

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Абрамов А.Е., Акшенцева К.С., Радыгин А.Д.,
Чернова М.И.**

**Исследование методов инвестирования пенсионных
накоплений в России и в мире**

Москва 2018

Аннотация. Авторами проведен анализ эффективности управления портфелями пенсионных накоплений НПФ за 2005-2016 гг. Показано, что на долгосрочном временном интервале портфелям пенсионных накоплений в НПФ пока не удалось переиграть инфляцию. Существенным остается разрыв между доходностью портфелей НПФ и доходностью инвестирования пенсионных накоплений на индивидуальных пенсионных счетах граждан в НПФ. Исходя из сложившейся структуры портфелей пенсионных в НПФ была рассчитана потенциальная доходность их портфелей, которая оказалась почти на 3 процентных пункта выше фактической доходности от управления данными портфелями, публикуемой НПФ. Анализ доходности портфелей НПФ с учетом риска показал, что на 10-летнем временном горизонте доходность фондов лежит близко к множеству оптимальных портфелей по Марковицу. Это говорит о том, что основная проблема в эффективности портфельного управления пенсионными накоплениями лежит не в результативности самих НПФ, а ограниченности инструментов внутреннего рынка с точки зрения потенциала доходности и риска.

Радыгин А.Д. декан экономического факультета Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Абрамов А.Е. заведующий научно-исследовательской лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Акшенцева К.С. научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Чернова М.И. научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2017 год

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОПС – обязательное пенсионное страхование

ПН – пенсионные накопления

СГВ – система гарантирования вкладом в накопительной системе в НПФ (осуществляется агентством АСВ)

CAGR – среднегеометрическая доходность в годовом выражении (сложный процент) за рассматриваемый период деятельности

СОДЕРЖАНИЕ

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ	3
ВВЕДЕНИЕ	5
1 Роль пенсионных накоплений в НПФ на российском фондовом рынке.....	6
2 Проблемы измерения доходности пенсионных накоплений.....	9
3 Брутто- и чистая доходность портфелей пенсионных накоплений в НПФ	12
4 Доходность и риски портфелей ПН в НПФ	39

ВВЕДЕНИЕ

Несмотря на то, что к 2017 г. участниками системы пенсионных накоплений в НПФ стало более 30 млн. граждан, уровень доверия населения к эффективности управления ими средствами пенсионных накоплений остается низким. Во многом этому способствует низкий уровень информационной прозрачности НПФ и результативности портфельного управления в них. В этом смысле настоящее исследование – это попытка приоткрыть завесу в вопросе эффективности портфельного управления накоплениями в НПФ. Оно опирается на уникальную базу о составе портфелей пенсионных накоплений в НПФ за 2005-2016 гг. и оценку разных показателей доходности портфелей НПФ.

Авторами предпринята попытка оценить фактическую доходность портфелей пенсионных накоплений, публикуемую НПФ, и их потенциальную доходность с учетом структуры распределения активов, сложившейся в НПФ и доходность бэнчмарков данных финансовых активов. Впервые оцениваются множества допустимых портфелей с учетом потенциала финансовых инструментов, доступных для пенсионных накоплений, ограничений по составу и структуре пенсионных накоплений, установленных законодательством и регулятором, а также расчетные показатели доходности и риска портфелей НПФ на фоне указанных множеств допустимых портфелей.

Данный препринт отражает один из аспектов проблемы эффективности портфельного управления

1 Роль пенсионных накоплений в НПФ на российском фондовом рынке

К концу 2006 г. завершился процесс перехода системы пенсионных накоплений в НПФ на гарантии в системе гарантирования пенсионных взносов, администрируемой АСВ. Не осталось пенсионных фондов, не участвующих в данной системе. В 2006 г. около 2,2 трлн руб. пенсионных накоплений находились в 38 НПФ. Еще 9 НПФ, ранее включенных в систему гарантирования пенсионных вкладов, прекратили существование, главным образом, по причине реорганизации – присоединения к другим НПФ, участвующим в системе гарантирования вкладов. Практически все реорганизации НПФ осуществлялись внутри тех финансовых групп, куда они входят (группа Алор, Открытие, Бин банка и др.). В 2016 г. на НПФ, участвующих в системе пенсионных накоплений приходилось все 100% средств пенсионных накоплений (таблица 1). В результате реорганизации отрасли и создания системы гарантирования пенсионных накоплений с рынка ушли НПФ, которые управляли около 10-15% пенсионных накоплений.

Таблица 1 – Распределение средств пенсионных накоплений между разными группами НПФ

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Млрд руб.										
НПФ, участвующие в системе гарантирования вкладов	20,9	26,1	57,5	114,0	270,5	460,6	755,6	788,6	1332,6	1903,1
НПФ, исключенные из системы гарантирования вкладов в связи с реорганизацией	3,0	4,1	8,9	22,6	81,0	143,1	234,1	238,5	378,0	245,6
Остальные НПФ, работавшие с накоплениями	3,2	4,4	11,4	20,7	39,5	62,0	105,6	111,2	27,7	0,0
Все НПФ -всего	27,2	34,6	77,9	157,3	391,0	665,6	1095,4	1138,2	1738,3	2148,7
Структура, %										
НПФ, участвующие в системе гарантирования вкладов	77,0	75,3	73,8	72,5	69,2	69,2	69,0	69,3	76,7	88,6
НПФ, исключенные из системы гарантирования вкладов в связи с реорганизацией	11,2	11,8	11,5	14,4	20,7	21,5	21,4	21,0	21,7	11,4

Остальные НПФ, работавшие с накоплениями	11,8	12,9	14,7	13,1	10,1	9,3	9,6	9,8	1,6	0,0
Все НПФ -всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: собственные расчеты авторов

В настоящее время НПФ играют существенную роль в развитии финансового рынка, став практически единственным внутренним институциональным инвестором с относительно длинными финансовыми ресурсами на внутреннем финансовом рынке. И даже несмотря на заморозку системы пенсионных отчислений в накопительную часть пенсии в 2014-2017 гг., их роль как инвесторов на рынке ключевых финансовых инструментов в России продолжает расти. За прошедшее 10-летие доля портфелей пенсионных накоплений НПФ в федеральных облигациях выросла с 0,16% в 2007 г. до 2,49% в 2016 г. (рисунок 1 и таблица 2); доля в облигациях Субъектов РФ соответственно повысилась с 2,03% до 10,11%; в корпоративных облигациях – с 0,82% до 11,42%; в акциях (общей стоимости капитализации) – с 0,02% до 0,87%; в сумме банковских депозитах нефинансовых организаций – с 0,01% до 2,74%. Всего во всей массе финансовых обязательств в России доля накопительных портфелей НПФ за тот же период времени выросла с 0,06% до 2,82%.

Также, как видно на рисунке 1, с 2013 г. после введения «заморозки пенсионных накоплений» доля накопительных портфелей НПФ в облигациях субъектов Федерации, и банковских депозитах начала заметно снижаться под влиянием замедления притока новых средств в негосударственные пенсионные фонды и переключении их вложений, прежде всего, во внутренние корпоративные облигации российских эмитентов.

Стоимость в обращении	1257	1663	2526	3000	3437	4168	5189	6623	8068	9438
Инвестиции из портфеля пенсионных накоплений НПФ	10	15	28	77	176	226	397	445	816	1078
Доля НПФ в инструменте, %	0,82	0,92	1,12	2,56	5,11	5,43	7,66	6,72	10,12	11,42
4. Акции										
Капитализация акций – всего	38432	9850	27290	41866	32173	33537	33129	19642	23854	42545
Инвестиции из портфеля пенсионных накоплений НПФ	7	4	9	19	37	42	70	76	224	371
Доля НПФ в инструменте, %	0,02	0,04	0,03	0,04	0,12	0,12	0,21	0,39	0,94	0,87
5. Денежные средства в банковских депозитах										
Депозиты нефинансовых организаций	2096	2607	3199	3541	5488	6090	6372	8472	8522	8529
Инвестиции из портфеля пенсионных накоплений НПФ	0,3	4	17	25	91	259	336	359	336	234
Доля НПФ в инструменте, %	0,01	0,14	0,54	0,71	1,67	4,25	5,27	4,24	3,94	2,74
6. Всего - финансовые обязательства										
Стоимость обязательств	43256	15843	35273	51325	45069	48298	49621	40744	46593	67247
Инвестиции из портфеля пенсионных накоплений НПФ	24	29	67	137	347	593	913	972	1536	1900
Доля НПФ в инструменте, %	0,06	0,18	0,19	0,27	0,77	1,23	1,84	2,39	3,30	2,82

Источник: собственные расчеты авторов

2 Проблемы измерения доходности пенсионных накоплений

Для ответа на вопрос о том, насколько эффективно за прошедшие 12 лет НПФ управляли пенсионными накоплениями, нами рассмотрены несколько аспектов анализа долгосрочной доходности накопительных портфелей. Проблема осложняется тем, что по портфелям пенсионных накоплений НПФ практически *отсутствуют* общепризнанные ряды исторической доходности.

Во-первых, по каждому НПФ в системе обязательного пенсионного страхования существует, по крайней мере, четыре официальных показателя доходности его портфеля, которые могут существенно отличаться друг от друга (см. пример на таблице 3). Это касается следующих показателей доходности:

1) Показатель, официально публикуемый НПФ на своем сайте в системе «Интернет». Обычно именно этот показатель раскрывается в наиболее авторитетном частном информационном материале о показателях деятельности НПФ в ОПС, публикуемом на ежегодной основе АНПФ и консалтинговой компаний Pension&Actuarial Consulting (2017)¹. Как правило, это общая доходность фонда, не уменьшенная на отчисления в резервы и оплату услуг по администрированию фондом.

2) Доход, полученный от инвестирования средств пенсионных накоплений за отчетный год (по Форме № 8 по накоплениям) Это брутто-доход, не очищенный на вознаграждения.

3) Брутто – доходность пенсионных портфелей, раскрываемая Банком России в аналитических таблицах в разделе "Основные показатели деятельности НПФ по ОПС" по адресу http://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/

4) Наконец, доход от инвестирования средств пенсионных накоплений, полученный за отчетный год и распределенный по пенсионным счетам накопительной части трудовой пенсии (Из формы №9 по накоплениям). Это доходность с учетом ее уменьшения на отчисления по резервам НПФ и на цели вознаграждения НПФ, управляющих компаний пенсионными портфелями и специализированного депозитария. К сожалению, отчетность о данной доходности обычно публикуется лишь спустя 15 месяцев после последней календарной даты отчетного года.

Во-вторых, до сих пор остается открытым вопрос о доходности портфелей пенсионных накоплений в 2008 г. и в 2011 г., то есть в годы, когда большинство портфелей с рублевыми активами фиксировали убытки. В эти годы большинство НПФ сработало с убытками по портфелям, однако по законодательству это не допускалось. Из-за данной неопределенности, например, Центральный банк России не публикует собственных оценок долгосрочной доходности НПФ с самого начала их работы с пенсионными накоплениями. В уже упомянутых докладах АНПФ и консалтинговой компаний Pension&Actuarial Consulting просто делается формальное предположение о том, что при убытках портфеля ОПС НПФ показывают нулевую доходность. К сожалению, данная ситуация далека от реальности, и такое допущение ведет к завышению доходности портфелей пенсионных накоплений за длительные временные горизонты.

В нашем анализе мы используем три группы показателей доходности НПФ:

¹ Пенсионные накопления России. Итоги 2016 г. и промежуточные результаты 2017 г. АНПФ и Pension&Actuarial Consulting, 2017. Опубликовано: <http://p-a-c.ru/124237>.

1. Ряд смешанной доходности, где за период 2005-2010 гг. показаны данные доходности, опубликованные в докладах АНПФ и Pension&Actuarial Consulting за ряд лет, а с 2011 г. по 2016 г. – данные, публикуемые Банком России (Вариант 1).

2. Ряды доходности АНПФ и Pension&Actuarial Consulting за период 2005-2016 гг. (Вариант 2)

3. Составленные нами ряды чистой доходности НПФ за период 2005-2015 гг., составленные по форме отчетности № 9) – Вариант 3.

При анализе доходности портфелей ПН в НПФ при всех указанных вариантах необходимо учитывать одно очень важное обстоятельство. ВО ВСЕХ ТРЕХ ВАРИАНТАХ ДОХОДНОСТЬ ПН В НПФ ИСЧИСЛЯЕТСЯ В РУБЛЯХ, ТО ЕСТЬ ОНА НЕ УЧИТЫВАЕТ ФАКТОР ЕГО ДЕВАЛЬВАЦИИ К ДОЛЛАРУ И ЕВРО. При этом в деятельности по ОПС именно ДЕВАЛЬВАЦИЯ является «злейшим врагом» долгосрочных пенсионных накоплений. За весь рассматриваемый 12-летний период времени с 2005 г. по 2016 г. на российском финансовом рынке случились две крупные девальвации в 2008 г. и в 2014-2015 гг. Риск девальвации заключается в том, что каждый раз она на 40-50% обесценивает всю сумму накопленных сбережений, делая бессмысленными стратегии долгосрочных накоплений. Перспективы пенсионных накоплений в России во многом зависят от того, насколько успешно государству удастся победить не только инфляцию, которую таргетирует в своей денежно-кредитной политике Банк России, но и риски девальвации национальной валюты.

Учитывая значимость проблемы девальвации национальной валюты с точки зрения внутренних долгосрочных сбережений, возможно, было бы целесообразно рассмотреть вопрос о возвращении в том или ином виде стабильности курса национальной валюты в качестве одной из целей ДКП Банка России. По нашему мнению, это не исключает отказ от поддержания стабильности валютного курса за счет валютных интервенций Банка России. В данном случае для поддержания стабильности валютного курса могут использоваться иные инструменты, в частности, стимулирование Банком России приоритетного развития различных несырьевых отраслей народного хозяйства, регулирование валютных отношений и продаж валютной выручки экспортно-ориентированными компаниями, воздействия на притоки средств иностранных инвесторов и иные меры. Возможно, для целей таргетирования валютного курса Банк России мог бы создать единый комитет (совет) с Правительством Российской Федерации.

Таблица 3 – пример разных показателей доходности портфеля пенсионных накоплений в случае с НПФ электроэнергетики за 2015-2016 гг., % годовых

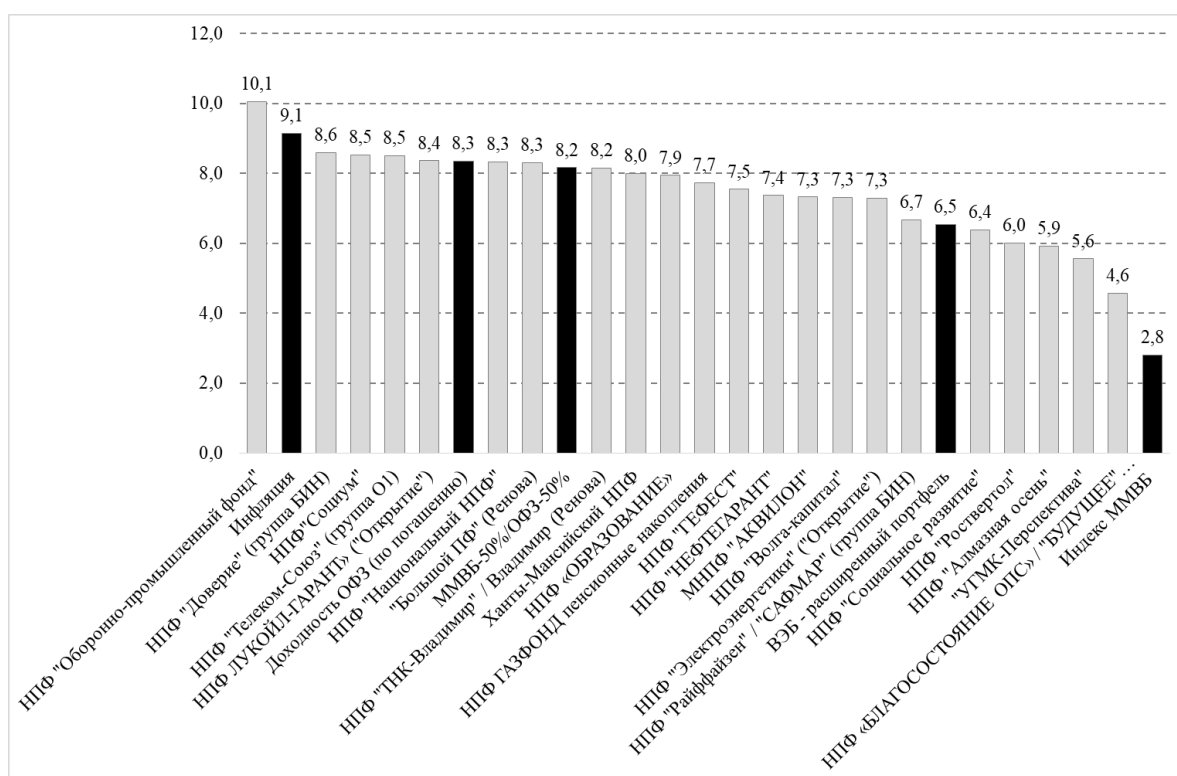
	2015	2016
1. Информация на сайте НПФ электроэнергетики и в	8,58	9,36
2. Докладе АНПФ "Пенсионные накопления России", 2016 г.	8,58	9,36
3. Информация Банка России в разделе "Основные показатели деятельности НПФ по ОПС" по адресу http://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/	8,46	11,17
4*. Доход, полученный от инвестирования средств ПН за отчетный год (ФОРМА № 8)	9,83	10,84
5**. Доход от инвестирования средств ПН, полученный за отчетный год и распределенный по пенсионным счетам накопительной части трудовой пенсии (ФОРМА № 9)	6,97	Данные пока не опубликованы
* Доход, не очищенный на издержки (форма № 8)		
** Доход, очищенный на издержки (форма № 9)		

Источник: составлено авторами на основе отчетности НПФ электроэнергетики и данных Банка России

3 Брутто- и чистая доходность портфелей пенсионных накоплений в НПФ

На Рисунке 2 пенсионные портфели НПФ и бэнчмарки ранжированы по критерию среднегеометрической доходности в годовом выражении (CAGR) в течение 10-летнего периода с 2007 г. по 2016 г. При этом доходность НПФ рассчитана по Варианту 1, то есть это брутто-доходность. Как видно из графика, за рассматриваемый период из 38 НПФ, входящих в систему гарантирования пенсионных накоплений лишь один НПФ – НПФ «Оборонно-промышленный комплекс» получил доходность в размере 10,1% годовых, что оказалось больше среднегодового уровня инфляции в размере 9,1%. Из других НПФ доходность, наиболее близко к инфляции получили еще четыре НПФ – Доверие, Социум, Телеком-Союз и Лукойл-Гарант.

