

Секция 1

**НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ  
ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ**

---

**КАПИТАЛИЗАЦИЯ ПЕНСИОННЫХ ВЗНОСОВ:  
НОРМАТИВНЫЙ АНАЛИЗ  
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРЕДПОЧТЕНИЙ <sup>1</sup>**

***К. А. Туманянц***

*Кандидат экономических наук, доцент кафедры  
экономической теории и экономической политики  
Волгоградского государственного университета,  
г. Волгоград, Россия*

**Аннотация.** В статье выявлены различия структуры инвестиционных портфелей, в которые вложены пенсионные активы в России и других странах. В частности, доля банковских депозитов в совокупных российских пенсионных накоплениях в два раза превышает аналогичный показатель в среднем по странам ОЭСР. Автор аргументирует предпочтительность размещения пенсионных средств в ликвидные ценные бумаги, а также объясняет рост вложений пенсионных активов в банковские депозиты в России несовершенством национальной пенсионной модели.

**Abstract.** The differences between investment portfolio of pension assets in Russia and other countries are revealed in the article. In particular, the percentage of bank deposits in aggregate Russian pension capital is twice as high as this average indicator of OECD countries. The author explains the preferability of investment into marketable securities. The author

---

<sup>1</sup> Публикация подготовлена в рамках поддержанного РГНФ научного проекта № 14-02-00112.

## Секция 1. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ

---

considers the imperfection of national pension model to be the reason of increase in pension assets investment into bank deposits.

*Ключевые слова:* депозит, структура инвестирования пенсионных активов, ценная бумага.

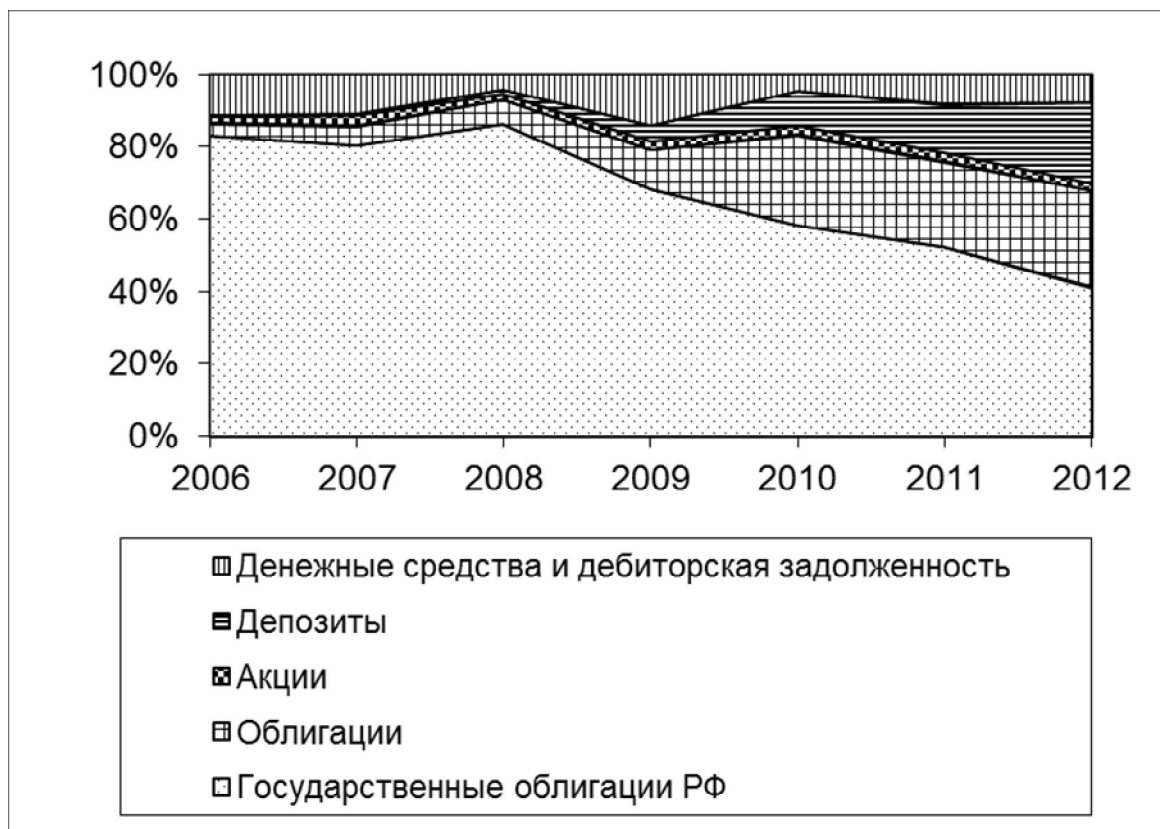
*Keywords:* deposit, investment structure of pension assets, security.

