, и заключенный договор не подлежит какому-либо изменению ни со стороны пенсионера, ни со стороны страховой компании.

При программируемом изъятии пенсионного вклада право собственности на пенсионные накопления остается за пенсионером. В соответствии с этим на него ложатся инвестиционные риски и риски долголетия. Выплата пенсии производится только в пределах пенсионных накоплений и прекращается при их полном исчерпании. При наличии остатка пенсионных накоплений после смерти пенсионера

<sup>3</sup> [http://www.safp.cl/573/articles-7827\\_recurso\\_1.pdf](http://www.safp.cl/573/articles-7827_recurso_1.pdf)

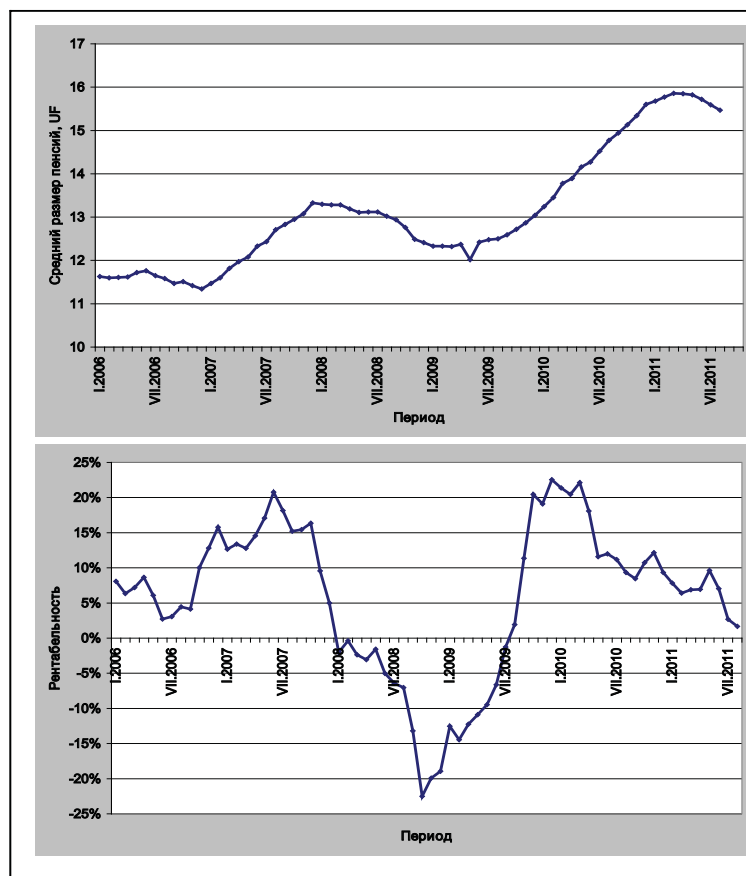
<sup>4</sup> Помимо этого существуют и две смешанные формы: программируемое изъятие пенсионного вклада с немедленной пожизненной рентой и временная рента с отсроченной пожизненной рентой. По сути, они представляют собой параллельное или последовательное сочетание двух основных форм.



он используется для выплаты установленных пенсий иждивенцам, а при их отсутствии включается в наследуемое имущество. Капитализация пенсионных накоплений за вычетом выплачиваемых в виде пенсии сумм продолжается. Размер пенсии подлежит ежегодному перерасчету исходя из остатка пенсионных накоплений с учетом их капитализации и изменившейся ожидаемой продолжительности жизни пенсионера. Сохраняя право собственности на пенсионные накопления, пенсионер может в любой момент сменить выплату пенсии в форме программируемого изъятия пенсионного вклада на выплату пожизненной ренты.