При этом необходимо учитывать, что в ряду доходности за указанный 10-летний период по Варианту 1, как правило, убытки портфелей пенсионных накоплений в НПФ, полученные в 2008 г., не показываются. Доходность их портфелей за данный год принимается равной нулю.

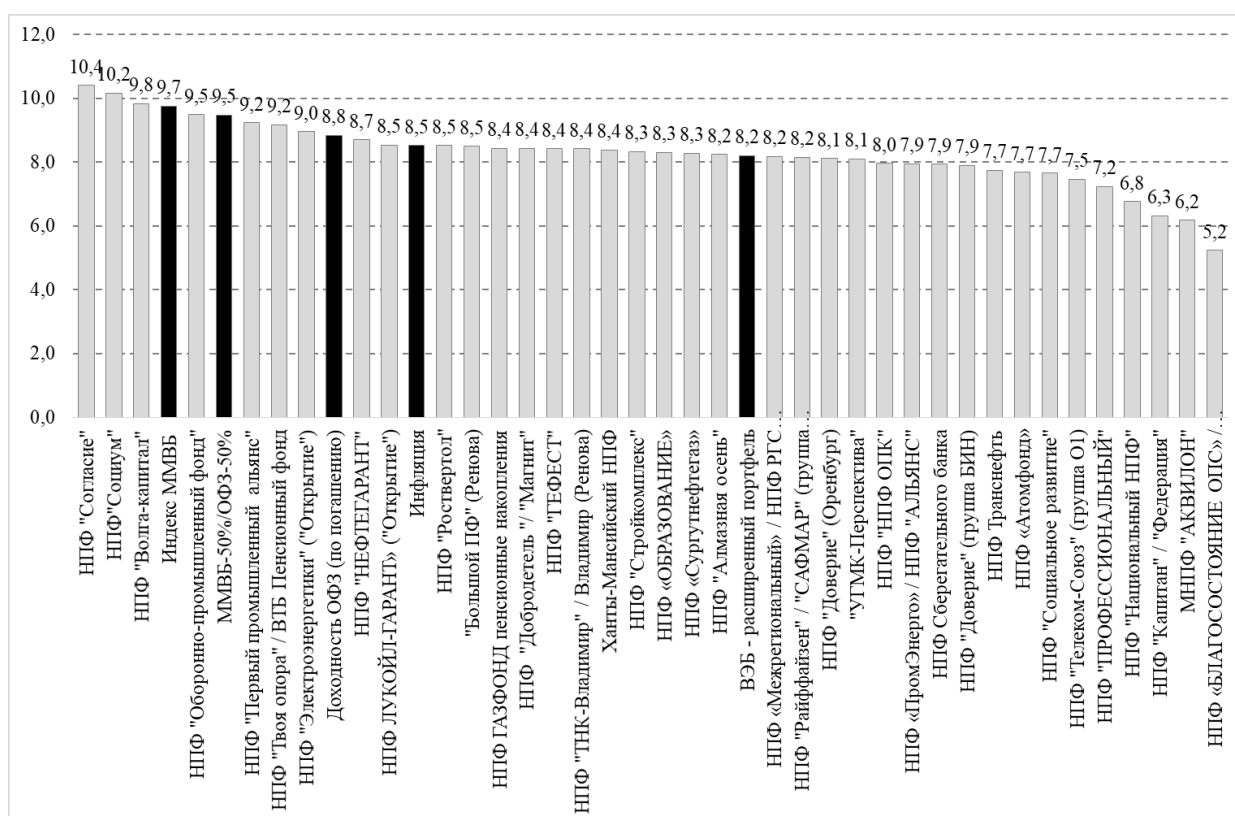


Источник: расчеты авторов

Рисунок 2 - Среднегеометрическая доходность портфелей пенсионных накоплений НПФ (Вариант 1) и доходность простых бэнчмарков за период 10 лет с 2007 г. по 2016 г., % годовых

На рисунке 3 сравнивается средне геометрическая доходность портфелей ПН с бэнчмарками (расчеты по Варианту 1) за 5-летний период с 2012 г. по 2016 г. За это время 9 НПФ из 37 переиграли по доходности инфляцию. Наибольший уровень доходности получили три НПФ – Согласие, Социум и Волга-Капитал – соответственно 10,4%, 10,2% и 9,8% годовых. Во многом драйвером высокой доходности НПФ за этот период времени стали акции российских эмитентов. За 5 лет средняя доходность индекса ММВБ составила 9,7% годовых при инфляции в размере 8,5% годовых.

Таким образом, по критерию брутто-доходности за периоды 10 и 5 лет по 2016 г. портфели пенсионных накоплений НПФ на фоне инфляции смотрелись относительно неплохо. На периоде 10 лет 1 фонд из 22-х в выборке переиграл инфляцию, а за период 5 лет – 9 фондов из 37. Благодаря относительной стабилизации инфляции в России – налицо тенденция роста доли НПФ, переигрывающих данный бэнчмарк.



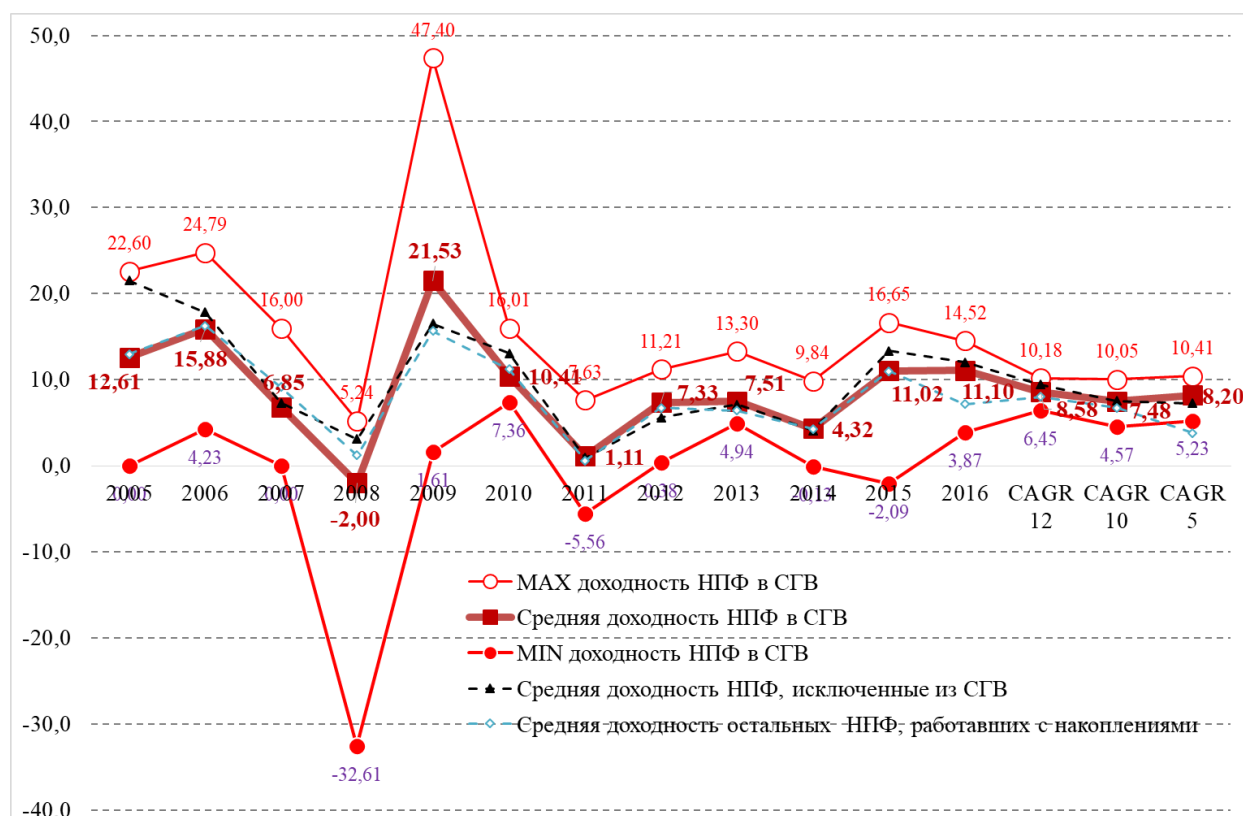
Источник: расчеты авторов

Рисунок 3 - Среднегеометрическая доходность портфелей пенсионных накоплений НПФ (Вариант 1) и доходность бэнчмарков за период 5 лет с 2012 г. по 2016 г. , % годовых

На рисунке 4 анализируются средние показатели по выборке НПФ по критерию доходности, рассчитанной по Варианту 1. Средняя по портфелям НПФ CAGR составила за 12 лет (с 2005 г. по 2016 г.), 10 лет (2007-2016 гг.) и 5 лет (2012-2016 гг.) соответственно 8,58%, 7,48% и 8,20% годовых. За аналогичный период времени инфляция составляла 9,3%, 9,1% и 8,5% (см. таблицу 4). То есть по критерию средней доходности по отрасли НПФ пока стабильно проигрывают инфляции, хотя данный разрыв сокращается по мере анализа более коротких текущих временных горизонтов.

Также на рисунке 4 видно, что диапазон разброса между максимальной и минимальной доходностями портфелей пенсионных накоплений НПФ относительно небольшой, и он имеет тенденцию к сужению по мере увеличения временных горизонтов инвестирования. За 12 лет с 2005 г. по 2016 г. максимальная и минимальная среднегодовые доходности НПФ составили 10,18% и 6,45%, спред был равен 3,73 процентных пункта. За 5 лет — с 2012 г. по 2016 г. максимальная и минимальная доходности достигли соответственно 10,41% и 5,23%, спред 5,18 п.п. Данные цифры свидетельствуют о том, что под влиянием усиления надзора со стороны регулирующих органов при относительно

слабой диверсификации по критерию доходности-риска финансовых инструментов, разрешенных для инвестирования средств пенсионных накоплений в НПФ результативность большинства фондов, особенно по мере роста временных горизонтов имеет тенденцию к выравниванию.

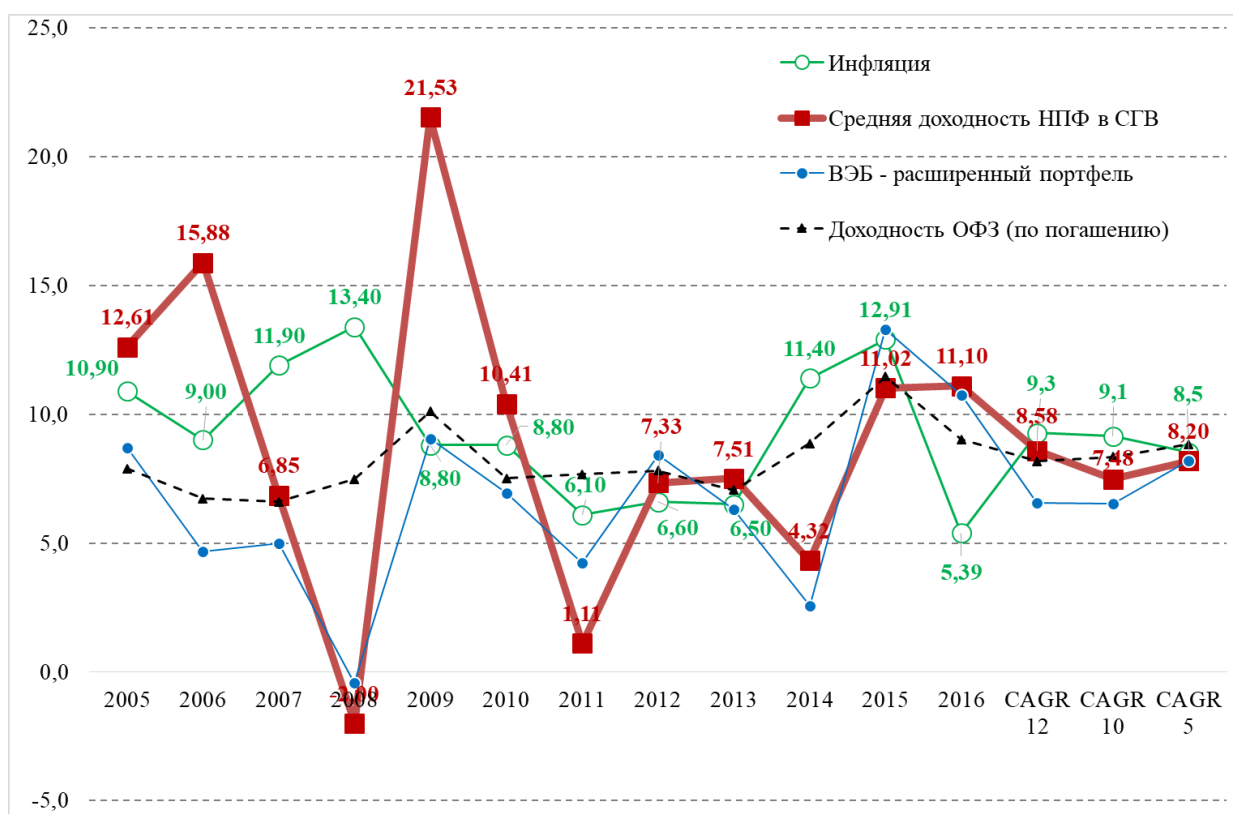


Источник: расчеты авторов

Рисунок 4 - Средняя, максимальная и минимальная доходности разных групп НПФ за период 2005-2016 гг., % годовых

На рисунке 5 средняя доходность по НПФ, входящих в СГВ, сравнивается с различными бэнчмарками. Как было отмечено выше, средние показатели по доходности портфелей ПН НПФ пока проигрывают инфляции, однако данный разрыв снижается. За 5 лет с 2012 г. по 2016 г. средняя доходность портфелей ПН НПФ достигала 8,2% при инфляции 8,5%, то есть спред к инфляции составил всего 0,3 п.п. по сравнению с 4,6 п.п. (9,1-7,48) за последние 10 лет. При этом в 2016 г. при инфляции в размере 5,39% среднегодовая брутто-доходность НПФ достигла 11,10%, то есть оказалась выше почти в 2 раза. С учетом тенденции на снижение инфляции, которая в 2017 г. ожидается на уровне 3%, можно предполагать, что в течение двух-трех лет средняя доходность по НПФ, участвующих в СГВ, превысит инфляцию.

