



Банк России



№ 2

II КВАРТАЛ 2020 ГОДА

**ОБЗОР КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ
ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ**

Информационно-аналитический материал

Москва
2020

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	2
1. Пенсионные средства выросли в II квартале 2020 года вслед за быстрым восстановлением финансовых рынков.....	4
2. Число застрахованных лиц по ОПС и участников программ НПО сокращается	6
3. Структура пенсионных портфелей изменилась в пользу корпоративных облигаций	9
4. НПФ показали положительную доходность за первое полугодие	12
Процентный риск НПФ.....	14

Настоящий обзор подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования.
Статистические данные, использованные в обзоре, а также методические комментарии
публикуются на сайте Банка России.

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Р. Исмаилова, Банк России

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ¹

Резкий спад финансовых рынков в конце I квартала, вызванный распространением коронавируса, оказался недолгим. Смягчение денежно-кредитной политики основных мировых центральных банков, введение правительствами и центральными банками масштабных мер поддержки экономики и финансовой стабильности и начавшееся в середине II квартала постепенное ослабление ограничительных мер в большинстве стран привели к быстрому восстановлению мировых финансовых рынков. Второй квартал 2020 г. оказался успешным и для российского фондового рынка. Ожидания снижения ключевой ставки (в II квартале ключевая ставка была снижена на 150 б.п., с 6,00 до 4,50%) и возвращение иностранных инвесторов на российский рынок привели к значительному снижению доходностей госбумаг и повышению относительной привлекательности корпоративных облигаций для долгосрочных инвесторов.

Быстрое восстановление рынков акций и облигаций, инструменты которых составляют основную часть активов НПФ, привели к возвращению положительной доходности как по пенсионным накоплениям, так и по пенсионным резервам. В результате объем пенсионных накоплений и резервов НПФ в конце II квартала 2020 г. составил 6,3 трлн руб. и превысил уровень конца декабря 2019 г., отыграв падение I квартала 2020 года.

Вместе с тем в III квартале вероятно замедление роста фондового рынка. Ключевая ставка находится на исторически минимальном уровне: дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики возможно, но масштаб снижения ключевой ставки с текущих уровней относительно невелик. Доходности коротких государственных бумаг в июле-августе стабилизировались, а длинных – немного выросли. Неопределенность относительно дальнейшего распространения пандемии коронавируса в России и в мире остается высокой, что также может сдерживать дальнейший рост рынков.

Динамика финансовых рынков также привела к изменению структуры инвестиционных портфелей пенсионных средств. В результате роста котировок корпоративных облигаций их доли увеличились. Этому также способствовала реаллокация в этот инструмент части активов, размещенных ранее, в том числе в государственных облигациях и банковских депозитах, в связи с более высокой доходностью к погашению корпоративных облигаций.

Доходность от инвестирования пенсионных накоплений ПФР по-прежнему превышает средневзвешенные результаты НПФ. Это способствует росту числа желающих вернуть пенсионные накопления из НПФ в ПФР. При сохранении тенденций, наблюдаемых в первом полугодии, по итогам 2020 г. может быть зафиксирован нетто-отток застрахованных лиц из НПФ в ПФР. Вместе с тем более половины фондов показали более высокую доходность от инвестирования пенсионных накоплений, чем доходность ПФР по расширенному портфелю. Эффективность инвестиционной политики обеспечивает конкурентоспособность таких фондов, снижая вероятность перевода средств их клиентов как в ПФР, так и в другие НПФ.

Снижение экономической активности и сокращение расходов рядом предприятий могут привести к уменьшению числа участников добровольной пенсионной системы. В таких условиях источниками роста пенсионных резервов может стать повышение привлекательности и продвижение на рынок розничных программ НПО, интересных частным инвесторам, которые ищут альтернативные инструменты на фоне снижения ставок по депозитам.

Волатильность облигационного рынка может заставить задуматься российские НПФ об управлении процентным риском. При этом на текущем этапе развития процентный риск будет иметь разное значение для фондов, работающих в сфере обязательного пенсионного страхования, и для фондов системы негосударственного пенсионного обеспечения. В связи с тем

¹ Обзор подготовлен на основе данных отчетности, предоставленной на 24.08.2020.

что российская система ОПС находится преимущественно на стадии накопления, отсутствие установленных гарантированных выплат по обязательствам, срок выплат по которым не наступил, практически исключает процентный риск из деятельности НПФ на текущем этапе.

В сегменте негосударственного пенсионного обеспечения в силу большего объема обязательств на этапе выплат, в том числе пожизненных, а также наличия минимального гарантированного дохода по некоторым схемам НПО вопросы управления процентным риском могут быть более актуальными.

1. ПЕНСИОННЫЕ СРЕДСТВА ВЫРОСЛИ В II КВАРТАЛЕ 2020 ГОДА ВСЛЕД ЗА БЫСТРЫМ ВОССТАНОВЛЕНИЕМ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- Восстановление фондового рынка в апреле-июне 2020 г. способствовало росту пенсионных средств НПФ и ПФР. Это позволило НПФ отыграть падение I квартала 2020 г. – объем их портфелей превысил уровень конца 2019 года.
- Процесс объединения фондов продолжился в II квартале 2020 года. Снижение постоянных издержек повышает конкурентоспособность НПФ.

