
ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

PROBLEMS AND PROSPECTS OF THE FINANCIAL SECTOR DEVELOPMENT

Оригинальная статья / Original article

УДК 336.2: 658.15

<https://doi.org/10.21869/2223-1552-2025-15-4-141-155>



Развитие российского финансового рынка в контексте повышения эффективности отрасли негосударственного пенсионного обеспечения

М. Л. Дорофеев¹✉

¹ Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
пр-т Ленинградский, д. 49/2, г. Москва 125167, Российской Федерации

✉ e-mail: dorofeevml@yandex.ru

Резюме

Актуальность. В условиях трансформации экономического и финансового ландшафта России, а также реализации Стратегии 2030 система негосударственного пенсионного обеспечения сталкивается с вызовами, связанными с доминированием облигаций федерального займа в портфелях негосударственных пенсионных фондов. Это ограничивает диверсификацию активов и снижает доходность, препятствуя достижению целей пенсионного обеспечения, что подчеркивает актуальность исследования.

Цель работы – анализ существующих проблем в управлении активами НПФ и разработка рекомендаций по развитию финансового рынка и созданию новых инструментов, способствующих повышению эффективности системы НПО в России.

Задачи: анализ положений Стратегии 2030; выявление актуальных проблем и противоречий в развитии финансового рынка; обоснование инструментов для роста эффективности НПО; определение условий долгосрочного развития российского финансового рынка с учетом современных вызовов.

Методология. Для достижения поставленной цели использовались методы теоретического анализа, системного подхода, обзора стратегических документов развития России, анализа открытых данных Московской биржи, Банка России и отчетности НПФ, а также сравнительный анализ международных практик управления пенсионными фондами.

Результаты. В результате исследования выявлены ключевые проблемы в инвестиционных стратегиях НПФ, включая недостаточную диверсификацию активов и зависимость от низкодоходных инструментов, которые не обеспечивают преодоление рублевой инфляции в долгосрочной перспективе. Предложены меры по расширению инвестиционных лимитов НПФ, включая увеличение доли акций и структурированных продуктов в портфелях фондов. Рассмотрены возможности создания новых финансовых инструментов, таких как программы с гарантированной защитой капитала, структурированные облигации и ПИФы, а также направления улучшения финансовой доступности для розничных инвесторов.

Выводы. Достижение устойчивого роста доходности пенсионных накоплений требует комплексного подхода к развитию инфраструктуры российского финансового рынка, внедрения новых инструментов и увеличения вовлеченности населения в инвестиционные процессы.

Ключевые слова: негосударственное пенсионное обеспечение; НПФ; финансовые инструменты; инвестиционные стратегии; пенсионные накопления; пенсионная система.

© Дорофеев М. Л., 2025

Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент /
Proceedings of the Southwest State University. Series: Economics, Sociology and Management. 2025;15(4):141–155

Финансирование: Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финуниверситета.

Конфликт интересов: В представленной публикации отсутствует заимствованный материал без ссылок на автора и (или) источник заимствования, нет результатов научных работ, выполненных авторами публикации лично и (или) в соавторстве, без соответствующих ссылок. Авторы декларируют отсутствие конфликта интересов, связанных с публикацией данной статьи.

Для цитирования: Дорофеев М. Л. Развитие российского финансового рынка в контексте повышения эффективности отрасли негосударственного пенсионного обеспечения // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. 2025. Т. 15, № 4. С. 141–155. <https://doi.org/10.21869/2223-1552-2025-15-4-141-155>

Поступила в редакцию 16.06.2025

Принята к публикации 11.07.2025

Опубликована 29.08.2025

The development of the Russian financial market in the context of improving the efficiency of the non-state pension provision sector

Mikhail L. Dorofeev¹ 

¹ Financial University under the Government of the Russian Federation
49/2 Leningradsky Ave., Moscow 125167, Russian Federation

 e-mail: dorofeevml@yandex.ru

Abstract

Relevance. In the context of the transformation of Russia's economic and financial landscape, as well as the implementation of Strategy 2030, the system of non-state pension provision is facing challenges related to the dominance of federal loan bonds in the portfolios of non-state pension funds. This limits asset diversification and reduces profitability, impeding the achievement of retirement goals, which underscores the relevance of the study.

The purpose of the work is to analyze existing problems in the management of NPFs assets and develop recommendations for the development of the financial market and the creation of new tools that help improve the effectiveness of the NGO system in Russia.

Objectives: to analyze the provisions of the 2030 Strategy; to identify current problems and contradictions in the development of the financial market; to substantiate tools for increasing the effectiveness of NGOs; to determine the conditions for the long-term development of the Russian financial market, taking into account modern challenges.

Methodology. To achieve this goal, we used methods of theoretical analysis, a systematic approach, a review of strategic documents for the development of Russia, an analysis of open data from the Moscow Stock Exchange, the Bank of Russia, and NPF reporting, as well as a comparative analysis of international pension fund management practices.

Results. The study revealed key problems in NPFs' investment strategies, including insufficient asset diversification and dependence on low-yield instruments that do not ensure overcoming ruble inflation in the long term. Measures have been proposed to expand the investment limits of NPFs, including increasing the share of shares and structured products in fund portfolios. The possibilities of creating new financial instruments, such as programs with guaranteed capital protection, structured bonds and mutual funds, as well as ways to improve financial accessibility for retail investors are considered.

Conclusions. Achieving sustainable growth in the profitability of pension savings requires an integrated approach to developing the infrastructure of the Russian financial market, introducing new tools and increasing public involvement in investment processes.

Keywords: non-state pension provision; NPFs; financial instruments; investment strategies; pension savings; pension system.

Funding: The article was prepared based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds on the state assignment of the Financial University.

Conflict of interest: In the presented publication there is no borrowed material without references to the author and (or) source of borrowing, there are no results of scientific works performed by the authors of the publication, personally and (or) in co-authorship, without relevant links. The authors declares no conflict of interest related to the publication of this article.