Указанная тенденция по постепенному переходу портфелей ПН в зону позитивной (сверх инфляции) реальной доходности, помимо всего прочего, показывает, что основной проблемой для перспективы пенсионных накоплений НПФ в настоящее время становится не инфляция, а риски девальвации рубля. Управление данными рисками требует не только изменений в содержании ДКП Банка России и усиление координации его стратегии с усилиями Правительства Российской Федерации (о чем мы писали выше), но расширение прав НПФ по инвестированию пенсионных накоплений в надежные и доходные зарубежные активы, в частности, в акции (паи) крупнейших глобальных биржевых индексных фондов (ETFs). Согласно требованиям части третьей статьи 36.15 Федерального закона от 07.05.1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» в инвестиционном портфеле ПН НПФ максимальная доля средств, размещенных в ценные бумаги иностранных эмитентов, не должна превышать 20 процентов. Кроме того, согласно п.1.1.4 Положения «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда...», утвержденного приказом Банка России от 1 марта 2017 г. № 580-П установлен очень ограниченный перечень из всего 17 ETFs иностранных эмитентов, в которые могут вкладываться средства ПН НПФ. В данный перечень не включены наиболее популярные и ликвидные ETFs группы Vanguard (кроме двух фондов), BlackRock, State Street Global Advisor и других крупных управляющих компаний. Большинство ETFs из перечня Банка России являются секторальными (отраслевыми или страновыми), в то время, как наибольший потенциал доходности при минимизации рисков имеют как раз хорошо диверсифицированные по разным странам глобальные ETFs.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 5 – Средняя портфеля ПН НПФ, включенных в СГВ, инфляция, доходность ОФЗ и расширенного портфеля ПН ВЭБ за период 2005-2016 гг., % годовых

Таблица 4 – Показатели доходности портфелей пенсионных накоплений НПФ и бэнчмарков по Варианту 1 за период 2005-2016 гг., % годовых

	Лиц. №	Наименование	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR 12	CAG R 10	CAGR 5
		Индекс ММВБ	83,08	67,50	11,54	-67,20	121,14	23,21	-16,93	5,17	1,99	-7,15	26,12	26,76	12,3	2,8	9,7
		Доходность ОФЗ (по погашению)	7,89	6,73	6,59	7,48	10,12	7,51	7,68	7,82	7,06	8,86	11,46	9,02	8,2	8,3	8,8
		Инфляция	10,90	9,00	11,90	13,40	8,80	8,80	6,10	6,60	6,50	11,40	12,91	5,39	9,3	9,1	8,5
		ММВБ-50%/ОФЗ-50%	45,48	37,12	9,07	-29,86	65,63	15,36	-4,63	6,49	4,53	0,86	18,79	17,89	13,1	8,2	9,5
		ВЭБ - расширенный портфель	8,71	4,67	4,99	-0,43	9,05	6,95	4,24	8,41	6,31	2,56	13,3	10,74	6,6	6,5	8,2
СГ	3/2	НПФ "Электроэнергетики" ("Открытие")	11,85	16,64	4,25	0,00	12,12	10,51	1,88	7,77	8,38	9,04	8,46	11,17	8,4	7,3	9,0
СГ	12/2	НПФ "ГЕФЕСТ"		16,58	6,78	5,24	13,02	11,04	-1,99	6,62	7,37	0,62	16,65	11,48		7,5	8,4
СГ	23	НПФ "Алмазная осень"	7,60	10,70	6,10	0,00	1,68	8,98	1,74	7,05	5,03	2,02	13,59	14,05	6,5	5,9	8,2
СГ	41	НПФ Сберегательного банка			0,00	0,00	30,02	9,27	-0,09	7,84	6,95	2,67	10,70	11,76			7,9
СГ	56	Ханты-Мансийский НПФ	16,40	15,10	13,14	0,00	12,50	10,81	2,39	7,91	6,61	0,44	15,84	11,72	9,3	8,0	8,4
СГ	57/2	НПФ "ТНК-Владимир" / Владимир (Ренова)	7,15	4,23	6,35	0,00	21,30	12,30	0,96	7,45	7,46	5,4	11,92	9,96	7,7	8,2	8,4
СГ	67/2	НПФ "Райффайзен" / "САФМАР" (группа БИН)	8,27	12,38	5,73	0,00	10,46	10,82	-0,42	8,38	7,14	4,76	10,18	10,41	7,3	6,7	8,2
СГ	78/2	"Большой ПФ" (Ренова)	14,90	17,90	6,40	0,00	24,40	9,90	1,53	7,13	7,25	6,15	11,33	10,70	9,6	8,3	8,5
СГ	94	НПФ "Телеком-Союз" (группа О1)		24,79	10,09	0,00	25,74	11,59	2,25	8,45	5,60	2,29	8,42	12,81		8,5	7,5
СГ	106/2	НПФ "НПФ ОПК"							-0,77	6,81	6,99	1,91	12,87	11,59			8,0
СГ	158/2	НПФ "Роствертол"	9,60	13,90	4,70	0,00	1,61	8,77	2,93	6,90	8,27	6,95	9,71	10,80	6,9	6,0	8,5
СГ	169/2	НПФ АО "АвтоВАЗ"									6,45	4,66	14,00	10,32			
СГ	175/2	НПФ "Стройкомплекс"							4,08	7,28	7,67	5,01	12,51	9,28			8,3
СГ	237	НПФ "Доверие" (Оренбург)					24,60	9,00	-3,29	6,07	8,35	5,43	9,60	11,22			8,1
СГ	269	НПФ "Твоя опора" / ВТБ Пенсионный фонд				0,00	16,03	9,23	0,73	10,99	6,59	4,72	10,76	13,00			9,2
СГ	281	НПФ "Добродетель" / "Магнит"					20,00	9,80	-2,96	8,84	13,30	0,86	7,74	11,85			8,4
СГ	288	НПФ "Национальный НПФ"	20,70	19,14	6,76	0,00	34,00	10,34	1,65	5,21	4,94	1,65	11,90	10,42	10,2	8,3	6,8
СГ	308/2	НПФ "Социальное развитие"	22,60	22,60	5,90	0,00	10,60	9,10	0,55	6,88	6,90	0,88	14,49	9,58	8,9	6,4	7,7
СГ	318/2	НПФ "Доверие" (группа БИН)		9,13	8,60	0,00	24,55	9,00	5,71	3,31	7,35	7,54	12,27	9,24		8,6	7,9

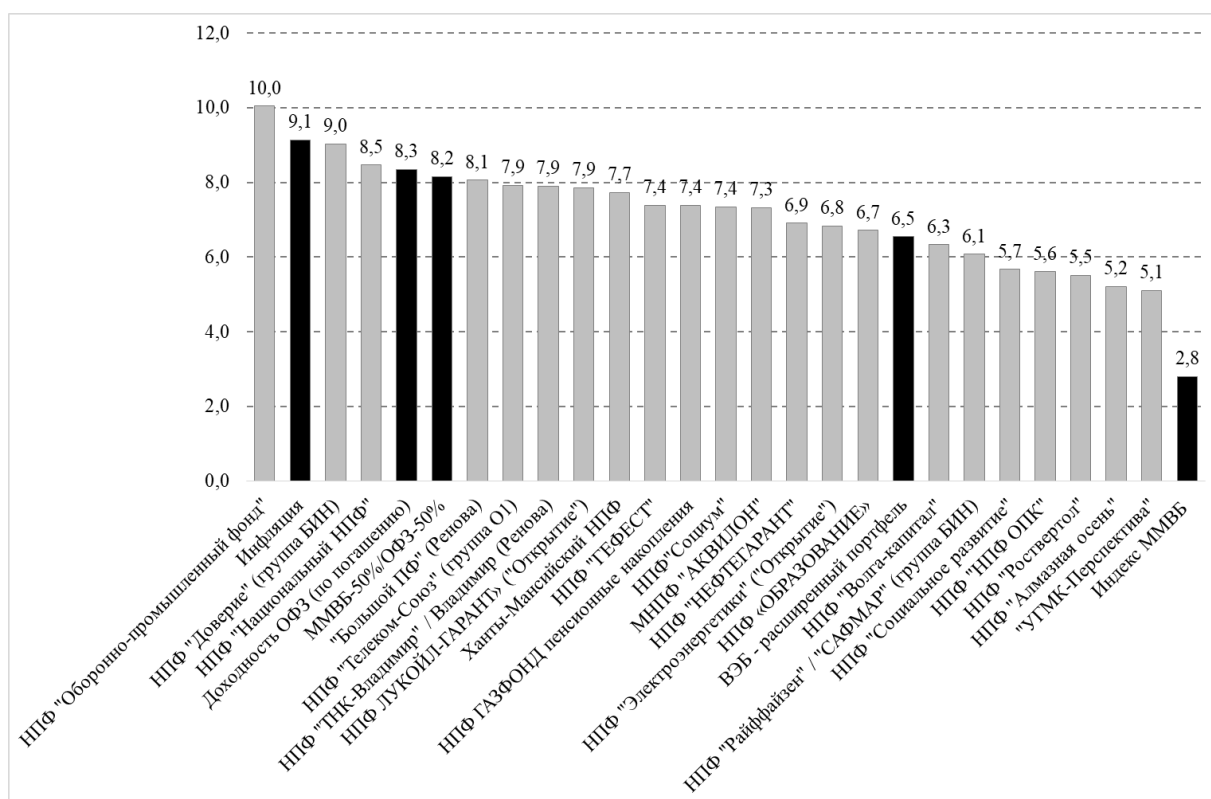
СГ	320/2	НПФ "Социум"	12,11	16,01	11,88	0,00	11,88	9,59	1,87	10,24	8,53	7,10	12,43	12,62	9,4	8,5	10,2
СГ	326/2	МНПФ "АКВИЛОН"	0,00	10,46	4,92	0,00	28,93	11,04	0,00	0,38	5,93	4,99	8,4	11,51		7,3	6,2
СГ	346	НПФ Транснефть							1,74	7,16	6,65	2,38	12,97	9,85			7,7
СГ	347	НПФ "Оборонно-промышленный фонд"		17,02	7,61	0,00	40,54	16,01	-5,56	6,13	7,51	6,48	13,06	14,52		10,1	9,5
СГ	359	НПФ "Первый промышленный альянс"					26,05	13,15	2,77	8,35	8,68	2,73	13,34	13,43			9,2
СГ	360/2	НПФ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ							3,90	7,07	7,40	3,27	8,11	10,44			7,2
СГ	377	НПФ "Волга-капитал"	17,00	19,01	7,50	0,00	8,00	9,00	0,13	7,35	8,96	7,59	13,69	11,71	9,0	7,3	9,8
СГ	378/2	"УГМК-Перспектива"		18,50	5,42	-32,61	47,40	10,70	0,34	6,80	6,07	2,19	12,75	13,07		5,6	8,1
СГ	407	НПФ «Межрегиональный» / НПФ РГС (группа "Открытие")				0,00	31,91	11,35	0,77	6,06	6,22	7,54	9,56	11,59			8,2
СГ	412	НПФ «ОБРАЗОВАНИЕ»			0,22	0,00	27,13	12,03	0,95	9,58	8,39	5,91	9,43	8,23		7,9	8,3
СГ	415	НПФ «ПромЭнерго» / НПФ "АЛЪЯНС"							-4,28	6,37	9,84	-0,13	12,15	12,01			7,9
СГ	430	НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления	16,35	15,48	3,96	0,00	22,60	9,24	0,93	7,73	6,39	2,85	13,92	11,62	9,1	7,7	8,4
СГ	431	НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ ОПС» / БУДУЩЕЕ(группа ОI)		18,70	16,00	-23,90	23,40	10,20	0,91	7,15	8,23	1,47	5,58	3,87		4,6	5,2
СГ	432	НПФ ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ» ("Открытие")	12,03	15,18	9,53	0,00	20,07	10,55	1,99	7,57	6,65	8,95	8,96	10,58	9,2	8,4	8,5
СГ	433	НПФ «Сургутнефтегаз»					43,55	9,42	1,28	9,87	6,45	0,25	12,94	12,39			8,3
СГ	434	НПФ "Согласие"						12,66	7,63	11,21	11,44	9,84	9,13	10,43			10,4
СГ	436	НПФ "НЕФТЕГАРАНТ"		20,10	5,68	-0,64	13,84	7,36	4,58	6,99	6,89	7,26	10,57	11,88		7,4	8,7
СГ	437	НПФ «Атомфонд»				0,00	18,10	9,92	1,33	6,40	6,72	3,79	10,74	10,91			7,7
СГ	440	НПФ "Капитан" / "Федерация"							2,91	8,09	9,75	6,54	-2,09	9,73			6,3
Доходность НПФ, участвующих в СГВ:																	
Максимальная			22,60	24,79	16,00	5,24	47,40	16,01	7,63	11,21	13,30	9,84	16,65	14,52	10,18	10,05	10,41
Средняя (простая)			12,61	15,88	6,85	-2,00	21,53	10,41	1,11	7,33	7,51	4,32	11,02	11,10	8,58	7,48	8,20
Минимальная			0,00	4,23	0,00	-32,61	1,61	7,36	-5,56	0,38	4,94	-0,13	-2,09	3,87	6,45	4,57	5,23
Средняя доходность НПФ, исключенные из СГВ			21,54	17,83	7,33	3,12	16,53	13,06	0,93	5,62	7,10	4,08	13,33	12,04	9,42	7,53	7,26
Средняя доходность остальных НПФ, работавших с накоплениями			12,95	16,27	9,14	1,23	15,64	11,21	0,60	6,75	6,41	4,29	10,97	7,15	7,99	6,75	3,82

Источник: расчеты авторов

На рисунке 6 и далее анализируются ряды доходностей портфелей ПН НПФ, рассчитанной по Варианту 2, то есть по доходности, раскрываемой в докладах СРО негосударственных пенсионных фондов АНПФ и консалтинговой фирмы Pension&Actuarial Consulting за ряд лет. Здесь речь идет также о брутто-доходности, не очищенной на отчисления в резервные фонды НПФ, на суммы административных расходов НПФ и оплату услуг управляющих компаний и специализированных депозитариев.

За рассматриваемое 10-летие с 2007 г. по 2016 гг. результативность управления портфелями ПН НПФ с доходностью, раскрываемой по Варианту 2, ненамного отличается от итогов работы отрасли по доходности с Вариантом 1. Как видно из графика, за рассматриваемый период из 21 НПФ в выборке, входящих в систему гарантирования пенсионных накоплений лишь один НПФ – НПФ «Оборонно-промышленный комплекс» получил доходность в размере 10,0% годовых, что оказалось больше среднегодового уровня инфляции в размере 9,1%. Из других НПФ доходность, наиболее близко к инфляции получили еще три НПФ – Доверие, Национальный и Большой. По сравнению с оценкой по Варианту 1 при доходности по Варианту 2 наблюдается интересный эффект. Соотношение доходности фондов и инфляции оказывается примерно такое же, что и при Варианте 1, однако за исключением одинакового лидера по доходности – НПФ ОПК – наиболее близко к уровню инфляции подошли другие фонды, чем в случае с Вариантом 1.

Также на графике видно, что на 10-летнем периоде времени во многом «обузой, утягивающей доходность портфелей вниз, в это время выступали акции российских эмитентов. Доходность индекса ММВБ за это время составила всего 2,8% годовых.

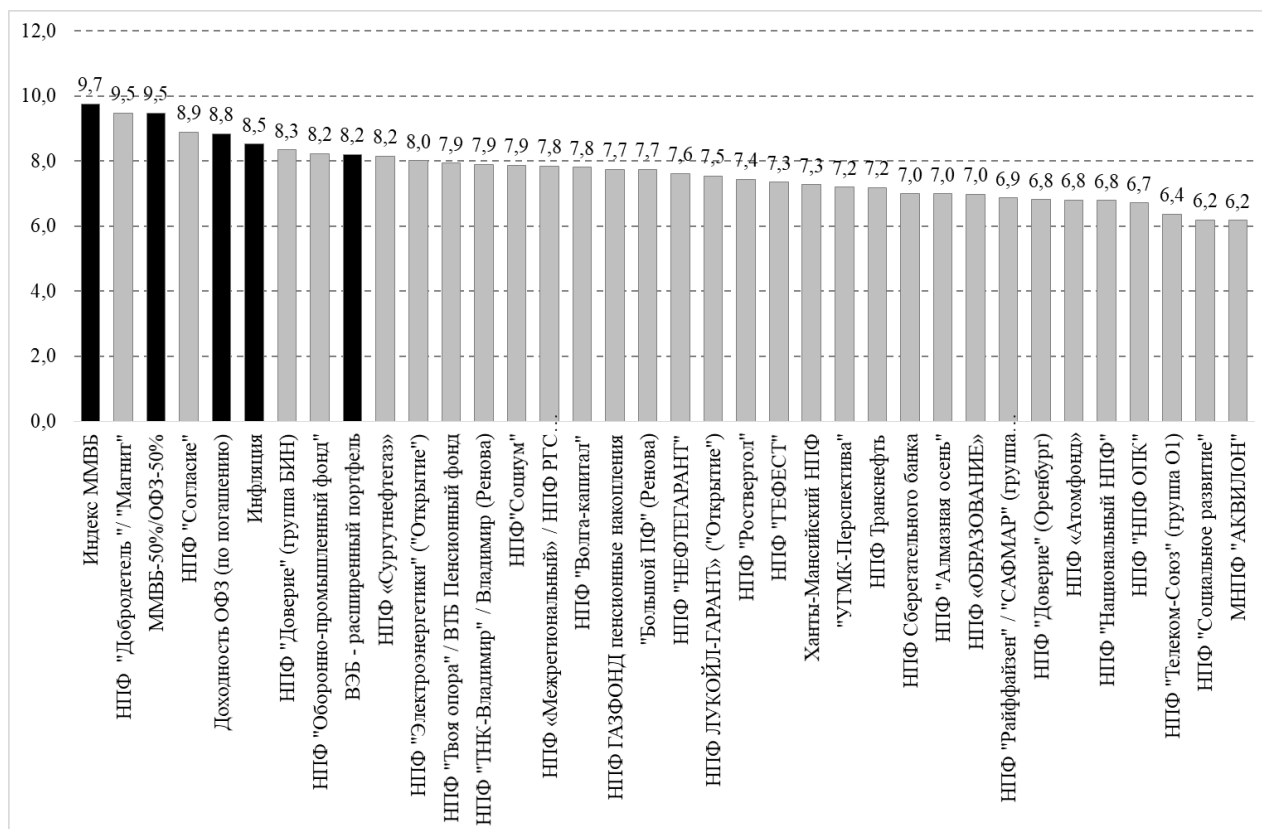


Источник: расчеты авторов

Рисунок 6 - Среднегеометрическая доходность портфелей пенсионных накоплений НПФ (Вариант 2) и доходность простых бэнчмарков за период 10 лет с 2007 г. по 2016 г. % годовых

На 5-летнем периоде с 2012 г. по 2016 г. средняя геометрическая брутто-доходность НПФ по Варианту 2 (раскрываемая АНПФ и Pension&Actuarial Consulting) неожиданно для нас оказалась несколько ниже, чем та доходность, которую публикует Банк России (Вариант 1). Например, доходность НПФ-лидера (Магнита) по Варианту 2 составила 9,5% годовых в то время как по Варианту 1 – 10,4% годовых (НПФ Согласие). За счет указанного эффекта CAGR подавляющего большинства НПФ по Варианту 2 в 2012-2016 гг. проиграла не только инфляции, но и доходности индекса ММВБ, доходности к погашению ОФЗ, смешанной стратегии (50% акции индекса ММВБ – 50% вложения в ОФЗ), а также доходности расширенного портфеля ПН Государственной управляющей компании (ВЭБ).