Рисунок 5

**Динамика изменения в реальном выражении средних размеров пенсий, выплачиваемых в форме программируемого изъятия вклада при досрочном выходе на пенсию (вверху), и рентабельности пенсионного фонда типа С за 12-месячные периоды, заканчивающиеся в соответствующем месяце (внизу)**



**Источник:** Подсчитано по статистическим данным Инспекции по пенсиям: [www.safp.cl/safpstats/stats/.si.php?id=inf\\_estadistica/afipen/mensual/](http://www.safp.cl/safpstats/stats/.si.php?id=inf_estadistica/afipen/mensual/)

На размеры ранее назначенных пенсий в форме пожизненной ренты, которые фиксированы в реальном выражении, финансовый кризис может повлиять только в случае банкротства соответствующей страховой компании. Государство гарантирует продолжение выплаты пенсии из бюджетных средств, но не в полной мере. За счет государственной гарантии в размере 100% выплачивается лишь пенсия в пределах до уровня установленной законом базовой солидарной пенсии (около 160 долларов США). В части превышения над этим уровнем выплачивается только 75% прежней пенсии с максимальным ограничением общей суммы выплачиваемой пенсии на уровне 45 UF (в октябре 2011 года около 2100 долларов США) в месяц.

Что касается пенсий в форме программируемого изъятия пенсионного вклада, то влияние финансового кризиса на них проявляется непосредственно (рис. 5). Их размер в реальном выражении сократился по отношению к докризисному уровню приблизительно на 7,5%. Наиболее пострадавшими оказались пенсионеры, перерасчет пенсий которых производился в ноябре – декабре 2008 года. Для них сокращение реальных размеров пенсий могло достигать до 20%, если пенсионные накопления находились в фонде С. При следующем перерасчете в ноябре – декабре 2009 года, когда положительная рентабельность фонда С была очень высокой, размеры пенсий должны были повыситься, по крайней мере, до прежнего уровня, а, скорее всего, и превзойти его. Для пенсионеров, перерасчет пенсий которых производился в январе – мае 2008 года, когда отрицательная рентабельность пенсионных фондов была относительно небольшой, потери были существенно меньше. Однако и следующий перерасчет пришелся у них также на период отрицательной рентабельности, что привело к дальнейшему уменьшению размеров пенсий. Таким образом, пенсии в пониженных размерах они получали в течение двух лет. Общая длительность отрицательной рентабельности пенсионного фонда С за 12-месячные периоды составила около полутора лет, так что не было ни одного пенсионера, получающего пенсию в форме программируемого изъятия пенсионного вклада, который не ощутил бы снижения реальных размеров пенсии в результате мирового финансового кризиса.

Изменения уровня пенсий, выплачиваемых в форме программируемого изъятия пенсионного вклада, являются естественным следствием принятия пенсионером на себя инвестиционных рисков. Как показал опыт финансового кризиса 2008 года, периоды существенного снижения этого уровня, по крайней мере, пока являются достаточно кратковременными. В то же время, исходный размер пенсий в форме программируемого изъятия пенсионного вклада при прочих равных условиях приблизительно на 10% выше, чем при пожизненной ренте.

Что касается вновь назначаемых пенсий, то резкое сокращение их реальных размеров в период финансового кризиса происходит независимо от формы вы-



платы. Наилучшим решением проблемы, естественно, является отсрочка выхода на пенсию более благоприятных времен. Однако, как показывает чилийский опыт 2008 – 2009 годов, в целом на практике складывается противоположная ситуация: во время кризиса число лиц, выходящих на пенсию, не сокращается, а возрастает. Финансовый кризис, как правило, влечет за собой экономический кризис, сопровождаемый сокращением занятости. Поэтому лица, достигшие пенсионного возраста, часто вынуждены выходить на пенсию в этот неблагоприятный период вследствие потери работы. В частности, в Чили за период с января 2006 по июнь 2008 года на пенсию по возрасту выходило в среднем чуть более 2,5 тыс. человек в месяц. Во втором полугодии 2008 года эта цифра возрастает почти до 4,2 тыс. человек.

Вместе с тем для лиц, вынужденно выходящих на пенсию, кризисная ситуация не является абсолютно безнадёжной. Безвозвратной потерей значительной части пенсионных накоплений становится только в случае выбора выплаты пенсии в форме пожизненной ренты. Поэтому при невозможности отсрочки выхода на пенсию оптимальным решением является выбор пенсии в форме программируемого изъятия вклада. Ее исходный размер в период кризиса, естественно, будет значительно меньше, чем он был бы в условиях стабильного экономического развития. Однако при последующих ежегодных перерасчетах как размеры пенсии, как и остаток пенсионных накоплений, будут расти по мере ликвидации последствий кризиса. При желании обеспечить себе стабильный доход в виде пожизненной ренты пенсионер может в будущем выбрать удобный момент для изменения формы выплаты пенсии.