После сокращения в начале 2020 г. портфель пенсионных средств НПФ и ПФР за II квартал 2020 г. увеличился на 2,9% к/к, до 6,3 трлн рублей. Максимальный рост наблюдался в портфеле пенсионных резервов НПФ (+3,5% к/к), в результате которого он превысил значение на начало года. Портфель пенсионных накоплений НПФ вырос на 2,5%, также отыграв падение за январь-март 2020 года. Темпы прироста портфеля пенсионных накоплений ПФР, который, в отличие от портфелей негосударственных фондов, увеличился и в предыдущем квартале, ускорились до 3,0% к/к.

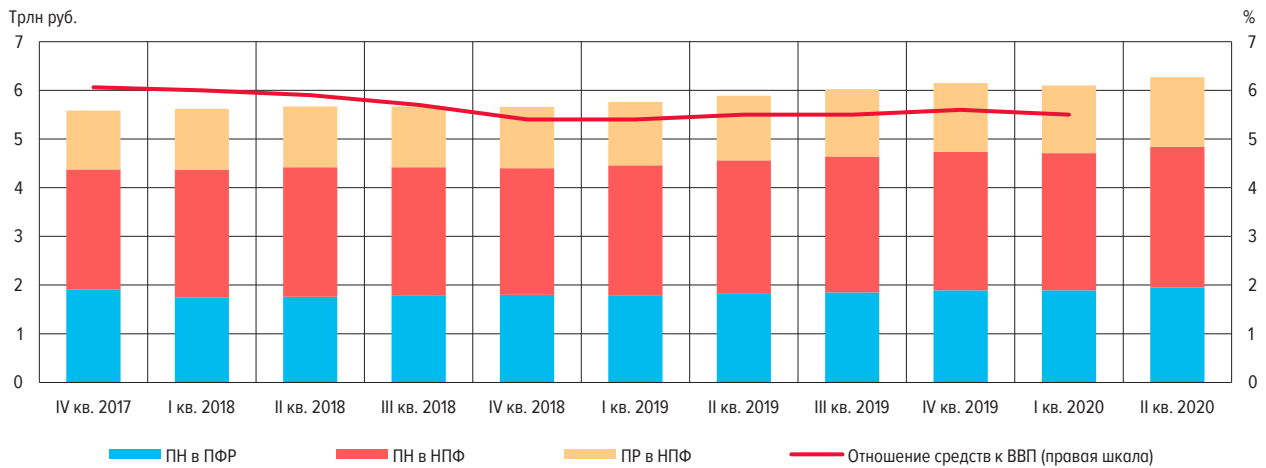
Росту пенсионных средств способствовало восстановление финансовых рынков после провала в I квартале: основная часть портфелей фондов приходится на инвестиции в инструменты фондового рынка. По итогам апреля-июня рынки долговых инструментов восстановились полностью после резкого снижения в середине марта 2020 г., вызванного распространением коронавирусной инфекции в мире и в России. Рынок акций также продемонстрировал положительную динамику, однако докризисные уровни пока достигнуты не были.

В связи с восстановлением фондового рынка с начала пандемии, а также со снижением волатильности курса рубля по отношению к иностранным валютам [Банк России принял решение](#) не продлевать далее 1 января 2021 г. право НПФ отражать в бухучете долевые и долговые ценные бумаги, приобретенные до 1 марта 2020 г., по стоимости на 1 марта 2020 года. По данным на конец июня 2020 г. ни один фонд не воспользовался предоставленной возможностью, но значительная часть НПФ не исключает этого в будущем в случае изменения ситуации на финансовых рынках.

В II квартале 2020 г. на рынке НПФ продолжился процесс консолидации отрасли. В результате процесса реорганизации в форме присоединения четыре фонда были объединены на базе одного из них, также объединились еще два фонда. В результате число НПФ сократилось на 4 ед., до 43. Из них 29 фондов работали с обязательным пенсионным страхованием (-4 ед.), 41 фонд – с негосударственным пенсионным обеспечением (-4 ед.). Объединение фондов позволяет снизить долю постоянных расходов, что повышает эффективность их деятельности. Снижение числа участников рынка повысило концентрацию отрасли. При этом доля топ-20 фондов по обязательствам по договорам об обязательном пенсионном страховании выросла значительно, чем доля топ-20 фондов по обязательствам по договорам негосударственного пенсионного обеспечения, и достигла 99,3%. Доли топ-5 фондов в обоих сегментах практически не изменились.