For citation: Doroфеев M.L. The development of the Russian financial market in the context of improving the efficiency of the non-state pension provision sector. *Izvestiya Yugo-Zapadnogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Ekonomika. Sotsiologiya. Menedzhment = Proceedings of the Southwest State University. Series: Economics, Sociology and Management.* 2025;15(4):141–155. (In Russ.) <https://doi.org/10.21869/2223-1552-2025-15-4-141-155>

Received 16.06.2025

Accepted 11.07.2025

Published 29.08.2025

Введение

Для стран, являющихся мировыми финансовыми центрами, где финансовые рынки значительно превосходят размеры экономики, критически важно сохранять лидерство в развитии финансовых рынков, так как от этого напрямую зависят темпы экономического роста. В глобальном контексте таких стран немного. Например, капитализация рынка акций, являющегося одним из ключевых сегментов финансового рынка наряду с долговым, на конец лета 2024 г. в США составляет 202,5% ВВП, в Швейцарии – 234,2% ВВП, в Японии – 168,4% ВВП, а в Гонконге – более 1145,9% ВВП (рынок акций в 10 раз превосходит размеры экономики страны). Капитализация российского рынка акций относительно экономики России значительно более скромная (порядка 26% ВВП) [1], что подчеркивает его страновую специфическую структуру (кредитно-депозитная модель рынка с доминированием долгового рынка и банковского сектора), обусловленную историей развития экономики и финансового сектора страны за последние 100 лет.

За прошедшие 10 лет происходила трансформация структуры финансового посредничества, которая привела к усилению роли рынка капитала в целом и рынка облигаций в частности. За данный период на фоне роста ВВП на 41,63% капитализация рынка акций выросла на 44,61%, объем российского рынка облигаций – на 168,03% [2]. Опережающему росту рынка облигаций способствовало сокращение административных, стоимостных и временных издержек эмитентов на выпуск облигаций, а также развитие биржевой и учетной инфраструктуры, институтов внешней оценки рисков, в

т. ч. создание национальной рейтинговой индустрии [2]. Это достижение показывает, что, несмотря на международные санкции, Россия вполне способна успешно развивать финансовый рынок. Вместе с тем доминирование долгового рынка, и главным образом банковского сектора на российском финансовом рынке, все еще сохраняется [3], и оно значительное: за тот же период активы кредитных организаций выросли на 91,8%, а портфель различных кредитов увеличился на 207% [4].

При формировании стратегии развития финансового рынка финансовые регуляторы ориентируются на долгосрочные потребности экономики [5] и на то, насколько эффективно финансовый рынок выполняет свои ключевые функции: перераспределительную, сберегательную (инвестиционную), функцию мобилизации капитала, защиты от рисков, ценообразования и информационную. С началом экономической войны стран группы G7 против России в 2022 г. и введения обширных санкций, включая блокирующие меры для финансового рынка, большинство функций российского финансового рынка стало исполняться менее эффективно, чем в начале 2022 г. (до начала СВО) [6]. Например, по состоянию на конец 2024 г. валютный рынок России плохо выполняет перечисленные функции: плохо работает арбитраж, возникла множественность валютных курсов (курсов Мосбиржи, Банка России, рынка наличной валюты, офшорного рынка на межбанковских торгах за пределами России, курса USDT¹ к рублю и т. п.). В этой связи потенциал роста экономики России, а также потенциал развития системы него-

¹ Стейблкоин – «криптовалюты».

сударственного пенсионного обеспечения находятся под угрозой, а перед Банком России и Правительством России стоят беспрецедентные вызовы, связанные с трансформацией финансового рынка под новые реалии и выстраивания эффективного механизма регулирования, основанного на комбинациях рыночных и административных методов воздействия.

Целью данного исследования является разработка рекомендаций по развитию финансового рынка с целью повышения эффективности системы негосударственного пенсионного обеспечения в современных российских реалиях. Для ее достижения поставлены и решены следующие задачи: 1) провести анализ ключевых положений Стратегии развития финансового рынка до 2030 г.; 2) выявить ключевые противоречия в целеполагании развития финансового рынка, способные ограничить его долгосрочное развитие в условиях новой российской реальности; 3) обосновать направления развития инструментария российского финансового рынка в среднесрочной перспективе, способствующего повышению эффективности системы негосударственного пенсионного обеспечения в России; 4) уточнить направления и условия развития финансового рынка в долгосрочной перспективе.

Материалы и методы

Настоящее исследование базируется на классических методах общенаучного познания, таких как анализ и синтез, систематизация и классификация информации, полученной из различных источников. Для выполнения поставленных задач были проанализированы нормативные и стратегические документы, включая Стратегию развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 г., а также законодательные акты, регулирующие деятельность негосударственных пенсионных фондов. В качестве источников данных использовались финансовая отчетность НПФ, опубликованная на официальных сайтах фондов и в базах Банка

России, статистические материалы Московской биржи о динамике рынков акций и облигаций за 2019–2024 гг., а также показатели Банка России, отражающие доходность портфелей НПФ и уровень рублевой инфляции. Кроме того, были изучены аналитические материалы Организации экономического сотрудничества и развития, посвященные структуре пенсионных портфелей и инвестиционным стратегиям в странах с развитыми финансовыми рынками, а также публикации международных экспертов по управлению пенсионными активами. Значительное внимание уделено научной литературе российских и зарубежных авторов, анализирующей развитие финансовых рынков, инвестиционные стратегии НПФ и макроэкономические факторы, влияющие на капитализацию активов.

Результаты и их обсуждение

Анализ ключевых положений Стратегии развития финансового рынка России до 2030 г.: достижимы ли поставленные цели в текущих условиях?

Современные российские экономические реалии показывают, что эффективность рыночного регулирования в условиях административных ограничений обладает ограниченными возможностями. Учитывая сложившуюся ситуацию, в которой оказалась российская экономика и финансовый рынок, рассмотрение международного опыта реформирования финансового рынка не обладает достаточной практической значимостью, поскольку российский опыт по многом уникален, поэтому Банку России и Правительству России, как основным регуляторам российского финансового рынка, придется прокладывать собственный путь развития, основанный на актуальных документах долгосрочного социально-экономического развития с опорой на релевантные лучшие мировые практики, но с учетом уникальной специфики российской экономики и финансовой системы [7].