Идеологические противники пенсионной системы индивидуальной капитализации внутри Чили использовали мировой финансовый кризис для выдвижения очередного требования возврата к прежней распределительной системе [7]. Однако громогласные заявления о крахе этой системы [10] оказались преждевременными. Применительно к дискуссии о дальнейших направлениях пенсионной реформы в России из чилийского опыта можно сделать следующие выводы:

1. Пенсионная система индивидуальной капитализации достаточно наглядно продемонстрировала свою *жизнеспособность* в условиях острейшего мирового финансового кризиса. Даже весьма высокая отрицательная рентабельность в течение относительно короткого промежутка времени не страшна для пенсионных фондов, капитализация которых рассчитана на период, измеряемый десятилетиями. Отказ от накопительной пенсионной системы привел бы к финансовому кризису системы пенсионного обеспечения в целом и необходимости прогрессирующего повышения ставок пенсионных отчислений.

2. Инвестиционная политика в отношении средств пенсионных фондов принципиально отличается от инвестиционной политики в иных сферах финансовой деятельности и управление данными средствами целесообразно сосредоточить в

руках управляющих компаний, специализирующихся *исключительно* в этой области.

3. Финансовый кризис подтвердил целесообразность наличия нескольких типов фондов *с различным сочетанием рентабельности и финансовых рисков* при достаточно жестком государственном регулировании деятельности управляющих компаний.

4. Оценка эффективности деятельности компаний, управляющих средствами пенсионных фондов, должна производиться исходя из *реальной* рентабельности инвестиций без учета инфляционной составляющей и за долгосрочный период.

5. Чилийский опыт показал также, что накопления пенсионных фондов, капитализация которых нацелена на длительную перспективу, могут оказать дополнительное стабилизирующее влияние на финансово-экономическую ситуацию в стране в периоды кризисов.

6. Что касается российской пенсионной системы, то перед ней стоит задача обеспечения самодостаточности, в первую очередь, путем совершенствования администрирования накопленными средствами и повышения доходности инвестиций.

### БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Ley № 20.255 // Diario Oficial, 17.03.2008.
2. Banco Central de Chile. Compendio de Normas Financieras, Capítulo III.F.4 (в редакции от 4 сентября 2008 г.).
3. Superintendencia de Pensiones. Centro de Estadísticas. Sistema de Capitalización Individual: <http://www.spensiones.cl>.
4. El sistema chileno de pensiones. Sexta edición. – Santiago: Superintendencia de Administradores de Fondos de Pensiones, Enero 2007. 275 p.
5. En la Crisis: Fondos de Pensiones Aumentan Préstamos a Empresas Chilenas. – Santiago: Asociación APF, junio 2009 (Serie de Estudios, № 71). 4 p.
6. Inversiones y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones. – Santiago: Superintendencia de Pensiones (ежемесячный бюллетень).
7. La Crisis Económica Internacional y las Pérdidas en los Fondos de Pensiones de Afiliados y Afiliadas en Chile. – Santiago: Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo, Enero 2009. 34 p.
8. Polo F. R. Diagnóstico del Sistema Previsional que Pretende Perfeccionar el Proyecto de Ley. – Santiago: Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, 09.02.2007 (Serie Estudios № 6). 53 p.
9. Rentabilidad de los Fondos de Pensiones Debe Evaluar en el Largo Plazo. – Santiago: Asociación APF, octubre 2008 (Serie de Estudios, № 67). 4 p.
10. Walder P. Colapso de las AFP // Punto Final, № 675, 21.11.2008: [www.puntofinal.cl/675/asf.php](http://www.puntofinal.cl/675/asf.php).
11. Коровкин В. В. Роль государства в пенсионном обеспечении населения: чилийский опыт приватизации пенсионной системы // Социальный вестник, 2009, № 3 – 4 (37 – 38), сс. 89 – 96.