ОБЪЕМ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ НПФ И ПФР

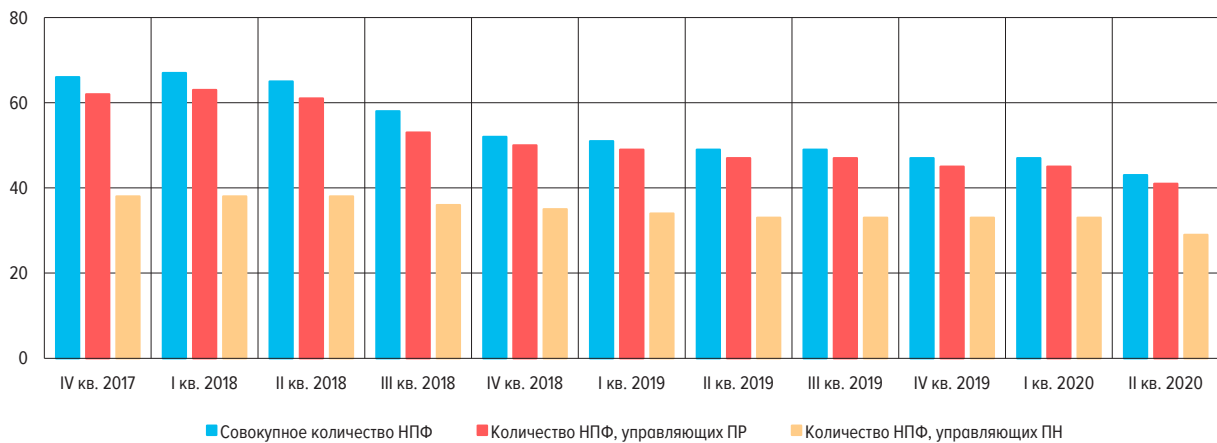
Рис. 1



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА НПФ
(ЕД.)

Рис. 2



Источник: Банк России.

2. ЧИСЛО ЗАСТРАХОВАННЫХ ЛИЦ ПО ОПС И УЧАСТНИКОВ ПРОГРАММ НПО СОКРАЩАЕТСЯ

- Количество лиц, застрахованных в НПФ, продолжает снижаться. Это во многом связано с увеличением числа граждан, получающих пенсию¹.
- В 2020 г. число застрахованных в НПФ лиц может дополнительно уменьшиться из-за увеличения количества желающих перевести накопления из НПФ в ПФР.
- Стагнация числа участников добровольной пенсионной системы может объясняться нежеланием предприятий увеличивать свои расходы (в том числе на социальные программы) в период замедления экономической активности, вызванной распространением коронавируса.
- Работа НПФ по развитию розничных программ НПО, в том числе с возможностью получить выкупную сумму ранее срока завершения действия договора, может привлечь дополнительных клиентов в этот сегмент в условиях выхода частных инвесторов на рынок альтернативных инвестиций и неготовности населения к долгосрочным инвестициям.

Число лиц, формирующих накопления в негосударственных фондах, сокращается пятый квартал подряд. Это связано в том числе с увеличением получающих пенсию лиц. Количество застрахованных лиц, получающих пенсию, на конец июня 2020 г. составило 180,7 тыс. человек, что на 7,1% больше, чем значение на аналогичную дату предыдущего года. Основная доля застрахованных лиц, получающих пенсию, получает единовременные выплаты. По итогам 2020 г. число лиц, формирующих накопления в НПФ, может сократиться также за счет желающих вернуть свои накопления из НПФ в ПФР на фоне менее значительного обратного потока. [Промежуточные итоги](#) переходной кампании 2020 г. свидетельствуют о сокращении числа заявлений по переводу пенсионных накоплений. Так, на 1 июля 2020 г. было подано в 2,3 раза меньше заявлений о переводе пенсионных накоплений, чем на аналогичную дату предыдущего года. При этом основная доля заявлений пришлась на заявления о возвращении накоплений из НПФ в ПФР (69,5%, или 24,5 тыс. заявлений; о переводе накоплений из ПФР в НПФ подано 3 тыс. заявлений). Такая динамика может объясняться большей доходностью инвестирования пенсионных накоплений ПФР по сравнению со среднерыночными показателями НПФ (см. раздел 4).

В II квартале 2020 г. продолжилось сокращение числа участников добровольной пенсионной системы, начавшееся в начале года. В 2019 г. число участников росло на протяжении всего года. Невысокий спрос на программы НПО в II квартале 2020 г. может объясняться в том числе секвестированием расходов частью предприятий. Снижение экономической активности не способствует наращиванию работодателями социальных программ (в том числе пенсионных) для сотрудников.