В обновленной Стратегии развития финансового рынка России до 2030 г. (далее – Стратегия 2030) кардинальным изменением является переход к плану трансформации российского экономики и финансового рынка с опорой на внутренние источники финансирования инвестиций¹. Достижение этой цели должно осуществляться на базе инновационного развития российской экономики за счет более активного вовлечения всех ее участников в операции на финансовом рынке (в первую очередь государства как партнера для Банка России и для субъектов негосударственного сектора экономики). Это подчеркивает тренд на увеличение степени централизации финансовых потоков, мобилизации экономики, роста финансовой грамотности и увеличение доли государственного финансового регулирования экономики в долгосрочной перспективе [8].

Изоляция российского финансового рынка изменила характер многих причинно-следственных связей, формировавшихся десятилетиями, ровно как и корреляции между различными финансовыми активами на финансовом рынке. Замкнутость денежной массы в периметре российского финансового рынка и фактическое отсутствие притока иностранных инвестиций сделали внутренних инвесторов главными действующими субъектами на российских торговых площадках. Одновременно с этим мегарегулятор вынужден учитывать риски формирования финансовых пузырей при интенсификации развития внутреннего финансового рынка как за счет государственного стимулирования роста его капитализации до новых целевых пропорций с экономикой (66% ВВП), так и за счет специфического (на фоне СВО) роста

денежных доходов населения, обусловленных не столько фактором производительности труда, сколько дефицитом рабочей силы и ростом льготного кредитования ВПК, строительного сектора и отдельных субъектов и отраслей экономики.

Без соответствующего роста российской экономики заявленные планы по удвоению капитализации фондового рынка представляются сложнореализуемыми, поскольку это будет противоречить принятой долгосрочной стратегии его развития и национальным целям первого уровня. (В момент подготовки данного исследования капитализация фондового рынка находилась на уровнях, где уже можно говорить о цели «утрение капитализации фондового рынка до 2030 г.».) При этом в поставленных целях и существующих условиях есть ряд логических противоречий и различных ограничений, обусловленных сложившейся средой функционирования российского финансового рынка (рис. 1).

Преодоление описанных противоречий (рис. 1) в условиях СВО едва ли возможно, поскольку новые реалии российской экономики вынуждают к значительно более высокой доле административных, нормативно-правовых и прямых форм финансового регулирования в применяемом инструментарии государственного регулирования финансового рынка, что не может не сказываться на специфике развития последнего.

Планы по повышению частоты эмиссии ценных бумаг на фондовом рынке на горизонте до 2030 г. для роста его капитализации до целевого уровня могут быть реализованы при определенных условиях. Среди таких условий едва ли могут числиться рекордно высокая ключевая ставка, высокий уровень неопределенности, а также непоследовательность в коммуникации Банка России с участниками рынка. Насыщение рынка предложением ценных бумаг за счет увеличения размера free-float уже обращающихся и выпуска новых ценных бумаг приведет к

¹ Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года: Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2022 г. № 4355-р: [ред. от 21.12.2023 г.]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_436693/ (дата обращения: 23.05.2025).

росту совокупной капитализации фондового рынка только в условиях динамичного роста российской экономики и вос-

становления инвестиционного климата, существенно пострадавших после введения международных санкций.



Рис. 1. Некоторые цели долгосрочного развития российского финансового рынка и соответствующие им противоречия и сдерживающие ограничения

Трансформация российского финансового рынка в соответствии со Стратегией 2030 основана на перераспределении внутренних денежных потоков и создаваемой добавленной стоимости в экономике России, а не на идее привлечения иностранных инвестиций. Она предполагает удлинение среднего горизонта инвестирования сбережений субъектов экономики в соответствии с дюрацией инвестиционных проектов, отвечающих требованиям целей по трансформации российской экономики, сформулированных Президентом РФ в 2024 г. [9], а также направленных на формирование долгосрочных сбережений и добровольных пенсионных накоплений граждан [10].

В тексте Стратегии 2030 прослеживаются заметные изменения в целеполагании развития российского финансового рынка. Очевидно, что произошел сдвиг приоритетов и переход от модели свободной рыночной конкуренции на финансовом рынке к модели «служения»

финансового рынка интересам граждан и бизнеса, а также общества в целом, росту его благосостояния (т. е. роста среднедушевого дохода и ВВП), а также к согласованности характера и темпов развития финансового рынка с национальными целями развития России. Подчеркнем, что речь идет не про полное исключение конкуренции, а сочетание ее преимуществ с коллективной ответственностью за результаты развития финансового рынка, кооперацией субъектов экономики и скоординированным финансовым регулированием со стороны Правительства и Банка России. Данная формулировка целеполагания в развитии финансового рынка подразумевает определенные ограничения на возможные подходы к его развитию. В частности, в Стратегии 2030 развития четко прописано, что создание условий для устойчивого роста финансовой индустрии должно быть подчинено целям по обеспечению роста российской экономики на основе расширения

доступа ее субъектов к различным источникам финансирования и инструментам страхования рисков, а также цели повышения уровня и качества жизни граждан за счет использования широкой линейки (в т. ч. и новых) инструментов финансового рынка. Развитие инструментария и инфраструктуры финансового рынка [11] должно положительно сказаться на желаемой трансформации специфической модели российского финансового рынка с кредитно-депозитной на фондовую.

О проблеме доминирования ОФЗ в пенсионных портфелях НПФ как сдерживающего фактора развития НПО

Негосударственные пенсионные фонды являются основными операторами системы негосударственного пенсионного обеспечения [12] и крупными участниками фондового рынка в части долгосрочных инвестиций [13]. Функции НПФ состоят не столько в максимизации дохода от инвестирования, сколько в обеспечении сохранности имеющихся под управлением финансовых ресурсов [14], т. е. изначально предназначены для вложения в инструменты, в той или иной мере обеспечивающие определенные гарантии возврата капитала [15]. Дефицит предложения на российском финансовом рынке подобных инструментов с ожидаемой доходностью выше уровня рубле-

вой инфляции [16] и действующие законодательные ограничения для инвестиционной политики фондов являются сдерживающими факторами, в конечном счете их финансовые результаты в реальном выражении недостаточно удовлетворительны (рис. 2).