Помимо всего прочего, сравнение результативности НПФ по Вариантам 1 и 2 показывает, что более консервативные данные по доходности, публикуемые АНПФ и Pension&Actuarial Consulting на горизонтах после 2011 г. заслуживают большего доверия при проведении анализа доходности ПН в НПФ. На более длинных рядах применение указанной статистике затруднительно за счет того, что вне зависимости от отрицательной доходности портфелей ПН у многих НПФ в 2008 г. и в 2011 г. в данных АНПФ и Pension&Actuarial Consulting по таким фондам стоят нулевые значения.



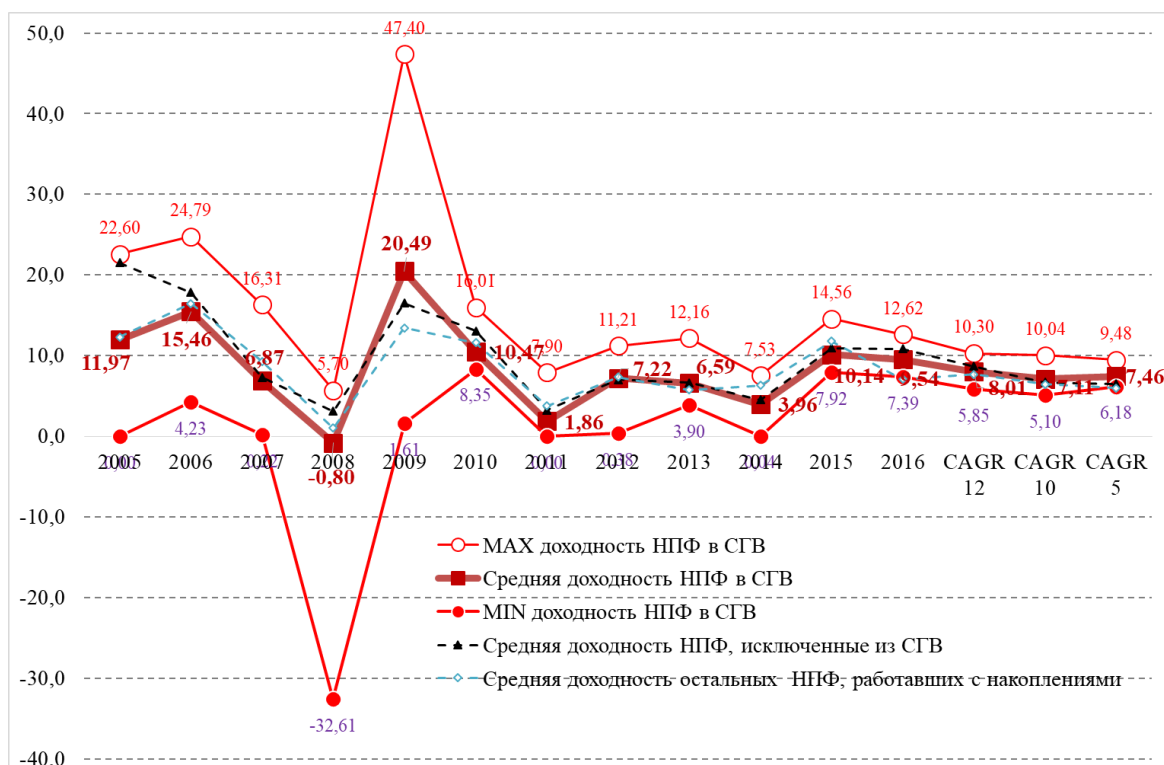
Источник: расчеты авторов

Рисунок 7 - Среднегеометрическая доходность портфелей пенсионных накоплений НПФ (Вариант 2) и доходность бэнчмарков за период 5 лет с 2012 г. по 2016 г. , % годовых

На рисунке 8 анализируются средние показатели по выборке НПФ по критерию доходности, рассчитанной по Варианту 2. Средняя по портфелям НПФ CAGR составила за 12 лет (с 2005 г. по 2016 г.), 10 лет (2007-2016 гг.) и 5 лет (2012-2016 гг.) соответственно 8,01%, 7,11% и 7,46% годовых (CAGR по Варианту 1 была несколько выше – соответственно 8,018%, 7,48% и 8,20% годовых). За аналогичный период времени инфляция составляла 9,3%, 9,1% и 8,5% (см. таблицу 5). То есть по критерию средней доходности по отрасли НПФ пока стабильно и еще больше, чем по Варианту 1, проигрывают инфляции.

Также на рисунке 8 видно, что диапазон разброса между максимальной и минимальной доходностями портфелей пенсионных накоплений НПФ в отличие от случая с доходностью по Варианту 1 не имеет тенденцию к сужению по мере увеличения временных горизонтов инвестирования. За 12 лет с 2005 г. по 2016 г. максимальная и минимальная среднегодовые доходности НПФ составили 10,30% и 5,85%, спред был равен

4,45 процентных пункта. За 5 лет – с 2012 г. по 2016 г. максимальная и минимальная доходности достигли соответственно 9,48% и 6,18%, спред 3,30 п.п.

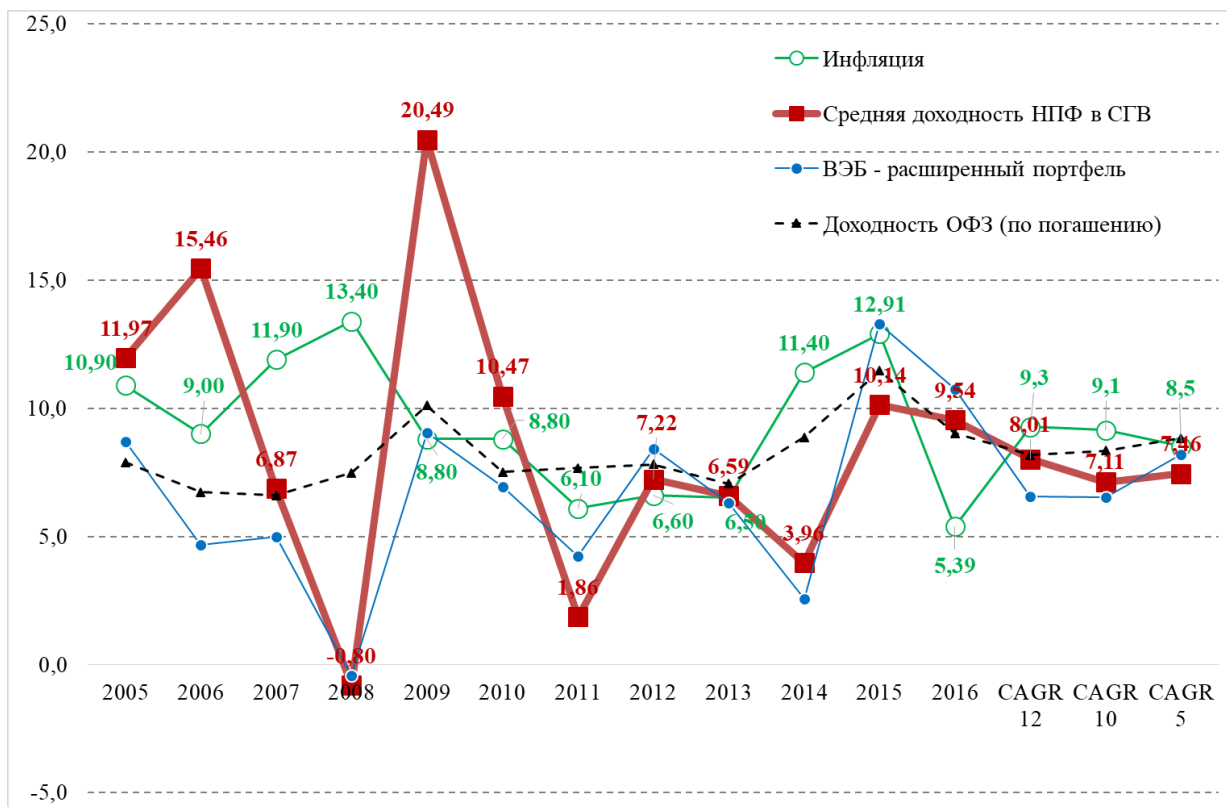


Источник: расчеты авторов

Рисунок 8 - Средняя, максимальная и минимальная доходности разных групп НПФ (Вариант 2) за период 2005-2016 гг., % годовых

На рисунке 9 средняя доходность по НПФ по Варианту 2, входящих в СГВ, сравнивается с различными бэнчмарками. Средние показатели по доходности портфелей ПН НПФ пока проигрывают инфляции, однако данный разрыв снижается. За 5 лет с 2012 г. по 2016 г. средняя доходность портфелей ПН НПФ достигала 7,46% при инфляции 8,5%, то есть спред к инфляции составил всего 1,04 п.п. по сравнению с 1,99 п.п. (9,1-7,11) за последние 10 лет. При этом в 2016 г. при инфляции в размере 5,39% среднегодовая брутто-доходность НПФ достигла 9,54%, то есть оказалась значительно выше. То есть соотношение между инфляцией и CAGR по Варианту 2 подтверждает те же тенденции, что и при сравнительных расчетах инфляции и доходности по Варианту 1.

С учетом тенденции на снижение инфляции, которая в 2017 г. ожидается на уровне 3%, можно предполагать, что в течение двух-трех лет средняя доходность по НПФ, участвующих в СГВ, превысит инфляцию.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 9 – Средняя портфеля ПН НПФ, включенных в СГВ (Вариант 2), инфляция, доходность ОФЗ и расширенного портфеля ПН ВЭБ за период 2005-2016 гг., % годовых

Таблица 5 – Показатели доходности портфелей пенсионных накоплений НПФ и бэнчмарков по Варианту 2 за период 2005-2016 гг., % годовых

	Лиц. №	Наименование	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR 12	CAGR 10	CAGR 5
		Индекс ММВБ	83,08	67,50	11,54	-67,20	121,14	23,21	-16,93	5,17	1,99	-7,15	26,12	26,76	12,3	2,8	9,7
		Доходность ОФЗ (по погашению)	7,89	6,73	6,59	7,48	10,12	7,51	7,68	7,82	7,06	8,86	11,46	9,02	8,2	8,3	8,8
		Инфляция	10,90	9,00	11,90	13,40	8,80	8,80	6,10	6,60	6,50	11,40	12,91	5,39	9,3	9,1	8,5
		ММВБ-50%/ОФЗ-50%	45,48	37,12	9,07	-29,86	65,63	15,36	-4,63	6,49	4,53	0,86	18,79	17,89	13,1	8,2	9,5
		ВЭБ - расширенный портфель	8,71	4,67	4,99	-0,43	9,05	6,95	4,24	8,41	6,31	2,56	13,3	10,74	6,6	6,5	8,2
СГ	3/2	НПФ "Электроэнергетики" ("Открытие")	11,85	16,64	4,25	0,00	12,12	10,51	2,01	7,75	7,21	7,18	8,58	9,36	8,0	6,8	8,0
СГ	12/2	НПФ "ГЕФЕСТ"		16,58	6,78	5,24	13,02	11,04	1,50	7,01	6,43	0,27	12,68	10,78		7,4	7,3
СГ	23	НПФ "Алмазная осень"	7,60	10,70	6,10	0,00	1,68	8,98	0,82	5,58	3,90	2,15	11,08	12,62	5,9	5,2	7,0
СГ	41	НПФ Сберегательного банка				0,00	30,02	9,27	0,00	7,03	6,72	2,41	9,55	9,41			7,0
СГ	56	Ханты-Мансийский НПФ	13,43	17,98	16,31	0,00	12,50	10,81	2,17	7,24	5,54	0,04	14,56	9,52	9,0	7,7	7,3
СГ	57/2	НПФ "ТНК-Владимир" / Владимир (Ренова)	7,15	4,23	6,35	0,00	21,30	12,30	1,01	8,58	7,46	5,4	10,02	8,09	7,5	7,9	7,9
СГ	67/2	НПФ "Райффайзен" / "САФМАР" (группа БИН)	8,27	12,38	5,73	0,00	10,46	10,82	0,00	6,75	6,33	3,74	8,84	8,74	6,8	6,1	6,9
СГ	78/2	"Большой ПФ" (Ренова)	14,90	17,90	6,40	0,00	24,40	9,90	2,82	7,67	7,25	6,15	9,34	8,31	9,4	8,1	7,7
СГ	94	НПФ "Телеком-Союз" (группа О1)		24,79	10,09	0,00	25,74	11,59	1,88	7,35	5,74	2,11	7,92	8,86		7,9	6,4
СГ	106/2	НПФ "НПФ ОПК"	5,89	13,23	6,50	0,00	4,58	12,01	0,00	5,45	6,00	1,67	10,79	9,87	6,2	5,6	6,7
СГ	158/2	НПФ "Роствертол"	9,60	13,90	4,70	0,00	1,61	8,77	3,25	6,42	7,09	5,87	8,15	9,66	6,5	5,5	7,4
СГ	169/2	НПФ АО "АвтоВАЗ"									5,17	4,00	12,40	8,59			
СГ	175/2	НПФ "Стройкомплекс"															
СГ	237	НПФ "Доверие" (Оренбург)				5,70	27,93	12,03	3,01	4,82	6,41	4,47	9,39	9,09			6,8
СГ	269	НПФ "Твоя опора" / ВТБ Пенсионный фонд				0,00	16,03	9,23	0,48	8,68	5,94	4,41	10,44	10,31			7,9
СГ	281	НПФ "Добродетель" / "Магнит"					20,00	9,80	0,00	9,74	12,16	2,36	11,68	11,77			9,5
СГ	288	НПФ "Национальный НПФ"	20,70	19,14	6,76	0,00	34,00	10,34	2,88	7,02	5,07	1,30	10,90	9,90	10,3	8,5	6,8
СГ	308/2	НПФ "Социальное развитие"	22,60	22,60	5,90	0,00	10,60	9,10	0,60	6,10	5,67	0,47	9,97	9,01	8,3	5,7	6,2
СГ	318/2	НПФ "Доверие" (группа БИН)		9,13	8,60	0,00	24,55	9,00	7,90	9,87	7,54	7,27	9,68	7,39		9,0	8,3
СГ	320/2	НПФ "Социум"	12,11	16,01	11,88	0,00	11,88	9,59	1,43	8,70	5,74	5,76	10,26	9,00	8,4	7,4	7,9

СГ	326/2	МНПФ "АКВИЛОН"	0,00	10,46	4,92	0,00	28,93	11,04	0,00	0,38	5,93	4,99	8,4	11,51		7,3	6,2
СГ	346	НПФ Транснефть					16,89	11,26	2,30	6,87	6,13	3,97	10,42	8,62			7,2
СГ	347	НПФ "Оборонно-промышленный фонд"		17,02	7,61	0,00	40,54	16,01	0,00	6,99	7,23	5,97	10,67	10,32		10,0	8,2
СГ	359	НПФ "Первый промышленный альянс"															
СГ	360/2	НПФ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ															
СГ	377	НПФ "Волга-капитал"	17,00	19,01	7,50	0,00	8,00	9,00	0,25	7,00	4,84	6,20	11,60	9,54	8,2	6,3	7,8
СГ	378/2	"УГМК-Перспектива"		18,50	5,42	-32,61	47,40	10,70	0,26	6,39	5,98	1,93	12,11	9,84		5,1	7,2
СГ	407	НПФ «Межрегиональный» / НПФ РГС (группа "Открытие")				0,00	31,91	11,35	3,02	7,99	6,22	7,53	8,31	9,20			7,8
СГ	412	НПФ «ОБРАЗОВАНИЕ»			0,22	0,00	21,63	10,01	2,00	6,07	6,53	4,38	8,70	9,26		6,7	7,0
СГ	415	НПФ «ПромЭнерго» / НПФ "АЛЪЯНС"															
СГ	430	НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления	16,35	15,48	3,96	0,00	22,60	9,24	0,93	7,73	6,39	2,72	11,07	11,03	8,8	7,4	7,7
СГ	431	НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ ОПС» / БУДУЩЕЕ(группа О1)															
СГ	432	НПФ ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ» ("Открытие")	12,03	15,18	9,53	0,00	20,07	10,55	1,99	7,57	6,65	6,49	8,75	8,22	8,8	7,9	7,5
СГ	433	НПФ «Сургутнефтегаз»					43,55	9,42	1,28	9,87	6,45	0,88	13,00	11,00			8,2
СГ	434	НПФ "Согласие"						12,66	7,63	11,21	11,44	5,15	7,93	8,82			8,9
СГ	436	НПФ "НЕФТЕГАРАНТ"		13,77	5,68	0,00	12,56	8,35	4,87	7,73	6,89	5,84	8,71	8,91		6,9	7,6
СГ	437	НПФ «Атомфонд»				0,00	18,10	9,92	1,33	6,40	6,72	3,79	8,54	8,60			6,8
СГ	440	НПФ "Капитан" / "Федерация"															
Доходность НПФ, участвующих в СГВ:																	
Максимальная			22,60	24,79	16,31	5,70	47,40	16,01	7,90	11,21	12,16	7,53	14,56	12,62	10,30	10,04	9,48
Средняя (простая)			11,97	15,46	6,87	-0,80	20,49	10,47	1,86	7,22	6,59	3,96	10,14	9,54	8,01	7,11	7,46
Минимальная			0,00	4,23	0,22	-32,61	1,61	8,35	0,00	0,38	3,90	0,04	7,92	7,39	5,85	5,10	6,18
Средняя доходность НПФ, исключенные из СГВ			21,54	17,83	7,33	3,12	16,53	13,06	3,26	7,04	6,63	4,53	10,93	10,84	8,69	6,67	6,48
Средняя доходность остальных НПФ, работавших с накоплениями			12,31	16,44	9,26	1,04	13,45	11,62	3,76	7,33	5,76	6,32	11,80	7,06	7,67	6,43	6,00

Источник: расчеты авторов

На рисунке 10 и в таблице 6 анализируются ряды доходностей портфелей ПН НПФ, рассчитанной по Варианту 3, то есть по чистой доходности пенсионных накоплений, по которой доходность за год распределяется по индивидуальным пенсионным счетам (ИПС) участников системы пенсионных накоплений в НПФ. В отличие от Вариантов 1 и 2 доходность портфеля ПН в данном случае уменьшена с учетом отчислений в резервные фонды НПФ, на суммы административных расходов НПФ и оплату услуг управляющих компаний и специализированных депозитариев. Наиболее актуальными по портфелям ПН НПФ данные чистой доходности по Варианту 3 доступны лишь за 2015 г., поскольку данная статистика по отчетности по форме 9 у НПФ раскрывается с 15-месячным лагом после завершения отчетного года. Данный факт является свидетельством низкого уровня развития учета в НПФ, возможно, с 2017 г. здесь произойдут изменения в связи с разработкой новых правил публичного раскрытия информации о портфелях ПН в НПФ².