В последнее время в рамках дискуссии о перспективах российской пенсионной системы активизировалось обсуждение предпочтительных направлений инвестирования взносов на накопительную пенсию. Отечественное законодательство предусматривает возможность вложения пенсионных средств как в инструменты фондового рынка: акции и облигации, так и банковские депозиты. При этом наблюдается устойчивая тенденция (см. рисунок) к сокращению доли средств, инвестируемых в ценные бумаги. За период 2006–2012 гг. она упала с 88 % до 70 %. Одновременно происходит увеличение удельного веса средств пенсионных накоплений, размещаемых в банковские вклады. Их доля в совокупном инвестиционном портфеле возросла с 0,2 % – по состоянию на конец 2006 г. до 22,2 % – на конец 2012 года. Данных за 2013 г. еще нет, но, скорее всего, они продемонстрируют сохранение отмеченного тренда.

Такая структура пенсионных инвестиций не соответствует мировой практике. Среднее по 29 странам-членам ОЭСР значение удельного веса средств на банковских счетах в пенсионных активах за аналогичный период изменилось с 9,5 % лишь до 12,8 % [4; 5]. В указанные цифры входят как непосредственно банковские депозиты, так и вложения во взаимные фонды денежного рынка, инвестиционная декларация которых предполагает размещение средств во вкладах кредитных учреждений. Кроме того, в указанные доли включены остатки на текущих банковских счетах. Сопоставимое значение для портфеля российских пенсионных накоплений составляет 28,1 %, то есть в два раза больше, чем в других странах. Средний удельный вес

## Секция 1. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ

средств на банковских счетах 16 суверенных пенсионных фондов на начало 2012 г. равнялся лишь 6,8 % [5].



Структура совокупного инвестиционного портфеля  
пенсионных накоплений в РФ в % к итогу

*Примечание.* Составлено по: [1].

На наш взгляд, предпочтительность вложения пенсионных средств в фондовые активы, торгуемые на организованном рынке, обусловлена следующими факторами.

1. Процентные ставки по банковским депозитам, как правило, соответствуют уровню инфляции или лишь незначительно превышают его [3]. Таким образом, вложение пенсионных средств в банковскую систему будет способствовать лишь сохранению покупательной способности пенсионных взносов, не обеспечивая прироста реального благосостояния будущего пенсионера. Долгосрочное равновесие в экономической системе предполагает установ-

ление кредитных ставок на уровне ниже внутренней доходности бизнеса, поскольку в противном случае спрос на кредитные ресурсы со стороны реального сектора экономики сократился бы до нуля. Депозитные ставки банков априори меньше кредитных на величину процентной маржи, а значит, ниже рентабельности бизнеса в целом по экономике. Следовательно, вложения в акции в долгосрочном периоде будут иметь большую привлекательность, нежели банковские вклады.

Доходность размещения средств в облигации также выше, чем по банковским депозитам [3], но по иным причинам. И финансирование через выпуск-приобретение облигаций и кредитно-депозитный механизм инвестирования предполагают установление заемных отношений между экономическими субъектами. Так как внутренняя норма доходности предпринимательской деятельности в условиях долгосрочного равновесия находится выше стоимости денег, то в этой части различий между доходностью по облигациям и банковского долгового финансирования не будет. Принципиальное отличие заключается в устранении финансового посредника в лице банка между владельцами временно свободных денежных средств (держателями сбережений) и экономическими субъектами, привлекающими денежные средства на условиях платности, срочности и возвратности (предпринимателями).

При размещении облигаций происходит прямое обращение эмитента к инвесторам, поэтому заемщик может получить финансовые ресурсы по более низкой процентной ставке, чем по банковским кредитам, а инвестор, одновременно, разместить имеющиеся у него денежные средства под более высокую процентную ставку, чем на банковских депозитах. Фактически, в этом случае происходит перераспределение процентной маржи, размер кото-

рого зависит от силы переговорной позиции сторон и конъюнктуры рынка.