Определенные гарантии доходности и возврата капитала при инвестировании в рынок акций возможны при удлинении горизонта инвестирования до 15-20 лет, однако расширение лимитов для долевых инструментов в инвестиционном портфеле НПФ возможно только с ростом его размера. В условиях свободного рынка предоставление гарантий доходности означает более низкий риск, что, в свою очередь, автоматически сокращает потенциальный размер ожидаемой доходности. Поэтому стремление управляющих получить гарантированный доход упирается в ограничение показателя среднегодовой доходности, которая у большинства НПФ и так де-факто невысокая из-за специфической структуры активов в их инвестиционных портфелях. Повышенная доходность при низком риске возможна в условиях софинансирования от государства, однако потенциальные экономические эффекты разработки и внедрения такой идеи следует изучить дополнительно.

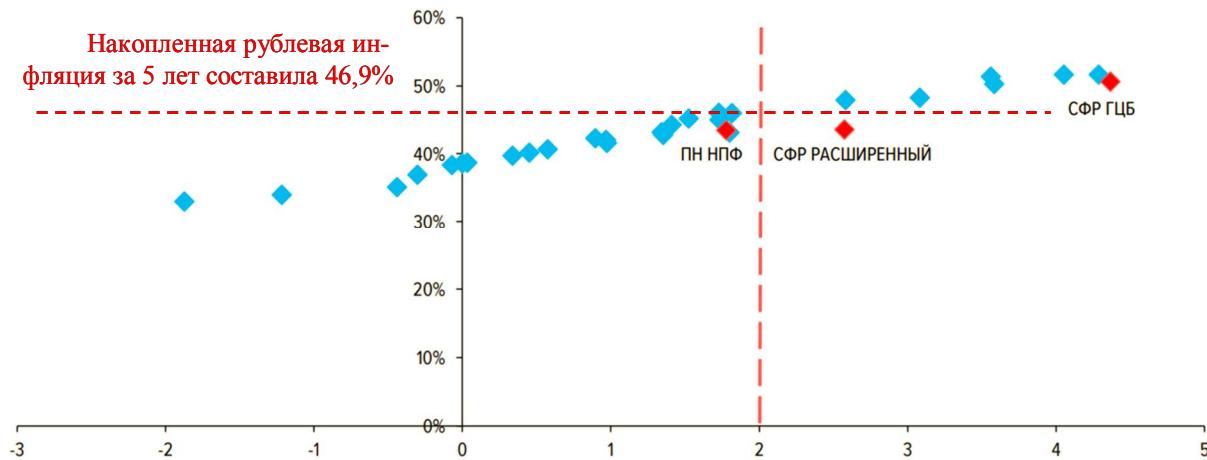


Рис. 2. Соотношение показателей накопленной доходности портфелей: вертикальная ось – НПФ и СФР; горизонтальная ось – коэффициент Шарпа; красная горизонтальная пунктирная линия – уровень накопленной рублевой инфляции за период 2019-2023 гг. [17]

В 2024 г. обсуждается возможность расширения лимита инвестирования ПР и ПН в рискованные финансовые инструменты с 7% до 15%, а лимит на концентрацию капитала по эмитентам сократить до 5% [18]. Одновременно с этим предлагается отказаться от рейтингования в пользу ужесточения параметров к стресс-тестированию НПФ, т. е. больше акций разрешат покупать тем, кто достаточно устойчив и не представляет высоких рисков для стабильности финансовой системы. Данная идея должна способствовать и росту финансовых результатов НПФ, и развитию фондового рынка России в соответствии с текущими национальными целями развития. Представляется целесообразным в перспективе давать еще больше возможностей для расширения лимитов инвестирования ПР и ПН, в т. ч. средств ФНБ в рынок акций, поскольку иных способов, кроме как увеличивать риск для получения положительной доходности в условиях свободного рынка, просто не существует.

Государству как одному из ключевых субъектов финансового рынка следует пересмотреть принципы поведения на рынке и решения, связанные с финансированием дефицита бюджета за счет прибыли государственных корпораций, придерживаться стоимостно ориентированных подходов к принятию решений о распределении прибыли, защищать права миноритарных акционеров, выстраивать более прозрачную и предсказуемую коммуникацию с участниками рынка. Также следует учитывать альтернативные издержки в процессе принятия решений, связанных с дивидендной политикой госкорпораций. К примеру, не проводить выплаты дивидендов за счет вывода большей части чистой прибыли, если у государственных корпораций есть возможность реинвестировать эти средства под более высокую доходность, чем стоимость капитала, что позволит максимизировать капитализацию фондового рынка в среднесрочной и долго-

срочной перспективе, ускорить рост экономики и т. д.

Развитие инструментария финансового рынка для целей роста отрасли негосударственного пенсионного обеспечения в России

Большая часть обращающихся на российском рынке финансовых инструментов не позволяют достигать положительную реальную доходность, поскольку долгосрочные средние процентные ставки на рынке депозитов и доходности аналогичных по уровню рисков инструментов приводят к их долгосрочному обесценению (рис. 3). Темпы среднего уровня рублевой потребительской инфляции и тем более темпов роста рублевой средней заработной платы за 10 или 20 лет выше ожидаемых доходностей инструментов с фиксированной доходностью с низким уровнем риска. В этой связи через 10 лет периодические выплаты из накоплений граждан, инвестированных в подобные финансовые инструменты, не смогут довести коэффициенты замещения до целевых значений. Финансовый результат будет еще хуже, если в этом процессе появляются финансовые посредники и ненулевые комиссионные расходы.

Развитие и рост капитализации рынков акций и биржевых ПИФов представляются одними из наиболее реалистичных для выполнения условий для повышения эффективности ФИМСО негосударственного типа. Расширение доли корпоративных облигаций в портфелях НПФ также может улучшить финансовые результаты управления их активами. Развитие долевого рынка открывает возможности для пассивного инвестирования физических лиц, разработки и внедрения готовых портфельных решений с низким порогом входа для массового розничного инвестора. При условии достаточной ликвидности и глубины финансового рынка можно создавать и развивать на этой основе производные инструменты, специальные структурированные финансовые продукты, базовыми активами которых будут не только ОФЗ и

депозиты, а более рискованные и доходные финансовые инструменты.