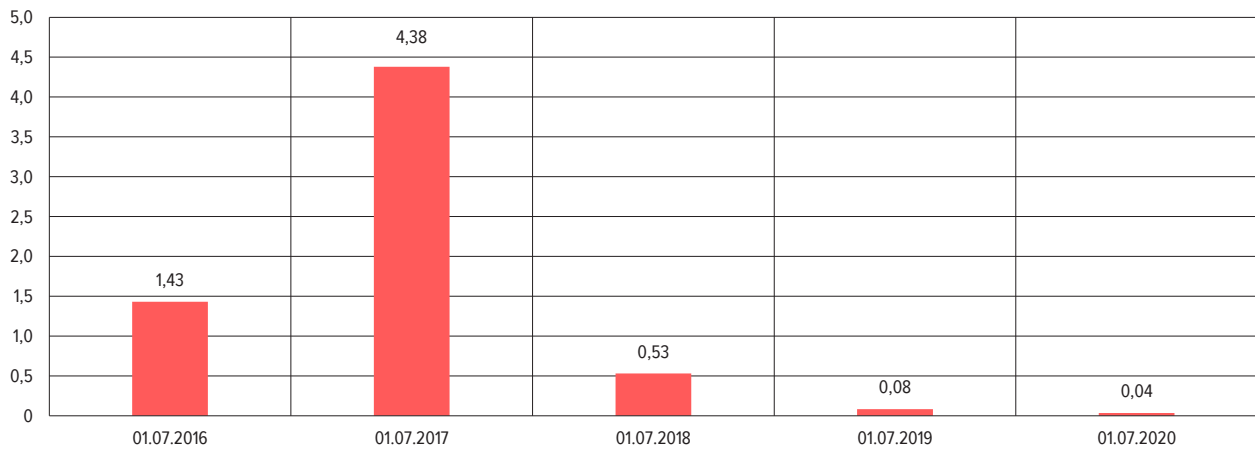
При этом НПФ пока не стали бенефициарами процесса поиска населением инвестиционных инструментов с более высокой доходностью относительно банковских депозитов. Снижение процентных ставок по вкладам, наблюдаемое в последнее время, способствовало росту интереса со стороны физических лиц к услугам брокерского обслуживания, покупке паев ПИФов и программ накопительного страхования жизни. Это может свидетельствовать как об инвестиционной непривлекательности пенсионных планов НПФ, так и о неготовности населения делать долгосрочные инвестиции. Кроме того, при невысоких взносах по розничным пенсионным программам² размер комиссий посредников также ограничен, что делает их менее привлекательными для продвижения.

¹ Лица, получающие пенсию, не учитываются в числе лиц, застрахованных в НПФ.

² Например, по некоторым программам первоначальный взнос составляет 1 тыс. рублей.

ЧИСЛО ЗАЯВЛЕНИЙ О ПЕРЕВОДЕ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ, ПРИНЯТЫХ ПФР
(МЛН ЕД.)

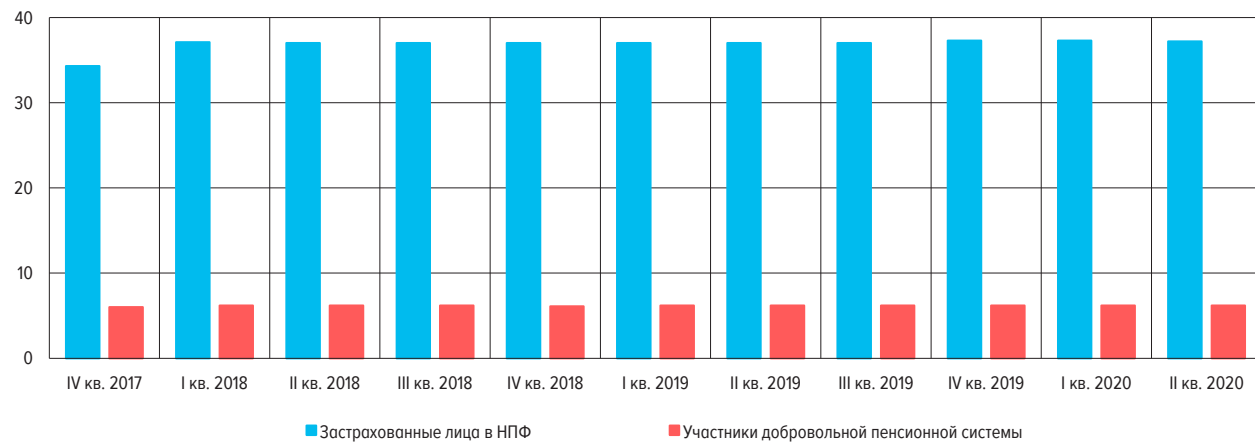
Рис. 3



Источник: ПФР.

КОЛИЧЕСТВО ЗАСТРАХОВАННЫХ ЛИЦ В НПФ И УЧАСТНИКОВ ДОБРОВОЛЬНОЙ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ
(МЛН ЧЕЛ.)