2. Процесс пересмотра размера банковских процентных ставок носит более инерционный характер, чем изменение уровня доходности на фондовом рынке. Приспособление банка к изменившимся макроэкономическим условиям и конъюнктуре денежного рынка имеет некоторый временной лаг, требующийся для оценки характера перемен (краткосрочные колебания, на которые банк может не реагировать, или среднесрочный тренд, адаптация к которому выступает залогом конкурентоспособности банковского учреждения), а также для разработки и реализации административных процедур по пересмотру размера ставок. Изменение стоимости фондовых активов на рынке и вытекающее из этого изменение уровня доходности реализуются через механизм взаимодействия спроса и предложения, что происходит в короткие сроки.

Таким образом, большая гибкость уровня доходности на рынке ценных бумаг позволяет активно адаптировать условия размещения пенсионных средств под состояние текущей и отчасти даже ожидаемой экономической и финансовой ситуации. Относительная жесткость процентных ставок кредитных учреждений не позволяет добиться аналогичного эффекта при вложении пенсионных средств на банковские депозиты. Кроме того, даже после изменения банковских ставок условия размещения пенсионных средств будут меняться постепенно через предельные суммы инвестирования. Соответственно, степень влияния новых условий инвестирования на общую результативность вложений будет зависеть от соотношения предельных величин и общей величины инвестиций. Чем большую часть от уже имеющихся средств составляет дополнительное вложение, тем в большей мере на эффективность размещения средств влияет текущая ситуация на денежном рынке.

3. Заведомо долгосрочный характер инвестирования пенсионных средств актуализирует вопрос об оценке текущей рыночной стоимости объектов инвестирования [2]. С одной стороны, это напрямую влияет на оценку результативности осуществленных вложений. С другой – позволяет анализировать эффективность размещения средств в непрерывном режиме, не ограничиваясь дискретными периодами наступления сроков выполнения обязательств. Кроме того, своевременная оценка стоимости имеющихся активов, принимая во внимание длительный временной лаг между возникновением обязательств у институтов пенсионной системы перед человеком (момент уплаты взносов) и исполнением данных обязательств (выплата пенсии), выполняет информационную функцию и функцию контроля сохранности пенсионных средств. Получение такой информации в рамках контрольных процедур играет роль упреждающего сигнала, выступающего основанием для последующего реагирования и предотвращения негативного сценария развития событий.

Порядок оценки рыночной стоимости активов принципиально различается в зависимости от типа актива. При инвестировании пенсионных средств в ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке, определение актуальной стоимости портфеля происходит по реальным ценам рыночных сделок с соответствующими активами. Определение рыночной стоимости депозита банка практически не представляется возможным. Это обусловлено несколькими причинами. Во-первых, высокой специфичностью таких активов, оказывающей существенное влияние на их текущую оценку. Например, на современную стоимость депозита, открытого некоторое время назад, будет оказывать влияние конъюнктура денежного рынка, срок до погашения депозита, надежность банка, в котором он размещен, условия депозитного договора.

Во-вторых, переход права собственности на депозит затруднен. В частности, «продать» депозит возможно только через переуступку права требования, что связано с некоторыми юридическими сложностями. Поскольку истинная рыночная стоимость актива формируется только в результате сделки, в которой каждая из сторон действует самостоятельно к собственной выгоде, то редкость или невозможность осуществить такую сделку лишает возможности перманентного полноценного и независимого оценивания таких активов. В-третьих, надежность банка определяется качеством его активов, большая часть которых представлена кредитами. Рыночную стоимость кредитного вложения определить сложно в силу причин, отмеченных выше. О состоянии банка судят по его финансовой отчетности, но существует риск завышения сотрудниками банка учетной стоимости активов относительно фактической их ценности.

В силу указанных причин нерыночные активы, к которым относятся и банковские депозиты, оцениваются по стоимости их приобретения, вплоть до момента их выбытия. Такая ситуация делает абсолютно непрозрачным как процесс размещения пенсионных средств на счета в кредитных учреждениях, так и его результативность. Отсутствие репрезентативной рыночной оценки создает риск приобретения актива по стоимости выше рыночной и продажи его по цене ниже рыночной [2]. Информационная асимметрия не позволит контролирующему органу пресечь все возможные случаи злоупотребления инвестиционным институтом своими полномочиями агента, действующего от лица принципала – будущих пенсионеров. Определение текущего результата от инвестирования пенсионных средств в нерыночные активы также чревато искажением фактического положения дел. Например, вклад в банке, испытывающем финансовые затруднения, не может учи-

тиваться в размере полной суммы денежных средств, находящейся на соответствующем депозитном счете, так как существует вероятность, отличная от нуля, невозврата или не полного возврата указанной суммы владельцу в заранее оговоренные сроки. Для рыночных активов возникновение вероятности такого сценария развития событий мгновенно транслировалось бы в снижение цены сделок, что и было бы отражено при ближайшей переоценке. В случае нерыночных активов такого автоматического механизма корректировки стоимости активов нет.