Лучшие мировые практики показывают, что недвижимость, облигации и акции являются основой пенсионных портфелей в странах ОЭСР: в среднем в странах ОЭСР пенсионные накопления и резервы инвестируются в акции и облигации (напрямую или через ПИФы) в пропорциях примерно 40% и 45% соответственно. Одновременно с этим фонды недвижимости могут составлять до 5–10% активов в пенсионных портфелях. Следовательно, ПИФы недвижимости также следует рассматривать как инструменты для добавления в пенсионные портфели [13]. Данные идеи хорошо согласуются с национальными целями развития России, планами по разви-

тию фондового рынка и обновлению жилищного фонда в стране в соответствии с планами по стимулированию рождаемости [19]. В этой связи еще раз обращаем внимание на развитие инструмента обратной ипотеки (было описано в первом году НИР), создание условий для секьюритизации этого инструмента, разработки инфраструктуры и создание условий для проведения организованных торгов для широкого круга розничных инвесторов. Развитие этого направления на основе цифровых технологий может сделать значительный вклад в совершенствование эффективности отрасли долгосрочного ухода за старшим поколением, которая наравне с пенсионным обеспечением является зоной большого риска для государства.

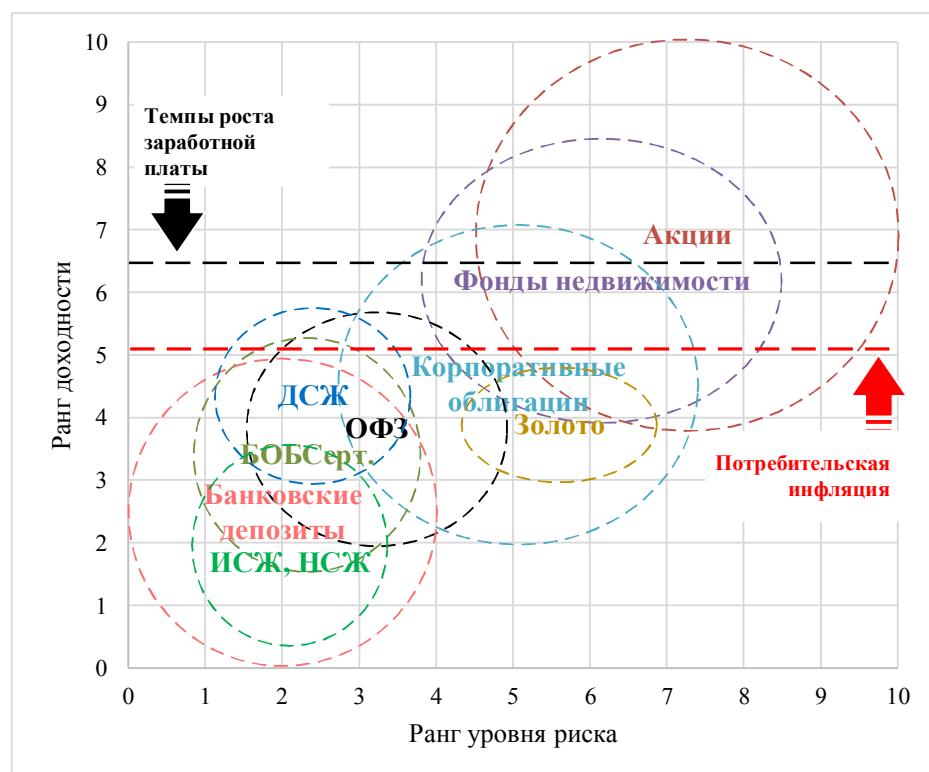


Рис. 3. Карта рисков и доходности различных классов финансовых активов:
БОБ – безотзывный банковский сертификат; ИСЖ и НЖС – инвестиционное страхование жизни и накопительное страхование жизни; ДСЖ – долевое страхование жизни¹

¹ Карта представляет собой поле вариантов условных соотношений риска и доходности размером 10x10. Первому рангу соответствует наименьшие ожидаемая доходность и риск. Площадь окружности каждого класса активов характеризует условный разброс риска и доходности: чем она больше, тем больше их вариации. Уровень потребительской инфляции и средние темпы роста заработной платы показаны горизонтальными пунктирными линиями и соответствуют российской действительности.

Планы по замене инструментов ИСЖ и НСЖ новым типом финансового инструмента – ДЖС – основаны на предпосылке перезапуска провального российского опыта функционирования первых двух инструментов, доходности которых оказались ниже доходностей банковских депозитов. На рисунке 3 данные инструменты отмечены зонами с низким риском и низкой доходностью. По коэффициенту Шарпа подобные инструменты заслуживают принятого решения об их сворачивании и полном перезапуске. Ожидается, что новый инструмент ДЖС должен расширить возможности для физических лиц по самостоятельному выбору доходной (рисковой) составляющей и более активного населения вовлечения в инвестиционные процессы. В теории это должно реанимировать доверие к инструменту и сохранить его как класс инвестиционных активов, которые могут быть интересны определенной категории потребителей, в первую очередь по причинам наличия страховой составляющей, возможностей обоснления частных накоплений при разделе имущества в случае развода и других факторов, т. е. фактор доходности сбережений тут не самый главный.

Структурированные финансовые продукты также заслуживают рассмотрения. Подобные инструменты должны разрабатываться специально для долгосрочного инвестирования в рынок долевых инструментов (на срок более 10 лет). При удлинении горизонта инвестирования риск инвестирования в рынок акций в среднем начинает стремиться к нулю (при индексном инвестировании). При этом ожидаемая доходность от владения акциями наиболее высока среди прочих финансовых инструментов, превышает темп роста заработной платы, поэтому в данном случае есть потенциал разделения риска и доходности между двумя сторонами сделки в рамках принципа коллективной ответственности за управление пенсионными резервами и накоплениями. Введение таких инструментов сделает финансовый рынок более раз-

нообразным и благоприятно скажется на развитии конкуренции.

Программы инвестиций с гарантированной защитой капитала как первый шаг на пути преодоления доминирования ОФЗ в инвестиционных портфелях

Финансовые продукты с гарантированной защитой капитала должны обеспечивать более высокую доходность по сравнению с классическими банковскими депозитами и ОФЗ. Потенциал получения дополнительного дохода зависит от коэффициента участия (доли в прибыли от инвестирования в рискованные инструменты). При неблагоприятном результате инвестирования клиентских средств в рисковую часть, например при падении рынка акций, клиент получает только гарантированную часть в размере полной и частичной выплаты первоначальной суммы. В условиях высокой инфляции данный инструмент становится гораздо менее эффективным и «гарантированность защиты капитала» является сомнительным преимуществом, поскольку в реальном выражении у клиента будет значительный убыток.