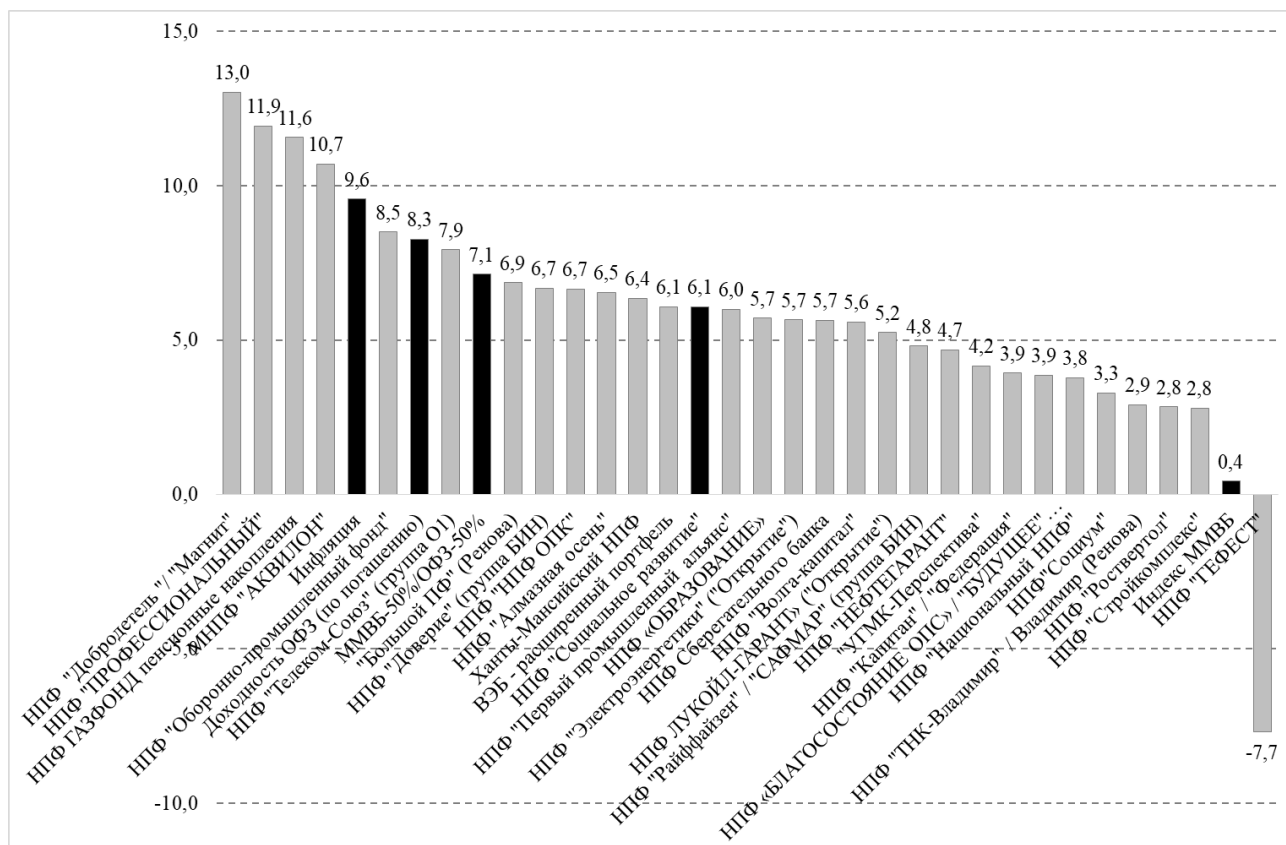
За рассматриваемое 9-летие с 2007 г. по 2015 гг. результативность управления портфелями ПН НПФ с чистой доходностью, раскрываемой по Варианту 3, существенно отличается от итогов работы отрасли по доходности с Вариантами 1 или 2. Как видно из графика, за рассматриваемый период из 29 НПФ в выборке³, входящих в систему гарантирования пенсионных накоплений, четыре НПФ (Магнит, Профессиональный, Газфонд-пенсионные накопления и Аквилон) неожиданно переиграли инфляцию по чистой доходности вложений, показав доходность от 9,6% до 13,0% годовых⁴. У всех остальных НПФ чистая доходность существенно уступила уровню инфляции, поскольку размер чистой доходности у них оказался ниже брутто доходности по Варианту 1.

Также на графике видно, что на 9-летнем периоде времени во многом «обузой», утягивающей доходность портфелей вниз, в это время выступали акции российских эмитентов. Доходность индекса ММВБ за это время составила всего 0,4% годовых.

² Имеется ввиду проект Указания Банка России «О порядке и сроках раскрытия информации негосударственным пенсионным фондом на своем официальном сайте в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет», а также о дополнительных требованиях к объему раскрываемой негосударственным пенсионным фондом информации о своей деятельности», опубликованный на сайте Банка России в сети «Интернет» для публичного обсуждения.

³ К сожалению, не по всем из 38 НПФ имеются регулярные данные из формы отчетности №9 за рассматриваемые годы. Иногда некоторые НПФ пропускали некоторые данные в отчетности по форме №9.

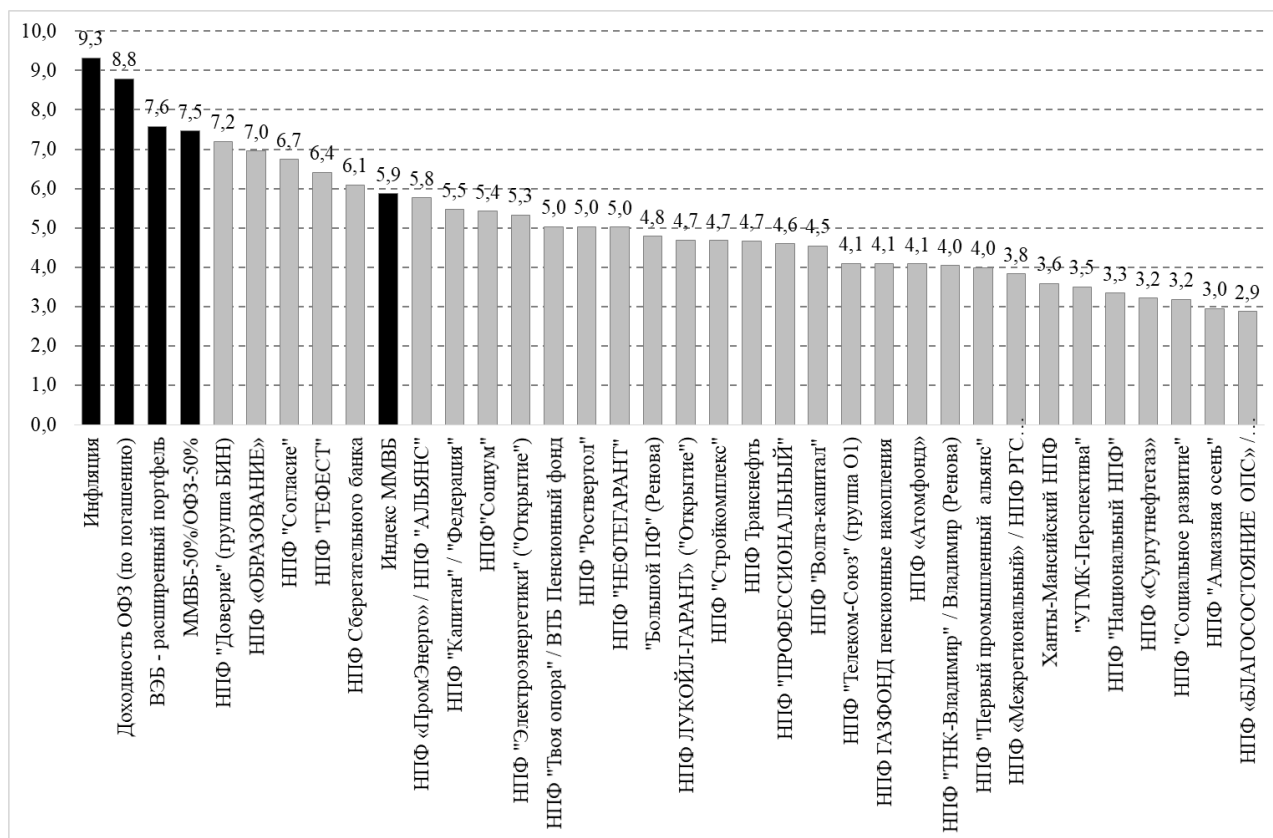
⁴ Из указанных четырех НПФ по двум фондам – НПФ Магнит и Профессиональный за аналогичный 9-летний период с 2007 г. по 2015 г. отсутствовал полный набор данных по брутто-доходности (Варианту 1), поэтому возможно, при их наличии они могли бы оказаться в составе НПФ, переигравших инфляцию по брутто-доходности. По НПФ Газфонд-ПН и Аквилон размер среднегодовой брутто-доходности по Варианту 1 оказался меньше чистой доходности за аналогичный период времени по Варианту 3. Возможно, это объясняется использованием резервов для дополнительных начислений на ИПС участников данных фондов в кризисные годы или спецификой расчета показателя нетто-доходности по отношению к стоимости чистых активов соответствующего НПФ.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 10 - Среднегеометрическая чистая доходность портфелей пенсионных накоплений НПФ (Вариант 3) и доходность простых бэнчмарков за период 9 лет с 2007 г. по 2015 г. , % годовых

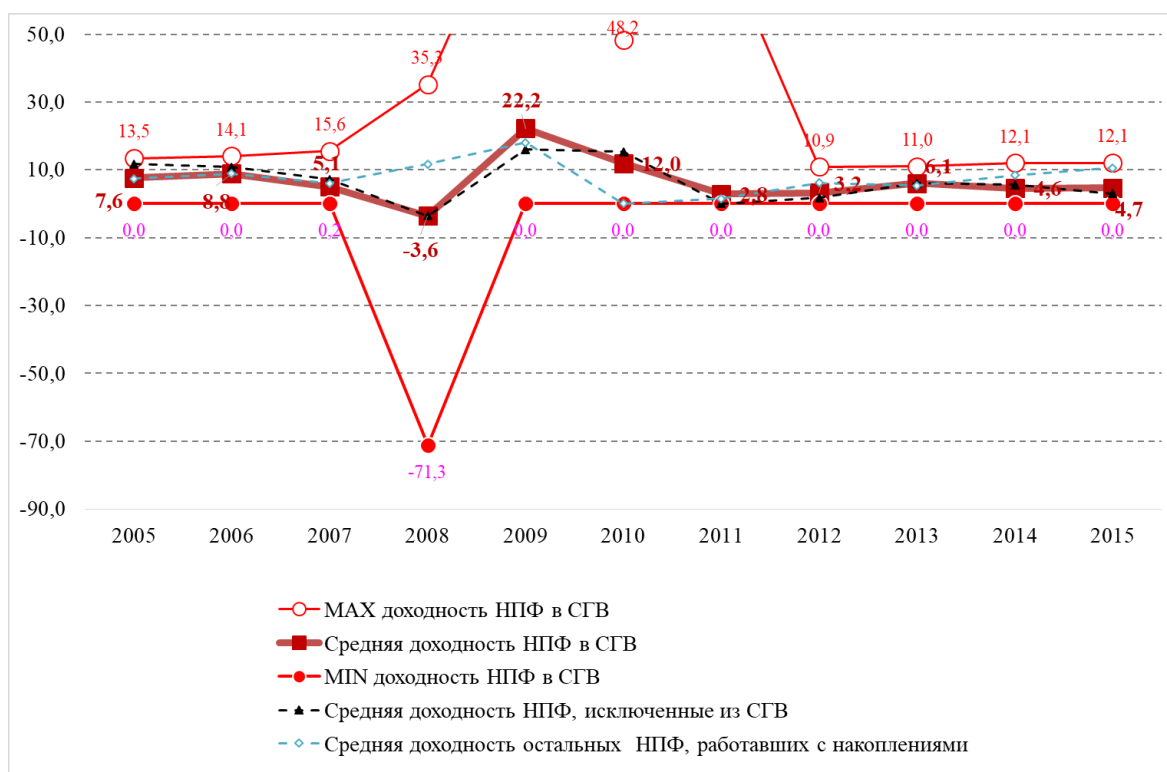
Данные по чистой доходности портфелей ПН НПФ за более короткий, 4-летний период времени с 2012 г. по 2015 г., более объективно отражают результативность 31 НПФ выборки (рисунок 11). За указанный период все 31 НПФ по размеру чистой доходности проиграли сразу четырем из пяти бэнчмаркам – инфляции, доходности к погашению ОФЗ, доходности расширенного портфеля ВЭБа и смешанному портфелю (50% акции, 50% ОФЗ). Иными словами, та доходность, которую получают непосредственно участники НПФ по своим ИПС заметно ниже брутто-доходности, которую обычно публикуют НПФ и регулирующие органы, и эта чистая доходность уступает инфляции у всех НПФ.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 11 - Среднегеометрическая чистая доходность портфелей пенсионных накоплений НПФ (Вариант 3) и доходность бэнчмарков за период 4 года с 2012 г. по 2015 г. , % годовых

На Рисунке 12 раскрываются данные о средней, максимальной и минимальной чистых доходностях ПН в НПФ за период 2007-2015 гг. Они показывают, что несмотря на сужение разницы между максимальной и минимальной чистой доходностью портфелей, она остается на достаточно высоком уровне, хотя и несколько уже, чем по брутто доходности. Так, в 2015 г. спред между максимальной и минимальной чистой доходностью по фондам составил 12,1 п.п. На тот же момент времени спред по брутто-доходности по Варианту 1 был равен 18,74 п.п.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 12 - Средняя, максимальная и минимальная доходности разных групп НПФ (Вариант 3) за 9-летний период в течение 2005-2015 гг., % годовых

Таблица 6 – Чистая доходность пенсионных накоплений НПФ, распределенная по индивидуальным пенсионным счетам его участников в 2005-2015 гг. (Вариант 3), % годовых