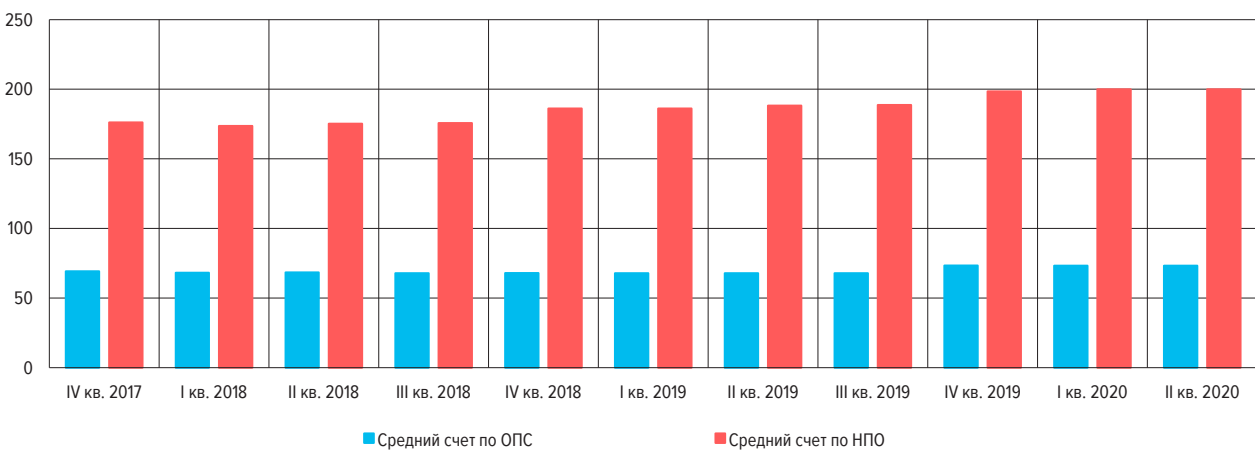
Рис. 4



Источник: Банк России.

РАЗМЕР СРЕДНЕГО СЧЕТА ЗАСТРАХОВАННЫХ ЛИЦ В НПФ И УЧАСТНИКОВ
ДОБРОВОЛЬНОЙ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ
(ТЫС. РУБ.)

Рис. 5

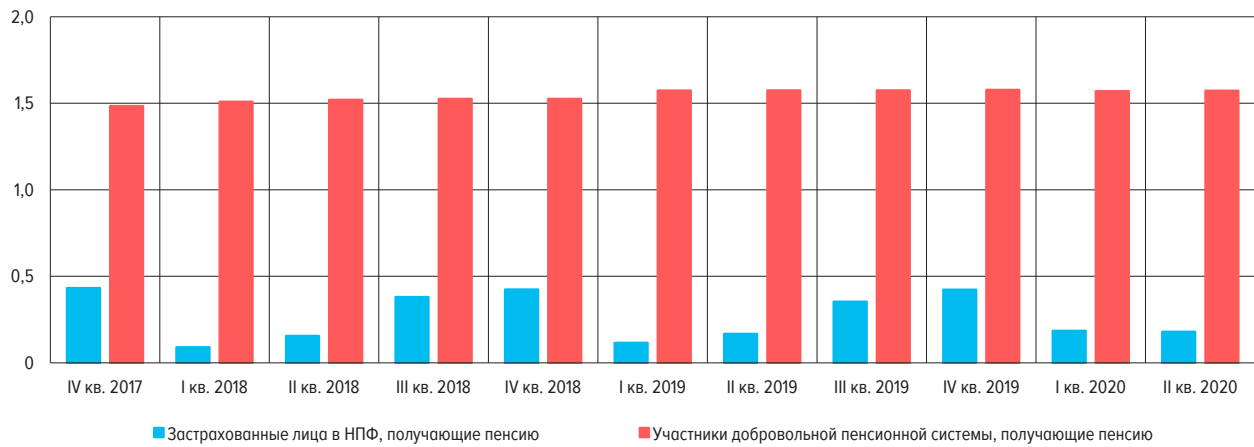


Источник: Банк России.

КОЛИЧЕСТВО ЗАСТРАХОВАННЫХ ЛИЦ В НПФ И УЧАСТНИКОВ ДОБРОВОЛЬНОЙ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ, ПОЛУЧАЮЩИХ ПЕНСИЮ*

Рис. 6

(МЛН ЧЕЛ.)



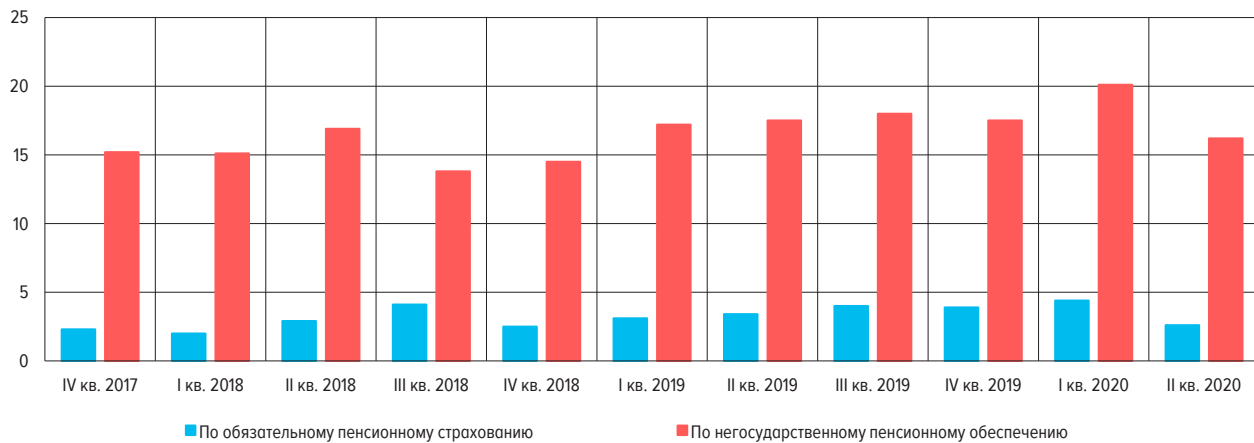
■ Застрахованные лица в НПФ, получающие пенсию ■ Участники добровольной пенсионной системы, получающие пенсию