К таким программам относят структурированные финансовые продукты, примерами которых являются: 1) индексируемый депозит, ставка по которому не фиксированная, а плавающая, привязанная к базовому активу, например индексу или процентной ставке; 2) структурированная облигация с плавающей ставкой купона, также привязанной к базовому активу, например к индексу рынка акций; 3) программы доверительного управления с различными стратегиями управления активами (аллокации в акции и облигации) и др.

Данные программы по сроку действия сопоставимы с ИИС-3, предоставляют дополнительные экономические выгоды, например страховые выплаты в случае болезни или смерти застрахованного лица, которые не будут облагаться НДФЛ. Но и по ИИС-3 тоже появилась похожая возможность в виде досрочного

закрытия счета и вывода денег на покрытие дорогостоящего лечения. В части налоговых вычетов ИИС-3 значительно превосходит инвестиционные программы с защитой капитала и, как уже писалось ранее, более предпочтителен для обеспеченного среднего класса.

Оптимальным дизайном для инвестиционного портфеля с гарантированной защитой капитала представляется комбинированная модель, состоящая из условно безрисковой части, включающей облигации или банковские депозиты, как основы, гарантирующей полную или частичную защиту капитала инвестора, а также рис-

кованной части с высокой доходностью, содержащей акции и/или биржевые ПИФы, инвестирующие в акции.

Условия и направления развития российского финансового рынка, способствующие стимулированию отрасли НПО

Рассмотрим условия и направления развития российского финансового рынка, необходимые для повышения эффективности функционирования системы негосударственного пенсионного обеспечения, основанные на положениях Стратегии 2030 года (рис. 4).

УСЛОВИЯ И НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ДЛЯ ЭФФЕКТИВНОГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ОТРАСЛИ НПО

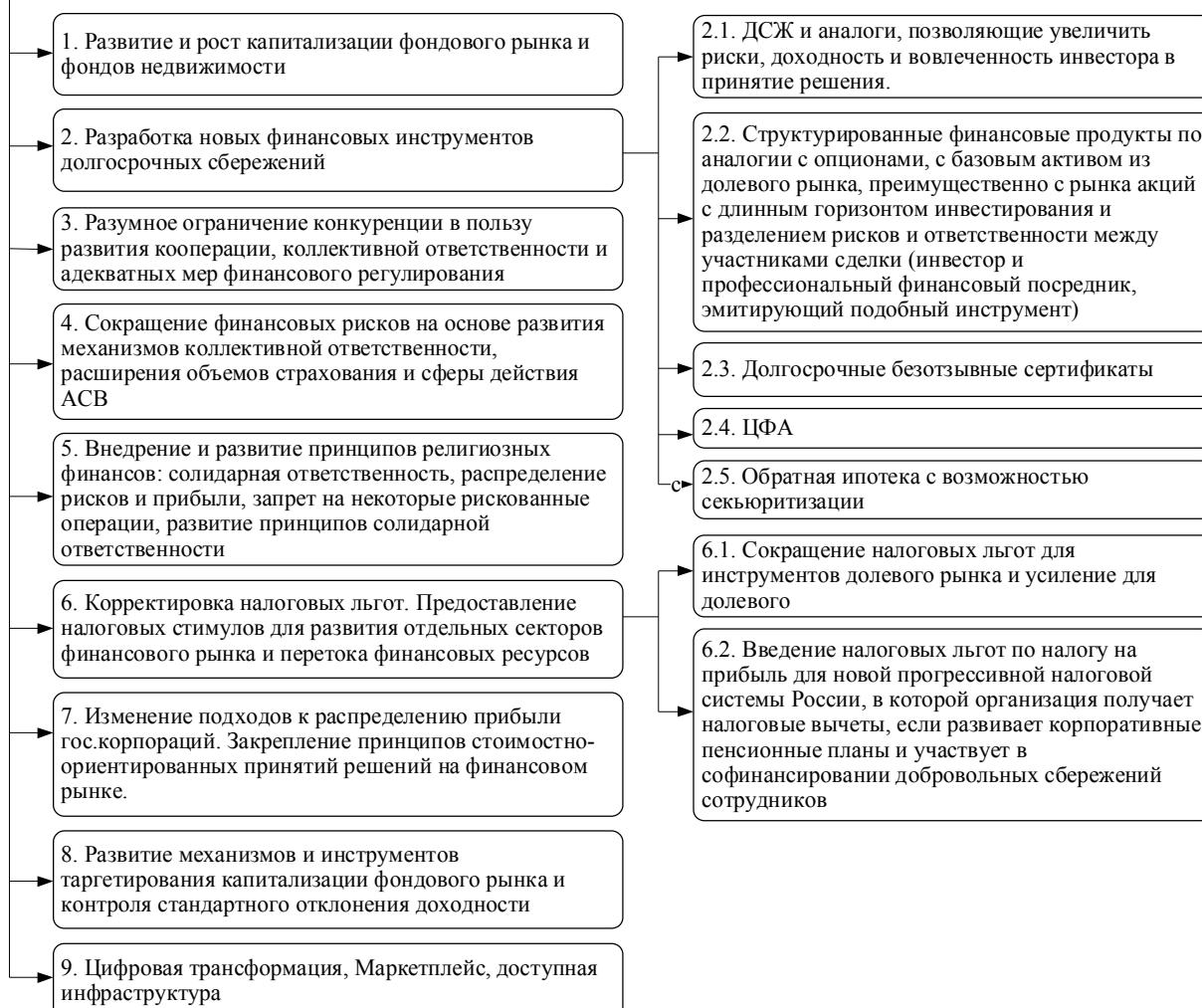


Рис. 4. Условия и направления развития финансового рынка для эффективного функционирования ФИМСО негосударственного типа

Учитывая изменения в целеполагании Стратегии 2030, финансовые посредники должны скорректировать свое отношение к проблеме недостаточной социальной ответственности и этическим аспектам ведения бизнеса в финансовой сфере. По всей видимости, на период действия СВО Россия будет вынуждена увеличить долю нерыночных методов регулирования финансового рынка, одновременно с этим внедряя и пропагандируя принципы солидарности и коллективной ответственности, стремления к всеобщему благу и выгоде через принятие компромиссных решений на основе временных мер, например указов о продаже валютной выручки, выплате повышенных налогов на прибыль госкорпораций со сверхприбылями, введению прогрессивной шкалы НДФЛ для доходов от прибыли, полученной от роста стоимости финансовых активов и т. п.