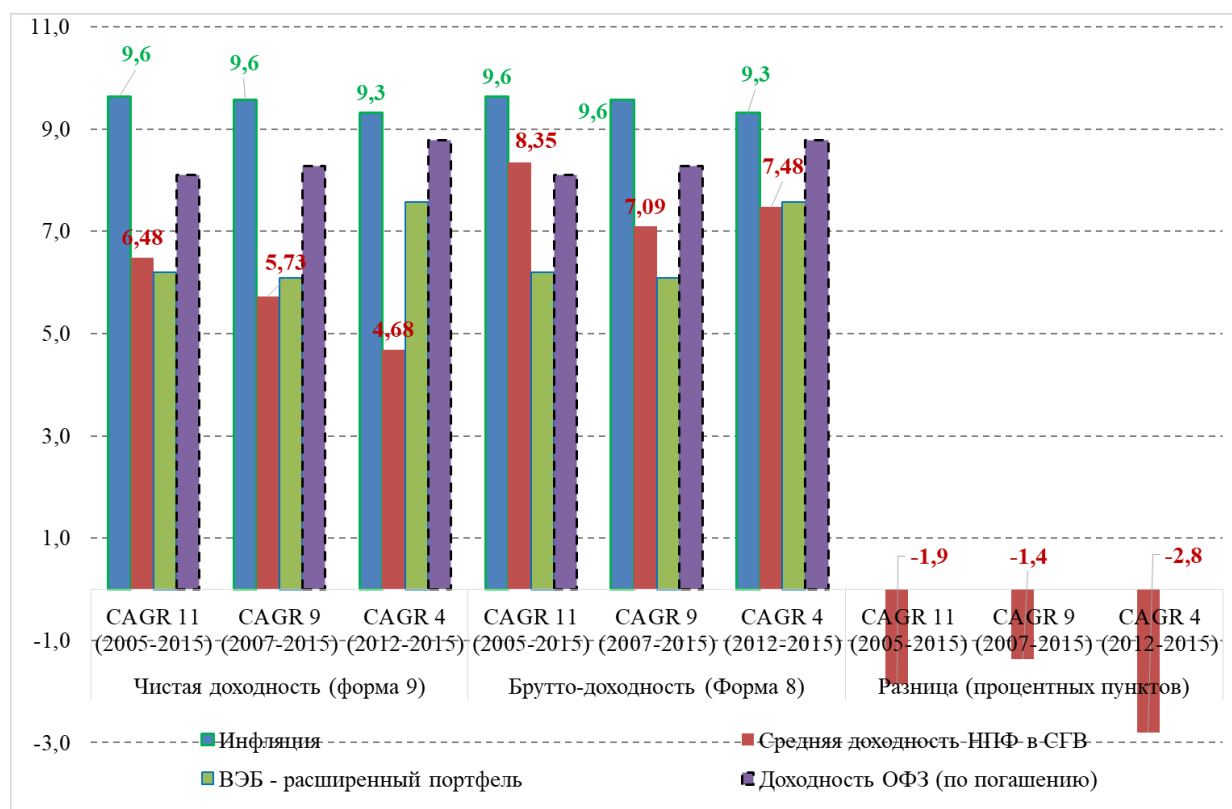
	Лиц. №	Наименование	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
		Индекс ММВБ	83,1	67,5	11,5	-67,2	121,1	23,2	-16,9	5,2	2,0	-7,1	26,1
		Доходность ОФЗ (по погашению)	7,9	6,7	6,6	7,5	10,1	7,5	7,7	7,8	7,1	8,9	11,5
		Инфляция	10,9	9,0	11,9	13,4	8,8	8,8	6,1	6,6	6,5	11,4	12,9
		ММВБ-50%/ОФЗ-50%	45,5	37,1	9,1	-29,9	65,6	15,4	-4,6	6,5	4,5	0,9	18,8
		ВЭБ - расширенный портфель	8,7	4,7	5,0	-0,4	9,1	7,0	4,2	8,4	6,3	2,6	13,3
СГ	3/2	НПФ "Электроэнергетики" ("Открытие")	8,3	10,6	4,2	-15,1	22,7	22,7	0,1	1,9	6,0	6,5	7,0
СГ	12/2	НПФ "ГЕФЕСТ"		9,6	6,7	-71,3	21,8	0,1	1,6	5,8	5,3	2,7	12,1
СГ	23	НПФ "Алмазная осень"	3,9	7,1	5,0	0,0	22,5	22,5	0,1	0,8	5,4	4,1	1,6
СГ	41	НПФ Сберегательного банка			3,0	0,0	25,6	0,1	0,0	6,7	6,4	2,4	9,0
СГ	56	Ханты-Мансийский НПФ	10,0	10,6	15,6	0,0	19,1	9,7	0,1	2,1	7,0	5,3	0,0
СГ	57/2	НПФ "ТНК-Владимир" / Владимир (Ренова)	5,4	4,5	4,1	4,1	1,3	0,5	0,0	0,9	4,8	6,1	4,5
СГ	67/2	НПФ "Райффайзен" / "САФМАР" (группа БИН)	0,0	7,7	5,6	0,0	10,8	10,8	0,1	0,0	6,8	6,1	3,9
СГ	78/2	"Большой ПФ" (Ренова)	8,7	10,4	5,2	35,3	2,9	2,9	0,1	2,9	6,5	5,9	4,0
СГ	94	НПФ "Телеком-Союз" (группа О1)		0,0	1,1	0,0	29,3	29,3	0,1	1,9	7,0	5,6	2,1
СГ	106/2	НПФ "НПФ ОПК"	4,3	9,6	6,2	0,0	0,0	48,2	0,1	0,0	5,3	5,8	1,6
СГ	158/2	НПФ "Роствертол"	6,9	9,6	0,2	0,0	2,0	3,4	0,0	2,3	5,5	6,8	5,7
СГ	169/2	НПФ АО "АвтоВАЗ"									5,0	0,0	11,5
СГ	175/2	НПФ "Стройкомплекс"			2,6	0,0	0,0	4,0	0,1	2,9	6,4	5,3	4,1

СГ	237	НПФ "Доверие" (Оренбург)				0,0	27,9	21,3	0,1	0,0	6,5	6,4	4,6
СГ	269	НПФ "Твоя опора" / ВТБ Пенсионный фонд				0,0	15,6	15,6	0,1	0,6	8,4	6,6	4,7
СГ	281	НПФ "Добродетель" / "Магнит"			2,4	1,3	100,0	13,8	0,0	0,0	11,0	12,1	2,6
СГ	288	НПФ "Национальный НПФ"	8,8	11,4	5,9	0,0	7,5	7,5	0,1	0,6	6,7	4,9	1,3
СГ	308/2	НПФ "Социальное развитие"	13,5	14,1	5,3	0,0	19,4	19,4	0,1	0,6	5,9	6,0	0,5
СГ	318/2	НПФ "Доверие" (группа БИН)		5,9	7,1	-17,6	23,9	23,9	0,1	7,2	6,0	8,4	7,2
СГ	320/2	НПФ "Социум"	8,7	7,5	4,2	-15,5	10,9	10,9	0,1	1,4	7,8	6,8	5,8
СГ	326/2	МНПФ "АКВИЛОН"		6,5	5,5	0,0	52,8	48,2	0,1	0,0	4,4		
СГ	346	НПФ Транснефть					15,4	15,4	0,1	2,3	6,7	5,9	3,9
СГ	347	НПФ "Оборонно-промышленный фонд"		6,9	6,1	0,0	27,4	32,0	0,1	0,0	4,7	6,0	5,2
СГ	359	НПФ "Первый промышленный альянс"	5,6	8,5	5,3	0,0	23,7	10,9	0,1	2,1	5,5	6,1	2,4
СГ	360/2	НПФ "ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ"	7,4	8,4	4,8	0,0	98,5	10,8	0,1	3,2	6,8	5,4	3,1
СГ	377	НПФ "Волга-капитал"	11,3	13,0	7,0	0,0	16,0	10,0	0,1	0,2	7,3	4,8	6,1
СГ	378/2	"УГМК-Перспектива"		10,8	5,3	-36,5	37,0	37,0	0,1	0,2	6,2	5,8	1,9
СГ	407	НПФ «Межрегиональный» / НПФ РГС (группа "Открытие")					20,7	0,1	0,1	1,6	1,6	4,2	8,1
СГ	412	НПФ «ОБРАЗОВАНИЕ»			0,2	0,0	22,6	0,0	2,5	8,3	5,2	4,4	10,0
СГ	415	НПФ «ПромЭнерго» / НПФ "АЛЪЯНС"							5,3	7,0	7,1	0,0	9,2
СГ	430	НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления	10,5	10,4	3,9	0,0	23,5	0,1	77,5	7,4	6,2	0,0	2,9
СГ	431	НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ ОПС» / "БУДУЩЕЕ" (группа О1)	8,0	9,9	4,3	0,0	19,7	0,1	0,5	4,3	6,7	0,0	0,7
СГ	432	НПФ ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ» ("Открытие")	8,7	11,5	9,2	0,0	18,5	0,1	1,9	6,3	6,4	0,0	6,2
СГ	433	НПФ «Сургутнефтегаз»					0,1	0,1	0,9	4,3	6,7	0,0	2,0
СГ	434	НПФ "Согласие"						0,0	5,8	10,9	0,0	11,1	5,4
СГ	436	НПФ "НЕФТЕГАРАНТ"		8,0	5,5	0,0	11,8	0,1	5,2	7,7	6,6	0,0	6,0
СГ	437	НПФ «Атомфонд»				0,0	19,1	0,1	1,3	6,3	6,5	3,7	0,0
СГ	440	НПФ "Капитан" / "Федерация"		8,6	6,0	0,0	7,5	0,1	0,3	7,2	7,9	0,0	7,0
Доходность НПФ, участвующих в СГВ:													
Максимальная			13,5	14,1	15,6	35,3	100,0	48,2	77,5	10,9	11,0	12,1	12,1
Средняя (простая)			7,6	8,8	5,1	-3,6	22,2	12,0	2,8	3,2	6,1	4,6	4,7
Минимальная			0,0	0,0	0,2	-71,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Средняя доходность НПФ, исключенные из СГВ			11,8	10,8	7,1	-3,6	16,0	15,3	0,1	1,7	6,0	5,6	3,0
Средняя доходность остальных НПФ, работавших с накоплениями			7,4	8,9	6,1	11,7	18,1	0,1	1,5	6,2	5,3	8,5	10,6

Источник: составлено авторами по данным отчетности НПФ

На Рисунке 13 и таблице 7 анализируется разница спредов среднегеометрической доходности для различных периодов времени между брутто-доходностью портфелей ПН НПФ по Варианту 1 и чистой доходностью данных портфелей (Вариант 3). На 11-летнем временном горизонте с 2005 г. по 2015 г. брутто-доходность превышала нетто-доходность в среднем по НПФ на 1,9 п.п. На периоде 9 лет с 2007 по 2015 г. данное превышение равнялось 1,4 п.п., на 4-х годах с 2012 г. по 2015 г. 2,8 п.п. Это означает, что за счет отчислений в резервы и издержек по администрированию НПФ их участники теряют в

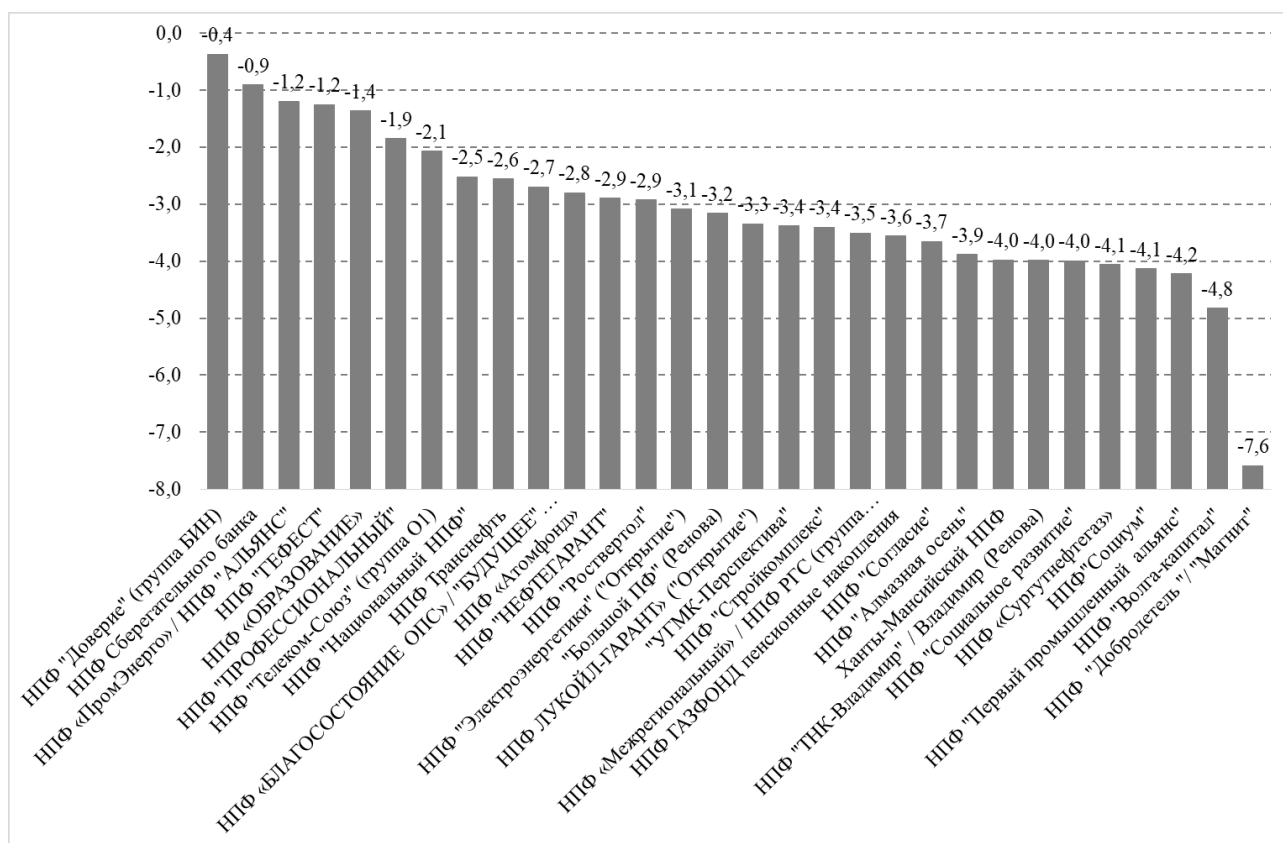
среднем в зависимости от анализируемого периода времени от 1,4 до 2,8 п.п. доходности. Таким образом, сокращение данных издержек является потенциалом повышения доходности пенсионных накоплений граждан в НПФ. Однако при этом необходимо учитывать, что даже если бы указанные издержки были равны нулю, доходность участников системы ПН в НПФ все равно не дотягивали бы до уровня инфляции.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 13 – Разница в процентных пунктах между среднегодовой брутто- (Вариант 1) и нетто доходностями портфелей пенсионных накоплений НПФ за 9-летний период в течение 2005-2015 гг.

На Рисунке 14 разница между средней чистой и брутто- доходностями за 4-летний период времени с 2012 г. по 2015 г. приводится в разрезе НПФ. Наименьший размер расхождения между указанными доходностями имели НПФ Доверие, НПФ Сбербанк в размере соответственно 0,1 и 0,9 п.п. Это свидетельствует о низком уровне реальных издержек по администрированию данными НПФ, то есть о более высоком уровне эффективности их деятельности. Наибольший разрыв наблюдался в НПФ Волга-Капитал и Магнит, что показывает необходимость более тщательного мониторинга результативности их деятельности.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 14 – Разница между среднегодовой брутто- и чистой доходностями портфелей пенсионных накоплений НПФ за 4-х летний период в течение 2012-2015 гг., процентных пунктов

Таблица 7 – Сравнение показателей доходности портфелей пенсионных накоплений НПФ по брутто – (Вариант 1) и чистой доходности (Вариант 3) в 2005-2015 гг., % годовых

	Лиц.№	Наименование	Чистая доходность (форма 9)			Брутто-доходность (Форма 8)			Разница (процентных пунктов)		
			CAGR 11 (2005-2015)	CAGR 9 (2007-2015)	CAGR 4 (2012-2015)	CAGR 11 (2005-2015)	CAGR 9 (2007-2015)	CAGR 4 (2012-2015)	CAGR 11 (2005-2015)	CAGR 9 (2007-2015)	CAGR 4 (2012-2015)
		Индекс ММВБ	11,1	0,4	5,9	11,1	0,4	5,9	0,0	0,0	0,0
		Доходность ОФЗ (по погашению)	8,1	8,3	8,8	8,1	8,3	8,8	0,0	0,0	0,0
		Инфляция	9,6	9,6	9,3	9,6	9,6	9,3	0,0	0,0	0,0
		ММВБ-50%/ОФЗ-50%	12,7	7,1	7,5	12,7	7,1	7,5	0,0	0,0	0,0
		ВЭБ - расширенный портфель	6,2	6,1	7,6	6,2	6,1	7,6	0,0	0,0	0,0
СГ	3/2	НПФ "Электроэнергетики" ("Открытие")	6,3	5,7	5,3	8,2	6,9	8,4	-1,8	-1,2	-3,1
СГ	12/2	НПФ "ГЕФЕСТ"		-7,7	6,4		7,1	7,7		-14,8	-1,2
СГ	23	НПФ "Алмазная осень"	6,4	6,5	3,0	5,8	5,1	6,8	0,6	1,5	-3,9
СГ	41	НПФ Сберегательного банка		5,7	6,1			7,0		5,7	-0,9
СГ	56	Ханты-Мансийский НПФ	7,1	6,4	3,6	9,0	7,6	7,6	-2,0	-1,2	-4,0
СГ	57/2	НПФ "ТНК-Владимир" / Владимир (Ренова)	3,3	2,9	4,0	7,5	8,0	8,0	-4,3	-5,1	-4,0