* На графике приведены значения накопленным итогом. Ежегодное снижение числа застрахованных лиц НПФ, получающих пенсию, в I квартале года связано со значительной долей лиц, получающих единовременные выплаты и не учитываемых в числе лиц, получающих пенсию, в следующем году.

Источник: Банк России.

КВАРТАЛЬНЫЕ ОБЪЕМЫ ВЫПЛАТ ПЕНСИЙ
(МЛН РУБ.)

Рис. 7



Источник: Банк России.

3. СТРУКТУРА ПЕНСИОННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ ИЗМЕНИЛАСЬ В ПОЛЬЗУ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- По итогам II квартала 2020 г. во всех пенсионных портфелях выросли доли корпоративных облигаций.
- Этому во многом способствовало восстановление рынка долговых инструментов по итогам апреля-июня 2020 г. после провала в середине марта, вызванного распространением коронавирусной инфекции.
- Кроме того, часть средств, ранее размещаемых на депозитах, из портфелей НПФ и ПФР были также перемещены в корпоративные облигации. Это могло быть вызвано уменьшением ставок по банковским депозитам вслед за снижением ключевой ставки.

В II квартале 2020 г. в структуре портфелей пенсионных накоплений и пенсионных резервов продолжилась ключевая тенденция, начавшаяся в 2019 г., – увеличение доли корпоративных облигаций. Всего за полтора года доли корпоративных облигаций в портфеле пенсионных накоплений и резервов НПФ выросли на 7–8 п.п., в портфеле пенсионных накоплений ПФР рост составил 4,3 процентного пункта. Ключевыми причинами роста вложений в долговые инструменты по итогам апреля-июня 2020 г. стала их положительная переоценка вслед за восстановлением котировок после снижения в марте, а также сохранение высоких спредов¹ между доходностями к погашению корпоративных² и государственных³ облигаций, которые делают вложения в корпоративные облигации более привлекательными. При этом стоит отметить, что НПФ, как правило, не являются активными инвесторами на рынке облигаций, предпочитая покупать более доходные облигации и удерживать их до погашения. В связи с этим покупка корпоративных облигаций с более высокой доходностью к погашению (с целью удержать до погашения) для НПФ предпочтительнее, чем приобретение низкодоходных ОФЗ, в расчете на быстрый рост их капитальной стоимости (на ожиданиях снижения ключевой ставки) и последующую продажу (эта стратегия, как правило, используется банками и иными активными инвесторами). Вложения в корпоративные облигации выросли также за счет снижения вложений в депозиты (что отражает снижение их привлекательности в связи с сокращением ставок), а также объемов задолженности по сделкам репо. Фонды продолжают проявлять сдержанный интерес к долевым инструментам: в портфеле пенсионных накоплений их доля практически не изменялась, в пенсионных резервах – сократилась. Консервативная инвестиционная политика НПФ ограничила размер их потерь на фоне снижения рынка акций по итогам I квартала 2020 г. вслед за распространением коронавируса, а также повышает стабильность финансового результата в условиях экономической нестабильности в России и в мире.

Наиболее масштабные изменения в структуре инвестиций пенсионных средств НПФ по итогам II квартала 2020 г. произошли в пенсионных накоплениях. Доля корпоративных облигаций за квартал увеличилась на 2,1 п.п., до 54%, а доля государственных облигаций снизилась на 0,9 п.п., до 29,1%. Доля акций практически не изменилась и составила 5,5%. Основная доля инвестиций пенсионных накоплений приходится на реальный сектор – 38,4%⁴. Среди отраслей доминируют нефтегазовая, машиностроение и транспорт. Максимальный прирост вложе-

¹ Разница доходности индекса полной доходности корпоративных облигаций RUCBITR и индекса полной доходности государственных ценных бумаг RGBITR.

² Индекс полной доходности корпоративных облигаций RUCBITR.

³ Индекс полной доходности государственных ценных бумаг RGBITR.

⁴ С II квартала 2020 г. изменилась методика расчета структуры инвестиций пенсионных накоплений и пенсионных резервов с точки зрения секторов экономики. Теперь вложения в государственный, реальный и финансовый секторы рассчитываются как инвестиции пенсионных фондов в акции, облигации, векселя, депозитарные расписки, без учета инвестиций в паи ПИФов, сделки репо, объекты недвижимости, а также банковские депозиты и денежные средства на расчетных/брокерских счетах.