Проблему доминирования ОФЗ в пенсионных портфелях НПФ, а также преобладания инструментов кредитно-депозитного рынка при формировании портфелей в программах долгосрочных сбережений следует решать комплексно и коллективно (согласно Стратегии 2030). Во-первых, необходимо развивать корпоративные пенсионные планы, в рамках которых работодатель будет иметь право отчислять дополнительные страховые взносы для своих штатных сотрудников в рамках программы долгосрочных сбережений как софинансирование вкладов работников, получая за это налоговые льготы от государства (например, сокращение налогооблагаемой базы по налогу на прибыль). Во-вторых, основой для развития инфраструктуры финансового рынка должно стать развитие долевого сегмента финансового рынка – рынка акций – и в первую очередь линейки ПИФов.

Для стимулирования притока клиентских денег на долевой рынок следует перенастраивать существующие налоговые льготы для наиболее простых финансовых инструментов, которыми являются краткосрочные и среднесрочные банков-

ские депозиты. К таким льготам относится необлагаемый минимум для банковских депозитов на сумму до 1 млн руб. С учетом среднего размера банковского депозита страны, который по данным АСВ по первую половину 2024 г. составляет примерно 325 тыс. руб., для большей части населения России гораздо выгоднее инвестировать свои накопления именно на банковские депозиты, дающие более высокую посленалоговую доходность, чем рынок облигаций. Кроме этого, большинство граждан России не обладают информацией о возможностях инвестирования в другие финансовые инструменты либо технически не имеют такой возможности из-за низкой финансовой доступности.

Выводы

Проведённое исследование показало, что развитие финансового рынка является ключевым условием для повышения эффективности системы негосударственного пенсионного обеспечения в России. Анализ стратегических документов, экономических реалий и международного опыта продемонстрировал необходимость комплексного подхода, включающего институциональные, технологические и инфраструктурные изменения.

Рассмотрены основные направления развития финансового рынка, включая развитие долевого сегмента, стимулирование участия внутренних инвесторов и развитие инструментов долгосрочных сбережений. В ходе анализа открытых данных и научной литературы был выявлен ряд проблем в достижении целей развития российского финансового рынка: доминирование кредитно-депозитной модели, ограниченные возможности диверсификации инвестиционных портфелей, в т. ч. портфелей НПФ, недостаточная финансовая грамотность населения и др.

В рекомендациях предлагается развивать инструментарий российского финансового рынка в соответствии с положениями Стратегии 2030 года:

расширять линейку финансовых инструментов с высокой доходностью для обеспечения долгосрочного роста активов негосударственных пенсионных фондов; создавать благоприятные условия для развития корпоративных пенсионных планов с участием работодателей; продолжать цифровую трансформацию инфраструктуры финансового рынка и повышать его прозрачность и уровень доступности финансовых услуг; проводить косвенное стимулирование перетока средств населения в долговой сегмент финансового рынка через

налоговые стимулы и образовательные программы.

В заключение следует еще раз подчеркнуть, что у российского финансового рынка в настоящее время непростой период, в течение которого следует найти свой уникальный путь долгосрочного развития, который бы в полной мере отвечал поставленным целям национального развития с учетом негативного внешнего фона и высокой неопределенности, а также работал на принципах социальной ответственности, а не чистого рыночного капитализма.

Список литературы

1. Global financial markets valuation // GuruFocus. URL: <https://www.gurufocus.com/global-market-valuation.php> (дата обращения: 23.05.2025).
2. Стратегия развития финансового рынка до 2030 года от 13 сентября 2021 года // Банк России. URL: https://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/doc_20210913.docx (дата обращения: 23.05.2025).
3. Пономаренко К. С., Лагкуева И. В. Развитие российского фондового рынка в части добровольной программы долгосрочных сбережений // Вопросы российского и международного права. 2023. Т. 3, № 13. С. 256–264.
4. Дорофеев М. Л. Фискальные мультипликаторы и уровень доходного неравенства (на примере стран ОЭСР, России и Китая) // Вопросы экономики. 2024. № 4. С. 111–126. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-4-111-126>
5. Куликова Е. И. Влияние регуляторных новаций на развитие российской пенсионной системы // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2024. № 4, ч. 1. С. 88–93.
6. Дорофеев М. Л. Переоценка роли и функций российского финансового рынка в условиях структурной трансформации экономики // Мир новой экономики. 2023. Т. 17, № 1. С. 83–93.
7. Бежан М. В., Вязанкина Е. П. Центральный банк как мегарегулятор финансового рынка // Формирование механизмов устойчивого развития экономики региона: сборник трудов II Всероссийской национальной научно-практической конференции (с международным участием) / отв. редактор Е. А. Фомина. Симферополь: Ариаль, 2022. С. 7–15.
8. Белозёров С. А., Соколовская Е. В. Повышение финансовой грамотности населения как фактор развития национального финансового рынка (опыт Санкт-Петербургского государственного университета) // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2023. № 3-1(141). С. 144–149.
9. Abramov A. E., Chernova M. I. Improving pension savings investing: The case of Russia // Russian Journal of Economics. 2024. Vol. 10, N 1. P. 34–59.
10. Can pension fund design increase pension savings? Evidence from a conjoint experiment in six European countries / J. J. Fernández, S. Gonzales, H. James, T. Wib // Work, Aging and Retirement. 2024. <https://doi.org/10.1093/workar/waae021>