СГ	67/2	НПФ "Райффайзен" / "САФМАР" (группа БИН)		4,8			6,3			-1,4	
СГ	78/2	"Большой ПФ" (Ренова)	7,3	6,9	4,8	9,5	8,0	7,9	-2,2	-1,2	-3,2
СГ	94	НПФ "Телеком-Союз" (группа О1)		7,9	4,1		8,0	6,2		-0,1	-2,1
СГ	106/2	НПФ "НПФ ОПК"	6,7	6,7				7,1			
СГ	158/2	НПФ "Роствертол"	3,8	2,8	5,0	6,6	5,5	8,0	-2,8	-2,7	-2,9
СГ	169/2	НПФ АО "АвтоВАЗ"									
СГ	175/2	НПФ "Стройкомплекс"		2,8	4,7			8,1			-3,4
СГ	237	НПФ "Доверие" (Оренбург)						7,3			
СГ	269	НПФ "Твоя опора" / ВТБ Пенсионный фонд			5,0			8,2			
СГ	281	НПФ "Добродетель" / "Магнит"		13,0				7,6			-7,6
СГ	288	НПФ "Национальный НПФ"	4,9	3,8	3,3	10,2	8,1	5,9	-5,3	-4,3	-2,5
СГ	308/2	НПФ "Социальное развитие"	7,4	6,1	3,2	8,9	6,0	7,2	-1,4	0,0	-4,0
СГ	318/2	НПФ "Доверие" (группа БИН)		6,7	7,2		8,5	7,6		-1,8	-0,4
СГ	320/2	НПФ "Социум"	4,2	3,3	5,4	9,1	8,1	9,6	-5,0	-4,8	-4,1
СГ	326/2	МНПФ "АКВИЛОН"		10,7			6,9	4,9		3,8	
СГ	346	НПФ Транснефть			4,7			7,2			-2,6
СГ	347	НПФ "Оборонно-промышленный фонд"		8,5			9,6	8,3		-1,1	
СГ	359	НПФ "Первый промышленный альянс"	6,2	6,0	4,0			8,2			-4,2
СГ	360/2	НПФ "ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ"	11,2	11,9	4,6			6,4			-1,9
СГ	377	НПФ "Волга-капитал"	6,8	5,6	4,5	8,8	6,8	9,4	-2,0	-1,2	-4,8
СГ	378/2	"УТМК-Перспектива"		4,2	3,5		4,7	6,9		-0,6	-3,4
СГ	407	НПФ «Межрегиональный» / НПФ РГС (группа "Открытие")			3,8			7,3			-3,5
СГ	412	НПФ «ОБРАЗОВАНИЕ»		5,7	7,0		7,9	8,3		-2,2	-1,4
СГ	415	НПФ «ПромЭнерго» / НПФ "АЛЪЯНС"			5,8			7,0			-1,2
СГ	430	НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления	11,4	11,6	4,1	8,8	7,3	7,6	2,5	4,3	-3,6
СГ	431	НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ ОПС» / "БУДУЩЕЕ" (гр.О1)	4,8	3,9	2,9		4,6	5,6		-0,8	-2,7
СГ	432	НПФ ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ» ("Открытие")	6,1	5,2	4,7	9,1	8,1	8,0	-3,0	-2,9	-3,3
СГ	433	НПФ «Сургутнефтегаз»			3,2			7,3			-4,1
СГ	434	НПФ "Согласие"			6,7			10,4			-3,7
СГ	436	НПФ "НЕФТЕГАРАНТ"		4,7	5,0		6,9	7,9		-2,2	-2,9
СГ	437	НПФ «Атомфонд»			4,1			6,9			-2,8
СГ	440	НПФ "Капитан" / "Федерация"		3,9	5,5			5,5			0,0
Доходность НПФ, участвующих в СГВ:											
Максимальная			11,36	13,04	7,20	10,16	9,57	10,40	1,2	3,5	-3,2
Средняя (простая)			6,48	5,73	4,68	8,35	7,09	7,48	-1,9	-1,4	-2,8
Минимальная			3,27	-7,68	2,88	5,79	4,65	4,88	-2,5	-12,3	-2,0
Средняя доходность НПФ, искл. из СГВ			5,88	4,75	4,78	9,37	7,25	7,45	-3,5	-2,5	-2,7
Средняя доходность остальных НПФ, работавших с накоплениями			3,27	2,91	3,62	8,34	7,00	4,54	-5,1	-4,1	-0,9

Источник: расчеты авторов

В целях оценки эффективности портфельного управления пенсионными накоплениями в НПФ мы попытались оценить потенциальную доходность, которую могли бы зарабатывать НПФы исходя из сложившейся у них структуры распределения активов в составе накопительных портфелей и доходностей разных активов по бэнчмаркам. Конечно,

это не свидетельствует в полной мере о результативности управления портфелями НПФ, поскольку в большей мере конечный результат по доходности и рискам предопределяется выбранной моделью распределения активов, а не набором конкретных выпусков ценных бумаг. Тем не менее, учитывая, что по данным, публикуемым в СМИ, НПФы часто используют практику финансирования финансовых активов аффилированных структур, мы попытались измерить именно разницу между фактической доходностью пенсионных портфелей и их расчетной доходностью исходя из заданной структуры портфеля и набора бенчмарков. Перечень бенчмарков приводится в таблице 8⁵.

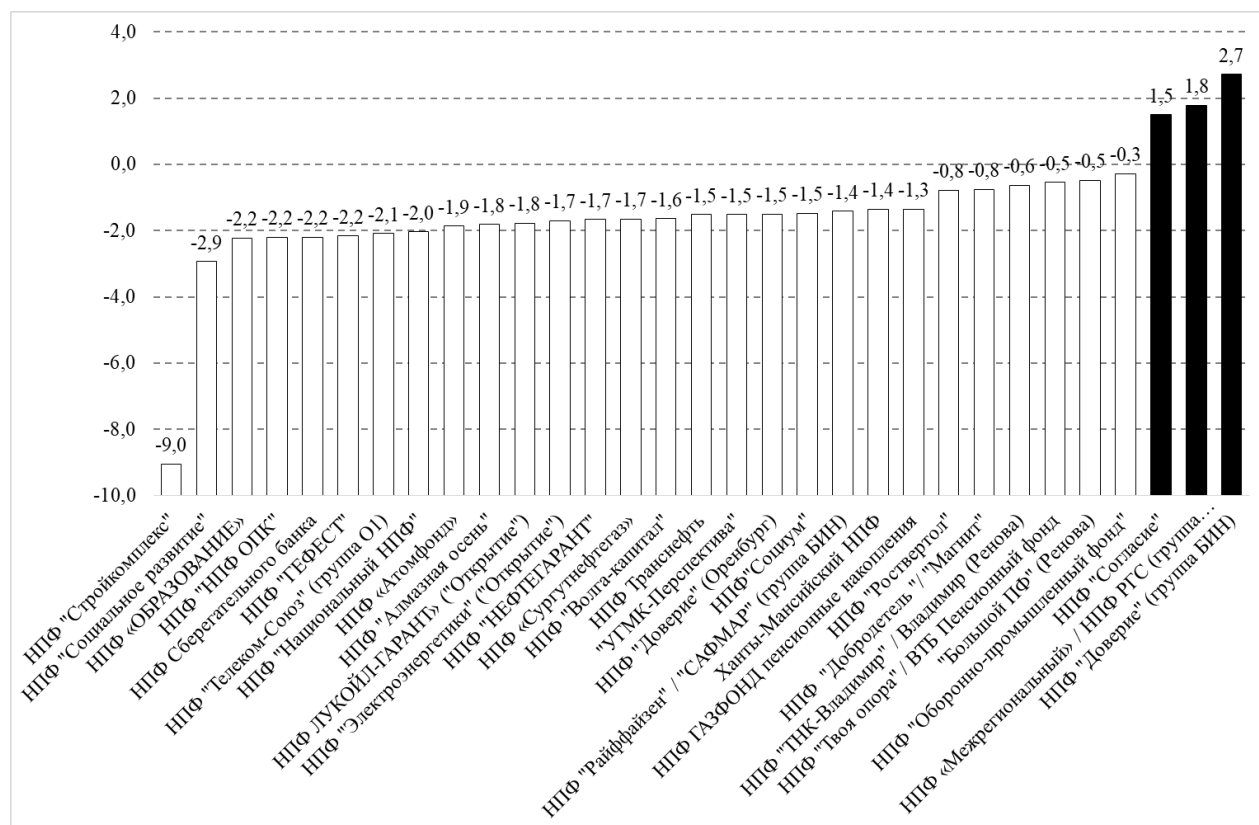
Таблица 8 – перечень бенчмарков, использованных для расчета потенциальной доходности портфелей пенсионных накоплений в НПФ за период 2010-2016 годов

Актив	Бенчмарк	Тикер
Государственные облигации Российской Федерации	Доходность к погашению	RGBI TR
Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации	Cbonds-Muni, рыночная доходность	CBDMUNI Index
Облигации российских эмитентов (помимо облигаций, являющихся федеральными гос. ценными бумагами и гос. ценными бумагами субъектов РФ)	IFX-Cbonds, рыночная доходность	IFXCBD Index
Акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ	Индекс ММВБ	INDEXCF
Ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах	Индекс цен на недвижимость в Москве	RURRPRC Index
Денежные средства в банковских депозитах	Ставка по депозитам – источник МВФ(Средняя ставка по депозитам)	9226601 Index
Денежные средства на счетах в кредитных организациях	Ставка на межбанковском рынке кредитования MIACR	MOIBCR1Y Index
Ценные бумаги международных финансовых организаций	Ставка LIBOR	US0012M Index
Прочие активы	Индекс государственных облигаций России ММВБ	RGBI Index

Полученные результаты сравнения фактической и потенциальной доходности НПФ за период 2010-2016 гг. (7 лет), анализируются на Рисунке 15 и в таблице 9. По нашим

⁵ Результат сравнения по бенчмаркам по годам во многом зависит от того, какой конкретно показатель доходности, например, по облигациям использован в качестве бенчмарка. Показатель доходности к погашениям как правило менее волатилен, чем доходности с учетом цен сделок на вторичном рынке. Данная проблема актуальна и при оценке стоимости облигаций в портфеле НПФ. Оценивается ли она по доходности к погашению облигаций или с учетом их рыночной стоимости на вторичных биржевых торгах. В наших расчетах доходность федеральных облигаций взята как доходность к погашению, доходность региональных и корпоративных облигаций – с учетом цен сделок и купонного дохода.

расчетам только по трем НПФ – Согласие, РГС и Доверие – среднегеометрическая доходность оказалась выше, чем потенциальная, соответственно на 1,5, 1,8 и 2,7 п.п. в расчете на год. По другим 22 НПФ фактическая брутто-доходность по Варианту 2 оказалась ниже потенциальной доходности в пределах от 0,3 до 9,0 процентных пунктов. Это свидетельствует о существенных проблемах в эффективности управления портфелями ПН в большинстве анализируемых НПФ.

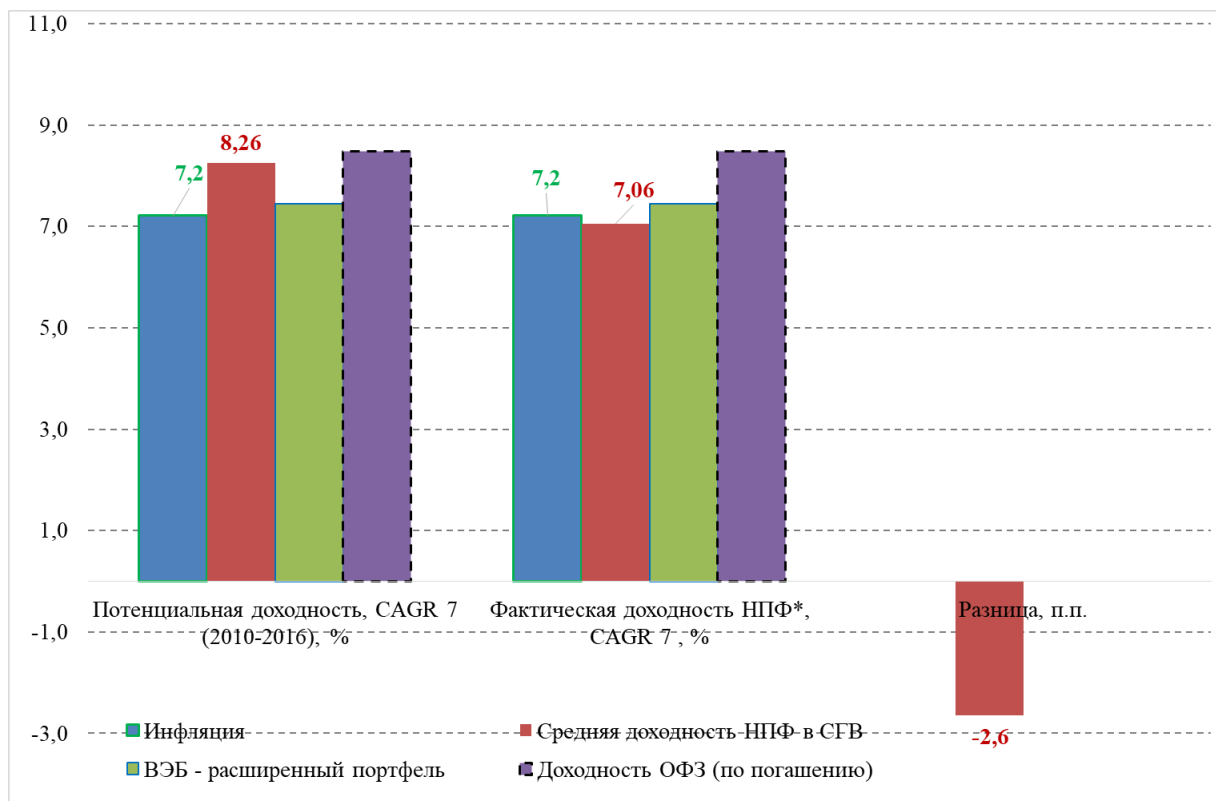


Источник: расчеты авторов

Рисунок 15 – Разница между среднегодовой потенциальной (по бэнчмаркам) и фактической доходностями портфелей пенсионных накоплений в НПФ период 2010-2016 гг., процентных пунктов

Итоговое сравнение потенциальной и фактической доходности портфелей ПН в НПФ приводится на Рисунке 16. За 7-летний период времени с 2010 г. по 2016 г. средняя геометрическая фактическая доходность НПФ в расчете на год оказалась в размере 7,06% годовых оказалась на 2,6 процентных пункта ниже потенциальной доходности данных портфелей исходя из сложившейся в них структуры распределения активов. Если бы фонды при сложившейся у них структуре активов извлекали бы доходность на уровне бэнчмарков, то их брутто-доходность могла составить 8,26% годовых, что выше среднего уровня инфляции в размере 7,2%.

Однако даже в том случае, если бы фонды могли бы получать доходность на уровне потенциальной, ее размер был бы все равно ниже доходности ОФЗ к погашению. По нашему мнению, это свидетельствует об ограниченности инвестиционных возможностей НПФ. Им необходимо больше внимания уделять структуре распределения активов и глобальной диверсификации портфелей пенсионных накоплений.



* Доход, полученный от инвестирования ПН - данные АНПФ и Pension&Actuarian Consulting за ряд лет

Источник: расчеты авторов

Рисунок 16 – Сравнение бэнчмарков, средней потенциальной доходности портфелей ПН НПФ и их фактической средней доходности за период 2010-2016 гг., % годовых

Таблица 9 – Сравнение фактической и потенциальной, исходя из бэнчмарков, доходностей портфелей пенсионных накоплений НПФ за период 2010-2016 гг.

Лиц. №	Краткое название	Потенциальная брутто- доходность портфелей накоплений НПФ исходя из бэнчмарков, % годовых								Фактическая доходность НПФ*, CAGR 7, %	Разница, п.п.
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR 7 (2010-2016), %		
	Индекс ММВБ	23,21	-16,93	5,17	1,99	-7,15	26,12	26,76	7,2	7,2	
	Доходность ОФЗ (по погашению)	7,51	7,68	7,82	7,06	8,86	11,46	9,02	8,5	8,5	
	Инфляция	8,80	6,10	6,60	6,50	11,40	12,91	5,39	8,2	8,2	
	ММВБ-50%/ОФЗ-50%	15,36	-4,63	6,49	4,53	0,86	18,79	17,89	8,1	8,1	
	ВЭБ - расширенный портфель	6,95	4,24	8,41	6,31	2,56	13,3	10,74	7,4	7,4	