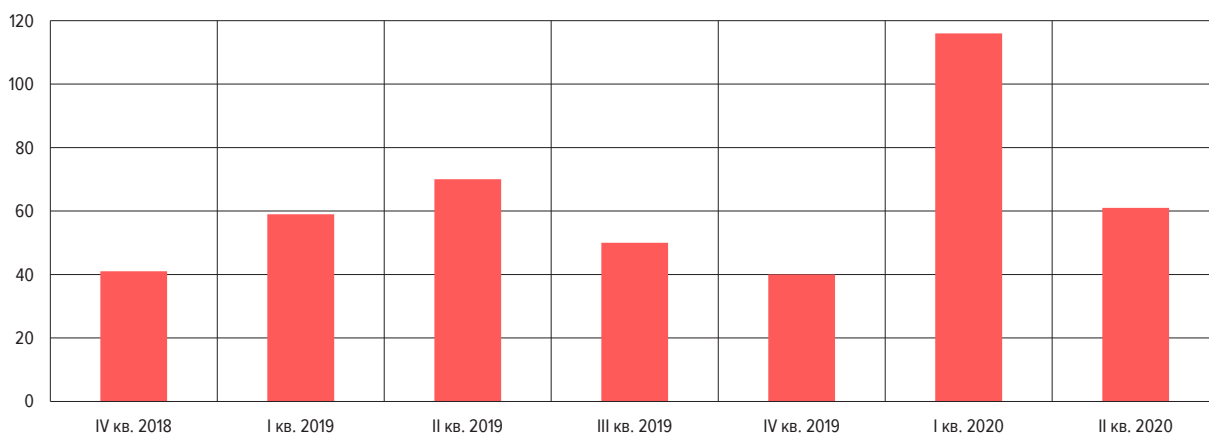
ний по итогам II квартала 2020 г. наблюдался в компании нефтегазовой отрасли, химии и нефтехимии, а также энергетики и электроэнергетики. На государственный сектор приходится 30,8% портфеля. В финансовый сектор вложены 22,5% инвестиций, где лидируют банки и финансовые компании. Вместе с тем по итогам апреля-июня 2020 г. заметный прирост, помимо банков, наблюдался в секторе лизинга и международных финансовых организаций.

В структуре пенсионных резервов НПФ по итогам апреля-июня 2020 г. доля корпоративных облигаций выросла на 1,1 п.п., до 47%. Доля государственных ценных бумаг практически не изменилась и составила 11,4%, а доля акций снизилась на 0,3 п.п., до 10,8%. Снизилась доля паев ПИФов (на 0,6 п.п., до 16,1%). В разрезе секторов экономики НПФ структура инвестиций пенсионных резервов несколько отличается от пенсионных накоплений. Основная доля также приходится на компании реального сектора, где также лидируют нефтегазовая отрасль, машиностроение и транспорт. Максимальный прирост инвестиций наблюдался в отрасли машиностроения и транспорта, а также связи, телекоммуникаций, технологий и IT. На втором месте находится финансовый сектор (с превалированием вложений в финансовые компании и банки). На государственный сектор приходится лишь 15,3% инвестиций. Такие различия в структуре инвестирования пенсионных накоплений и резервов во многом связаны с менее жесткими требованиями Банка России к структуре размещения пенсионных резервов.

Доля корпоративных облигаций по итогам II квартала 2020 г. выросла и в традиционно наиболее стабильном портфеле ПФР. В апреле-июне 2020 г. рост составил 1,7 п.п. (до 38,5%). Доля государственных ценных бумаг практически не изменилась и составила 34,8%. Средства на текущих счетах, традиционно появившиеся в портфеле в начале года в связи с завершением срока действия депозитов, были вновь частично размещены на депозитах, а также вложены в другие инструменты. В результате чего доля депозитов выросла на 6,5 п.п., до 20,4%. Размещение части средств по завершившимся в I квартале 2020 г. депозитам в иные объекты инвестиций может свидетельствовать о поиске более доходных инструментов на фоне снижения ставок по депозитам.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЯМИ КОРПОРАТИВНЫХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ
(Б.П.)