11. Князев Е. В., Дорофеев М. Л. Финтех-приложение «АКПИН» как один из драйверов развития системы негосударственного пенсионного обеспечения // Вестник университета. 2024. № 4. С. 207–215. <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2024-4-207-215>
12. Терещенко Т. А., Балашова И. В. Негосударственное пенсионное обеспечение как одна из составляющих многоуровневой пенсионной системы // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. 2023. Т. 20, № 5. С. 77–83. <https://doi.org/10.21686/2413-2829-2023-77-83>
13. Giesecke O., Rauh J. Trends in state and local pension funds // Annual Review of Financial Economics. 2023. Vol. 15, N 1. P. 221–238. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110921-022054>
14. Nomura A. Sustainability of the pension systems and the role of private pensions // Public Policy Review. 2023. Vol. 19, N 3. P. 1–36.
15. Vanatta S. H. The financialization of US public pension funds, 1945–1974 // Review of Social Economy. 2024. Vol. 82, N 2. P. 261–293.
16. Jarner S. F., Jallbjørn S., Andersen T. M. Pension system design: Roles and interdependencies of tax-financed and funded pensions // Scandinavian Actuarial Journal. 2024. N 13. P. 1–35.
17. Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов // Банк России. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/45038/rewiew_npf_23Q1.pdf (дата обращения: 10.05.2025).
18. ЦБ хочет разрешить НПФ в два раза больше рискованных активов // АльфаБанк. URL: <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/tsb-hochet-razreshit-npf-v-dva-razabolshe-riskovannyh-aktivov/> (дата обращения: 23.05.2025).
19. Defau L., De Moor L. The investment behaviour of pension funds in alternative assets: Interest rates and portfolio diversification // International Journal of Finance & Economics. 2021. Vol. 26, N 1. P. 1424–1434. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1856>

References

1. Global financial markets valuation. GuruFocus. Available at: <https://www.gurufocus.com/global-market-valuation.php> (accessed 23.05.2025).
2. Financial market Development Strategy until 2030 dated September 13, 2021. Bank of Russia. (In Russ.) Available at: https://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/doc_20210913.docx (accessed 23.05.2025).
3. Ponomarenko K.S., Lagkueva I.V. Development of the Russian stock market regarding the voluntary long-term savings program. *Voprosy rossiyskogo i mezhdunarodnogo prava = Issues of Russian and International Law*. 2023;3(13):256–264. (In Russ.)
4. Doroфеев М.Л. Fiscal multipliers and the level of income inequality (on the example of OECD countries, Russia, and China). *Voprosy ekonomiki = Economic Issues*. 2024;(4):111–126. (In Russ.) <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-4-111-126>
5. Kulikova E.I. The impact of regulatory innovations on the development of the Russian pension system. *Vestnik Altayskoy akademii ekonomiki i prava = Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law*. 2024;(4):88–93. (In Russ.)
6. Doroфеев М.Л. Reassessment of the role and functions of the Russian financial market in the context of structural economic transformation. *Mir novoy ekonomiki = The World of the New Economy*. 2023;17(1):83–93. (In Russ.)
7. Bezhан M.V., Vyazankina E.P. The Central Bank as a mega-regulator of the financial market. In: Fomina E.A. (ed.) *Formirovanie mekhanizmov ustoichivogo razvitiya ekonomiki regionala: sbornik trudov II Vserossiiskoi natsional'noi nauchno-prakticheskoi konferentsii (s*

mezhdunarodnym uchastiem) = Formation of mechanisms for the sustainable development of the region's economy: Proceedings of the II All-Russian National Scientific and Practical Conference (with international participation). Simferopol': Arial'; 2022. P. 7-15. (In Russ.)

8. Belozyorov S.A., Sokolovskaya E.V. Improving financial literacy of the population as a factor in the development of the national financial market (experience of St. Petersburg State University). *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Proceedings of St. Petersburg State University of Economics.* 2023;(3-1):144–149. (In Russ.)

9. Abramov A.E., Chernova M.I. Improving pension savings investing: The case of Russia. *Russian Journal of Economics.* 2024;10(1):34–59.

10. Fernández J.J., Gonzales S., James H., Wib T. Can pension fund design increase pension savings? Evidence from a conjoint experiment in six European countries. *Work, Aging and Retirement.* 2024. <https://doi.org/10.1093/workar/waae021>

11. Knyazev E.V., Doroфеев M.L. Fintech application «AKPIN» as one of the drivers of the development of the non-state pension provision system. *Vestnik universiteta = Bulletin of the University.* 2024;(4):207–215. (In Russ.) <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2024-4-207-215>

12. Tereschenko T.A., Balashova I.V. Non-state pension provision as one of the components of a multi-level pension system. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G.V. Plekhanova = Bulletin of the Russian Economic University named after G.V. Plekhanov.* 2023;20(5):77–83. (In Russ.) <https://doi.org/10.21686/2413-2829-2023-77-83>

13. Giesecke O., Rauh J. Trends in state and local pension funds // *Annual Review of Financial Economics.* 2023;15(1):221–238. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110921-022054>

14. Nomura A. Sustainability of the pension systems and the role of private pensions. *Public Policy Review.* 2023;19(3):1–36.

15. Vanatta S.H. The financialization of US public pension funds, 1945–1974. *Review of Social Economy.* 2024;82(2):261–293.

16. Jarner S.F., Jallbjørn S., Andersen T.M. Pension system design: Roles and interdependencies of tax-financed and funded pensions. *Scandinavian Actuarial Journal.* 2024;(13):1–35.

17. Review of key indicators of non-state pension funds. Bank of Russia. (In Russ.) Available at: https://cbk.ru/Collection/Collection/File/45038/rewiew_npf_23Q1.pdf (accessed 10.05.2025).

18. The Central Bank wants to allow NPFs twice as many risky assets. Alfabank. (In Russ.) Available at: <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/tsb-hochet-razreshit-npf-v-dvazraza-bolshe-riskovannyh-aktivov/> (accessed 23.05.2025).

19. Defau L., De Moor L. The investment behaviour of pension funds in alternative assets: Interest rates and portfolio diversification. *International Journal of Finance & Economics.* 2021;26(1):1424–1434. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1856>

Информация об авторе / Information about the Author

Дорофеев Михаил Львович, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры общественных финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация, e-mail: dorofeevml@yandex.ru, ORCID: 0000-0002-2829-9900

Mikhail L. Doroфеев, Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Public Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation, e-mail: dorofeevml@yandex.ru, ORCID: 0000-0002-2829-9900