3/2	НПФ "Электроэнергетики" ("Открытие")	13,31	3,30	7,08	5,70	1,23	16,87	18,06	9,2	7,5	-1,7
12/2	НПФ "ТЕФЕСТ"	13,97	1,79	8,95	8,29	1,22	17,19	13,88	9,2	7,0	-2,2
23	НПФ "Алмазная осень"	11,98	1,03	7,85	7,64	2,06	15,26	12,21	8,2	6,4	-1,8
41	НПФ Сберегательного банка	11,78	3,27	7,66	7,52	2,93	14,99	11,86	8,5	6,3	-2,2
56	Ханты-Мансийский НПФ	11,33	4,91	7,07	6,69	4,98	13,58	10,39	8,4	7,0	-1,4
57/2	НПФ "ТНК-Владимир" / Владимир (Ренова)	9,63	4,14	8,61	7,60	3,41	12,47	11,42	8,1	7,5	-0,6
67/2	НПФ "Райффайзен" / "САФМАР" (группа БИН)	13,41	4,36	7,55	4,13	-1,41	13,92	13,82	7,8	6,4	-1,4
78/2	"Большой ПФ" (Ренова)	8,48	3,99	8,12	7,42	4,02	12,14	10,71	7,8	7,3	-0,5
94	НПФ "Телеком-Союз" (группа О1)	14,36	3,60	6,61	8,37	0,01	14,63	13,05	8,5	6,4	-2,1
106/2	НПФ "НПФ ОПК"	13,75	3,41	8,04	7,35	0,61	15,43	12,90	8,7	6,5	-2,2
158/2	НПФ "Роствертол"	8,76	3,30	6,42	6,18	4,91	13,49	11,90	7,8	7,0	-0,8
169/2	НПФ АО "АвтоВАЗ"	0,00	0,00	9,49	7,12	3,42		9,09			
175/2	НПФ "Стройкомплекс"	9,44	6,58	9,28	8,07	6,09	12,94	11,11	9,0		-9,0
237	НПФ "Доверие" (Оренбург)	14,27	2,73	8,54	7,36	4,08	12,35	10,61	8,5	7,0	-1,5
269	НПФ "Твоя опора" / ВТБ Пенсионный фонд	14,18	5,82	8,01	6,82	-2,25	10,78	10,33	7,6	7,0	-0,5
281	НПФ "Добродетель" / "Магнит"	14,25	2,96	7,12	7,13	0,98	16,32	14,34	8,9	8,1	-0,8
288	НПФ "Национальный НПФ"	14,14	3,08	8,01	7,36	2,38	15,28	11,74	8,8	6,7	-2,0
308/2	НПФ "Социальное развитие"	15,11	4,71	7,56	6,09	2,52	14,61	11,05	8,7	5,8	-2,9
318/2	НПФ "Доверие" (группа БИН)	13,89	5,25	9,40	7,13	-10,38	1,31	15,26	5,7	8,4	2,7
320/2	НПФ"Социум"	11,77	3,56	7,07	6,84	4,19	14,49	13,17	8,7	7,2	-1,5
326/2	МНПФ "АКВИЛОН"	12,34	1,40	7,97	7,26			12,35		5,9	
346	НПФ Транснефть	14,04	5,57	8,34	7,50	-0,04	13,45	11,71	8,6	7,0	-1,5
347	НПФ "Оборонно- промышленный фонд"	12,41	1,16	8,17	6,58	0,85	16,51	13,81	8,4	8,1	-0,3
359	НПФ "Первый промышленный альянс"	13,02	5,33	7,80	7,82	1,37	14,33	13,33	8,9		
360/2	НПФ "ПРОФЕССИОНАЛЬН ЫЙ"	12,42	5,58	7,67	7,80	2,31	11,97	9,86	8,2		
377	НПФ "Волга-капитал"	10,13	3,56	8,64	7,24	7,10	11,71	11,37	8,5	6,9	-1,6
378/2	"УГМК-Перспектива"	12,79	4,62	7,73	7,30	1,21	12,44	11,67	8,2	6,7	-1,5
407	НПФ «Межрегиональный» / НПФ РГС (группа "Открытие")	12,98	5,20	6,92	6,51	-8,74	4,16	15,68	5,8	7,6	1,8
412	НПФ «ОБРАЗОВАНИЕ»	13,75	3,47	7,58	6,81	3,81	13,75	13,75	8,9	6,7	-2,2
415	НПФ «ПромЭнерго» / НПФ "АЛЬЯНС"	0,00	3,55	8,53	7,74	-0,02	17,07	12,98			
430	НПФ ГАЗФОНД - ПН	12,68	2,81	7,21	6,40	2,16	14,58	12,99	8,3	7,0	-1,3
431	НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ ОПС» / "БУДУЩЕЕ" (группа О1)	11,19	4,91	7,88	5,83	-2,48	12,34	16,20	7,8		
432	НПФ ЛУКОЙЛ- ГАРАНТ» ("Открытие")	10,68	3,68	6,29	6,60	3,32	17,09	15,61	8,9	7,1	-1,8
433	НПФ «Сургутнефтегаз»	13,33	4,53	8,16	7,37	2,21	15,50	12,38	9,0	7,3	-1,7

434	НПФ "Согласие"	6,65	4,39	6,47	6,84	4,72	12,89	12,57	7,7	9,2	1,5
436	НПФ "НЕФТЕГАРАНТ"	12,48	5,90	7,57	7,21	4,52	14,07	11,52	9,0	7,3	-1,7
437	НПФ «Атомфонд»	10,85	4,68	7,77	7,26	3,90	12,43	11,51	8,3	6,4	-1,9
440	НПФ "Капитан" / "Федерация"	12,30	5,61	7,60	7,38	-12,22	17,57	10,68	6,6		
Доходность НПФ, участвующих в СГВ:											
Максимальная		15,11	6,58	9,49	8,37	7,10	17,57	18,06	9,19	9,24	2,7
Средняя (простая)		11,63	3,89	7,81	7,06	1,32	13,61	12,55	8,26	7,06	-2,6
Минимальная		0,00	0,00	6,29	4,13	-12,22	1,31	9,09	5,66	5,78	-8,9
Средняя доходность НПФ, исключенные из СГВ		10,67	3,33	7,98	7,13	-0,71	11,02	4,58	8,20	6,68	
Средняя доходность остальных НПФ, работавших с накоплениями		3,18	0,74	1,78	1,31	-0,26	0,99	0,00			

* Доход, полученный от инвестирования ПН - данные АНПФ и Pension&Actuarial Consulting за ряд лет

Источник: расчеты авторов

4 Доходность и риски портфелей ПН в НПФ

Для сравнения различных инвестиционных стратегий построены множества всех возможных портфелей, составленных из бенчмарков НПФ. При этом сначала исследованы портфельные множества, в которых бенчмарками облигаций являются индексы, отражающие изменения рыночной стоимости. Именно с этими индексами сталкивается некоторый инвестор, который занимается активным управлением портфелем и куплей-продажей ценных бумаг на рынке. Портфельные множества на рисунке 17 изображены для трех горизонтов: краткосрочный (2016 год), среднесрочный (2012-2016 гг.) и долгосрочный (2007-2016 гг.). Условные обозначения портфелей со 100%-м весом соответствующих активов:

Государственные облигации РФ

Государственные ценные бумаги субъектов РФ

Облигации российских эмитентов

Акции российских эмитентов

Ипотечные ценные бумаги

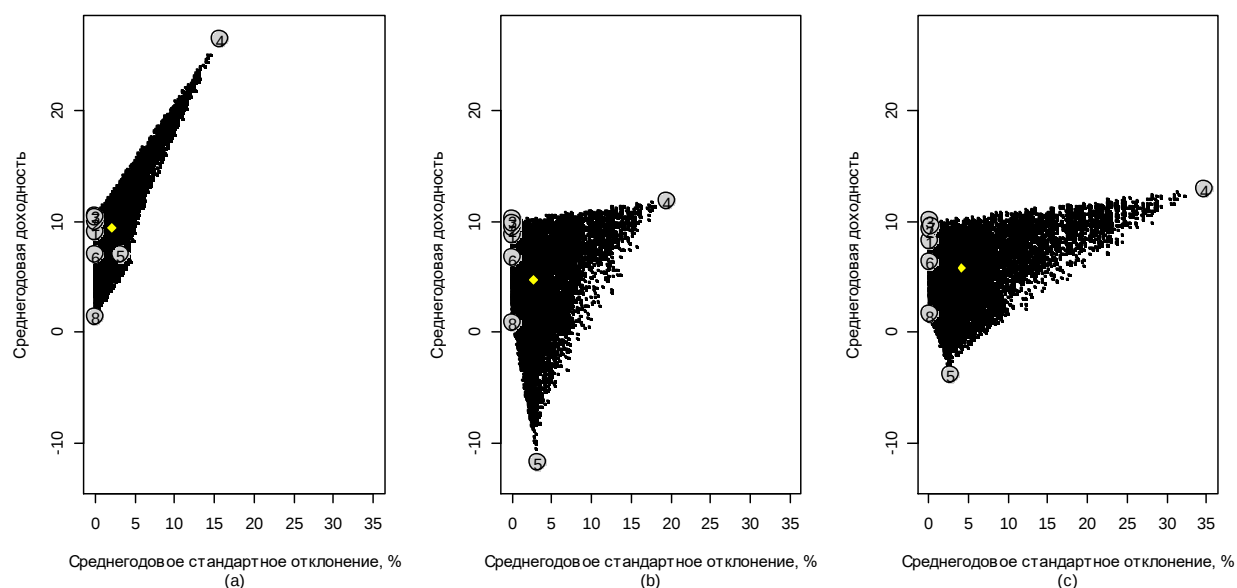
Денежные средства в банковских депозитах

Денежные средства на счетах в кредитных организациях

Ценные бумаги международных финансовых организаций

В 2014 году наблюдается резкий спад доходности по бенчмарку недвижимости – индексу цен на недвижимость, что вытягивает все облако за этот период вниз.

Международные ценные бумаги, представленные ставкой LIBOR, находятся в наиболее безрисковой и близкой к нулю зоне на любом промежутке.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 17 – Портфельное множество бенчмарков для основных классов активов НПФ (с использованием соответствующего индекса эффективной доходности к погашению для всех облигаций) (а) 2016-2016, (б) 2012-2016, (с) 2007-2016 гг., %

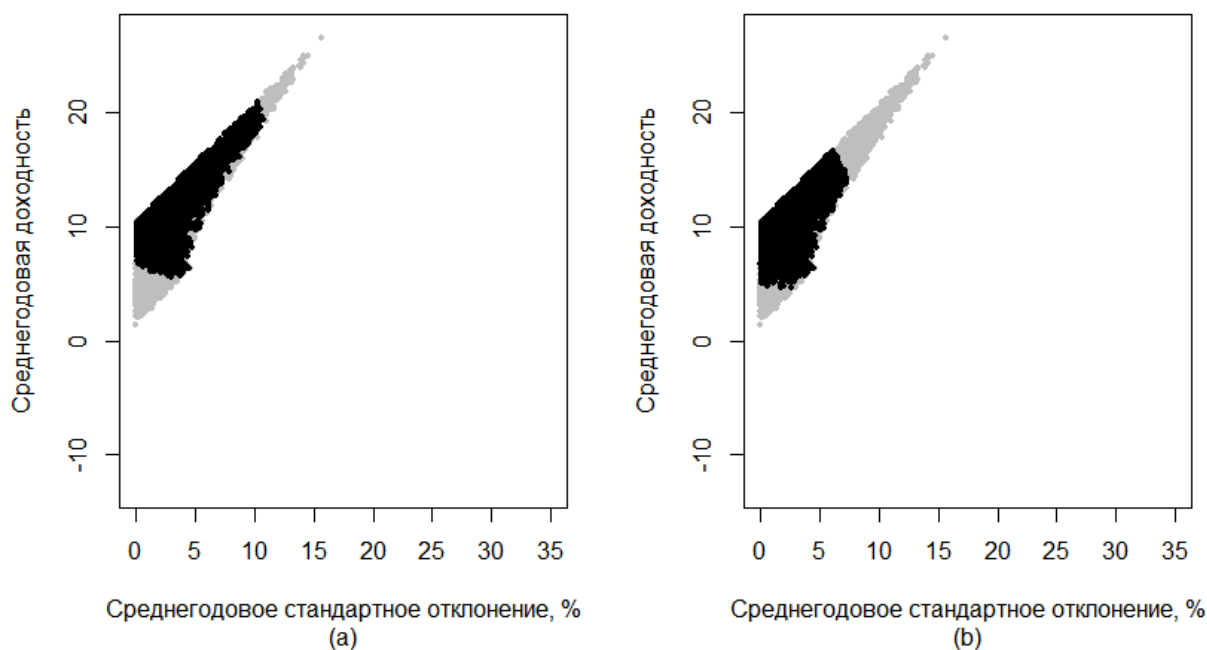
На следующем этапе рассмотрены ограничения, которые накладываются на процесс инвестирования средств пенсионных накоплений по документам ОЭСР. В таблице 10 представлены ограничения по классам активов в 2015 и 2017 годах.

Таблица 10 – Ограничения на инвестирование средств пенсионных накоплений по классам активов, максимальные значения в портфеле (%)

	2015 год	2017 год
Государственные облигации РФ	100	100
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	40	40
Облигации российских эмитентов	80	80
Акции российских эмитентов	65	40
Паи	20	20
Ипотечные ценные бумаги	40	20
Денежные средства в банковских депозитах	40	100
Денежные средства на счетах в кредитных организациях	100	100
Ценные бумаги международных финансовых организаций	20	40
Прочие активы	100	100

Источник: ОЭСР

Сравнение двух видов ограничений проведено на рисунке 18, на котором серым отмечены все возможные комбинации из включенных в анализ бенчмарков, а черным цветом – все допустимые точки по (a) ограничению в 2015 году и (b) ограничению в 2017 году на примере среднегодовых значений доходности и стандартного отклонения в 2017 году, так как сравнить эти ограничения было бы корректно на одинаковом временном интервале. График показывает, что ужесточение предела по акциям отсекает наиболее рисковую часть допустимого множества, что обосновано на фоне растущего риска на фондовом рынке. Ослабление прочих инструментов повлекло лишь включение в допустимое множество дополнительных точек внизу облака с близкой к нулевой доходности.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 18 – Портфельное множество бенчмарков для основных классов активов НПФ с учетом ограничений (a) в 2015 году и (b) в 2017 году на примере 2016 года, %

Аналогичное сравнение двух наборов ограничений на 10-летнем периоде показывает, что новые ограничения 2017-го года и на долгосрочном периоде отсекают наиболее рисковую часть жестче. Однако на долгосрочном периоде новые ограничения действуют более эффективно, чем ограничения 2015-го года. Так, она отсекают большую часть портфельного множества с низкой или отрицательной доходностью и существенным

риском. Поэтому новые ограничения можно охарактеризовать как более выгодные для диверсификации портфелей из средств пенсионных накоплений (рисунок 19).



Источник: расчеты авторов

Рисунок 19 – Портфельное множество бенчмарков для основных классов активов НПФ с учетом ограничений (а) в 2015 году и (б) в 2017 году на 10-летнем промежутке 2007-2016 гг., %

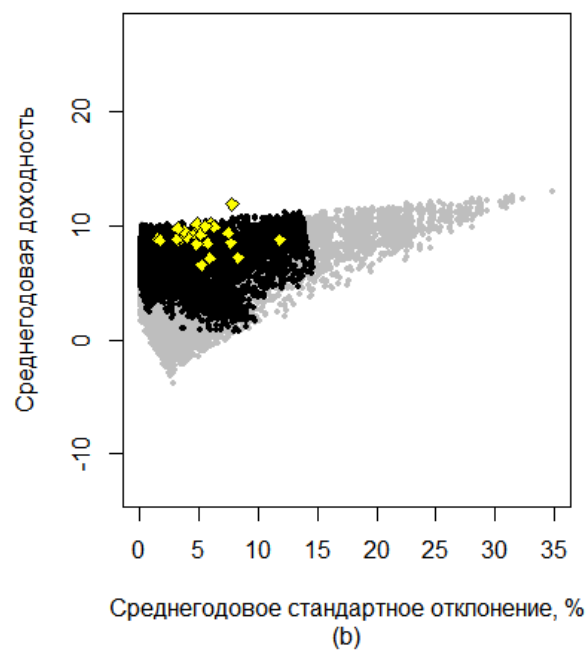
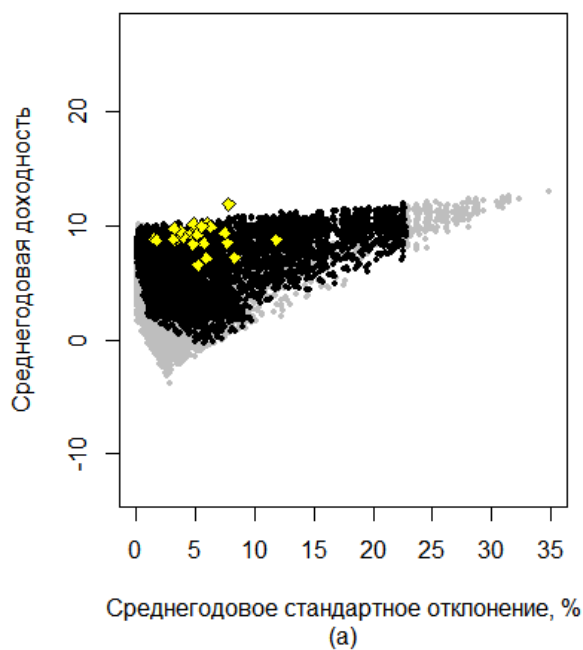
На рисунке 20 показана среднегодовая доходность и риск НПФ, рассчитанная на подобранным бенчмаркам, на портфельном множестве за 2016 год с учетом ограничений в 2015 и 2017 году, соответственно. Показательно, что минимум 2 НПФ в 2016 году выбрали стратегию, недопустимую по новым ограничениям. Все точки находятся достаточно близко к эффективной границе множества, за исключением некоторого количества фондов, которые выбрали инвестирование в преимущественно безрисковые классы активов. Достаточно большое количество фондов проводит весьма консервативную стратегию инвестирования, выбирая доходность и риск ближе к нулевой отметке.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 20 – Показатели инвестиционной стратегий НПФ по их бенчмаркам на портфельном множестве с учетом ограничений (a) в 2015 году и (b) в 2017 году на примере 2016 года, %

Аналогичный анализ проведен на 10-летнем горизонте (рисунок 21). Среднегодовые характеристики доходности и риска рассчитаны с учетом изменений в структуре активов НПФ. На графике отображены только те НПФ, которые существовали в течение всех 10 лет и по которым имелись данные по структуре их активов без пропусков. Показательно, что один НПФ за счет корректировки весов активов переиграл множество, созданное из портфелей с фиксированными весами на 10 лет, - АО НПФ «Социальное развитие». Фонд активно управлял своим портфелем, структура активов менялась часто и достаточно резко. В один год — это резкий уход в акции, в другой – в депозиты. Такая стратегия может быть оправдана с точки зрения повышенной доходности, однако по риску этот фонд также находится достаточно далеко на оси риска.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 21 – Показатели инвестиционной стратегий НПФ по их бенчмаркам на портфельном множестве с учетом ограничений (а) в 2015 году и (б) в 2017 году на 10-летнем горизонте 2007-2016 гг., %