4. Из характеристики рыночных и нерыночных активов, данной выше, следует, что ликвидность первых существенно выше, чем вторых. Долгосрочность обязательств, возникающих у институтов пенсионной системы по финансовому обеспечению пенсионных выплат, снимает императивность требования к ликвидности пенсионных активов. Но такая точка зрения представляется поверхностной.

Во-первых, низкая ликвидность снижает репрезентативность рыночной оценки стоимости актива, негативные последствия чего были описаны выше. Во-вторых, недостаточная ликвидность не позволяет корректировать состав и структуру портфеля активов с целью приведения их в состояние, адекватное текущей конъюнктуре экономики и финансовых рынков. Это, в свою очередь, чревато потерями в стоимости пенсионных средств. В-третьих, в ряде случаев от инвестиционного института требуется возвратить денежные средства по основаниям, не связанным с выплатой пенсии (передача наследникам умершего участника пенсионной системы, перевод средств другому инвестиционному институту и т. д.).

Поэтому большая часть пенсионных взносов должна инвестироваться в ликвидные активы, что дает дополнительный аргумент в пользу ценных бумаг, обращающихся на организованном рынке, как объекта вложений пенсион-



ных средств. Банковские вклады, напротив, не могут быть отнесены к ликвидным активам. Как отмечалось выше, купля-продажа депозита теоретически возможна, но практически трудно осуществима. Само же кредитное учреждение не обязано возвращать деньги владельцу депозитного счета до истечения срока вклада (кроме вкладов физических лиц в некоторых странах, в том числе в России), если иное не оговорено в договоре. Включение возможности досрочного возврата средств в условия депозитного договора приводит к значительному снижению процентной ставки.

5. Выше уже отмечался долгосрочный характер пенсионных обязательств в рамках фондируемой ее части. Это позволяет инвестировать накапливаемые средства в активы различной срочности. Однако в нормальных условиях, доходность долгосрочных активов выше, чем краткосрочных. Это объясняется различными причинами. Например, уровень риска, при прочих равных условиях, прямо пропорционален длительности инвестирования, поскольку неопределенность результатов возрастает. Соответственно, долгосрочному инвестору должна быть предложена премия, достаточная для компенсации более высоких рисков.

Долгосрочность пассивов пенсионной системы дает возможность получения дополнительной доходности, что может выступать одним из стимулов для будущих пенсионеров участия в накопительных программах пенсионного обеспечения. Противоречие между стремлением повысить рентабельность за счет удлинения срока вложений, с одной стороны, и потенциальной необходимостью возврата денежных средств в более короткие, нежели предполагалось ранее, сроки – с другой, разрешается через приобретение ликвидных долгосрочных активов. Срок вложения позволяет получить премию относительно краткосрочных и даже среднесрочных ставок. А ликвидность предоставляет

возможность оперативного получения денежных средств путем продажи актива.

Поскольку основной актив банковского сектора – кредиты – менее ликвидный инструмент, чем ценные бумаги, то срочность активов, а следовательно, и пассивов кредитных учреждений, как правило, меньше, нежели на фондовом рынке. Таким образом, вложение пенсионных средств в банковские депозиты не дает реализовать преимущество накопительной части пенсионной системы, связанное с длительностью срока ее обязательств перед будущими пенсионерами.

6. Уровень риска торгуемых долговых обязательств не выше надежности банковской системы. Как правило, повышенный уровень риска облигации, по сравнению с банковским вкладом, связывают с отсутствием залога имущества как дополнительного обеспечения выполнения обязательств эмитента облигации (должника) перед держателями этой ценной бумаги (кредиторами). В данном случае мы исходим из того, что надежность депозита определяется качеством кредитного портфеля банка. Следует оговориться, что некоторые классы современных облигаций предусматривают залог имущества, например ипотечные облигации. С другой стороны, требовать обеспечения возврата кредита – право, но не обязанность банка, поэтому часть выданных займов может быть необеспеченной. Возможное низкое качество заложенного имущества в экономическом и юридическом аспекте в данной работе не будет обсуждаться, принимая по умолчанию, что обеспеченный кредит, как минимум, не более рискован, нежели необеспеченный.

Однако вкладчик банка несет дополнительные риски, связанные с недобросовестностью менеджмента и собственников банка. Фактически кредитный портфель финансового учреждения представляет собой совокупность

различных по уровню надежности вложений. Вкладчик может рассчитывать на уровень возвратности своего депозита, равный средневзвешенному значению возвратности кредитов с учетом величины собственного капитала банка. Но данная модель исходит из строго пропорционального погашения обязательств банка перед своими вкладчиками. А на практике при ухудшении финансового положения банка отдельные группы лиц, связанных с инсайдерами банка, имеют преимущества в виде получения непропорционально большей части средств, нежели средневзвешенная возвратность активов самого банка. Разумеется, их привилегии оплачиваются за счет остальных кредиторов банка, которые получают существенно меньше полагающейся им доли.

В то же время инвестор может самостоятельно сформировать портфель из облигаций различных эмитентов. Причем из таких, беззалоговые обязательства которых имеют более низкий риск, чем некоторые обеспеченные кредиты банков. Первокласные заемщики не кредитуются во всех банковских учреждениях. Более того, банки не раскрывают перечня своих заемщиков. Но абсолютное большинство первокласных заемщиков представлены собственными долговыми обязательствами на рынке ценных бумаг. Поэтому, размещая пенсионные средства на фондовом рынке, можно получить активы с фиксированной доходностью, надежность которых не ниже аналогичного показателя кредитного портфеля среднестатистического банковского учреждения, с нулевым риском оппортунистического поведения посредника.

Говоря о повышенном риске облигаций, по сравнению с депозитом, часто имеют в виду возможные потери при продаже облигации на рынке до даты ее погашения. Действительно, рыночная стоимость облигации зависит от большого набора факторов и способна изменяться в широ-

ком диапазоне, амплитуда которого прямо пропорциональна ее дюрации. Однако депозиты институциональных инвесторов, управляющих пенсионными средствами, банки не обязаны возвращать досрочно (кроме депозитов «до востребования», проценты по которым практически не начисляются). С этой точки зрения некорректно сравнивать доходность досрочной продажи облигаций с доходностью по невозможной банковской операции. Сопоставимыми являются лишь доходности от операции по погашению облигации и доходности при завершении срока депозита. И в первом, и во втором случае риск заключается в несвоевременном, неполном выполнении обязательств эмитента облигации и банка.

Основной причиной увеличения в 100 раз доли вложений пенсионных активов в банковские депозиты за шесть лет в России [1] видится стремление управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов избежать отрицательного финансового результата, даже если он будет следствием «бумажной» рыночной переоценки балансовых активов на отчетную дату. Усиление этой тенденции после экономического кризиса 2008 г. также свидетельствует в пользу этой гипотезы. Отечественные инвестиционные институты наращивают вложение пенсионных средств в финансовый инструмент с менее привлекательным соотношением параметров «риск» – «доходность» ради демонстрации клиентам устойчиво положительной процентной ставки и стремления избежать необходимости компенсировать даже формальные убытки из собственных средств [3]. Такие стимулы свидетельствуют о дефектах национальной пенсионной модели.

### Список литературы

1. Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2012 г. / М-во финансов Рос. Федерации. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: [http://www1.minfin.ru/ru/regulation/reg\\_pens\\_nacopl/pens-oia](http://www1.minfin.ru/ru/regulation/reg_pens_nacopl/pens-oia). – Загл. с экрана.
2. Туманянц, К. Государственное регулирование негосударственных пенсионных фондов в России: работа над ошибками / К. Туманянц // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 5 (191). – С. 31–42.
3. Туманянц, К. Доходность пенсионных накоплений в России: сравнительный анализ / К. Туманянц // Вестник Волгоградского государственного университета. Сер. 3, Экономика. Экология. – 2013. – № 2 (23). – С. 173–182.
4. Evaluating the financial performance of pension funds / Richard Hinz [et al.]. – Washington : The World Bank, 2010. – 296 p.
5. Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators / OECD Publishing. – Electronic text data. – Mode of access: [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2013-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2013-en). – Title from screen.