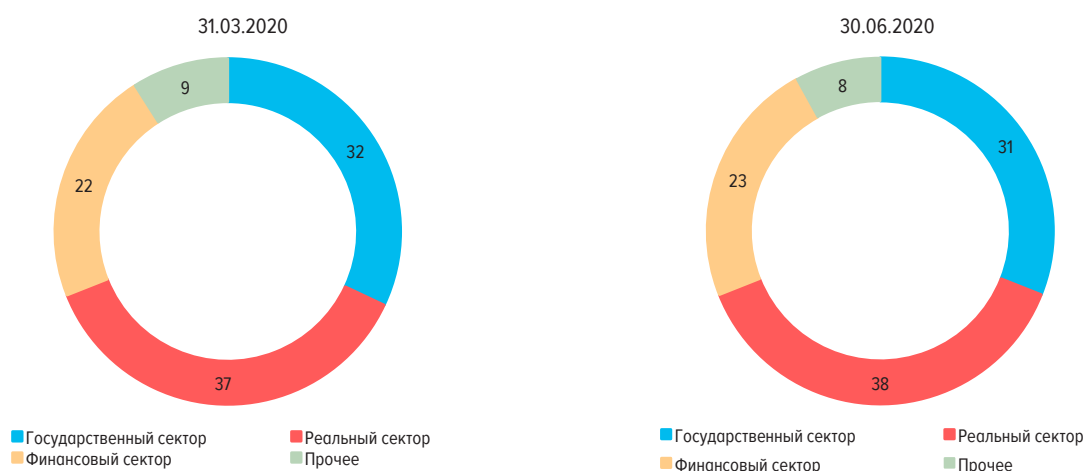
Рис. 8



Источник: ПАО Московская Биржа.

СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НПФ ПО СЕКТОРАМ ЭКОНОМИКИ
(%)

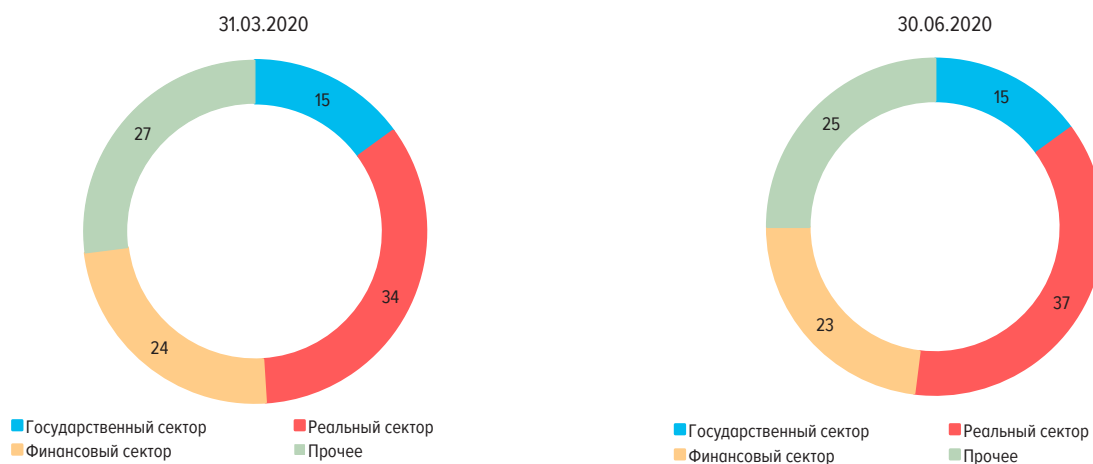
Рис. 9



Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ НПФ ПО СЕКТОРАМ ЭКОНОМИКИ
(%)

Рис. 10



Источник: Банк России.

4. НПФ ПОКАЗАЛИ ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ ДОХОДНОСТЬ ЗА ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ

- Быстрое восстановление в II квартале фондового рынка, в активы которого вложен основной объем пенсионных средств, способствовало росту доходности НПФ.
- Доходность портфелей НПФ за первое полугодие 2020 г. оказалась положительной: доходность портфелей, зафиксированная в II квартале, перекрыла снижение стоимости портфелей в I квартале.
- Доходность ПФР также увеличилась и вновь превысила средневзвешенный результат НПФ. При этом 16 из 29 НПФ продемонстрировали доходность выше ПФР по расширенному портфелю.

В II квартале 2020 г. доходности инвестирования всех портфелей пенсионных средств вновь стали положительными, но остались ниже значений за аналогичный период предыдущего года. При этом доходность размещения пенсионных резервов впервые с конца 2018 г. (не считая отрицательных значений за I квартал 2020 г.) вновь превысила доходность инвестирования пенсионных накоплений НПФ. Доходность инвестирования пенсионных накоплений по итогам первого полугодия 2020 г. составила 5,7% годовых (-4,7 п.п. за год), доходность от размещения пенсионных резервов – 6,5% годовых (-1,8 п.п.). При этом полученная доходность (брутто) и доходность (нетто) за вычетом вознаграждения управляющим компаниям, специализированному депозитарию и фонду по портфелю пенсионных резервов отличаются меньше, чем по портфелю пенсионных накоплений. По итогам января-июня 2020 г. доходность нетто по НПО составила 6,3%, по ОПС – 5,0%. По итогам 2019 г. разница составляла 2,5 п.п. по портфелю пенсионных накоплений и 1,5 п.п. по портфелю пенсионных резервов, что свидетельствует о большей эффективности деятельности фондов по НПО для клиентов.

Динамика доходностей инвестирования пенсионных средств НПФ в целом следует за динамикой фондового рынка, что связано с доминирующей долей таких активов в портфелях фондов.

В первом полугодии 2020 г. все фонды, кроме одного, показали положительную доходность от инвестирования средств пенсионных накоплений, на них пришлось почти 100% совокупных пенсионных накоплений. Положительную доходность в части размещения средств пенсионных резервов по итогам января-июня 2020 г. также показали все фонды, кроме одного, на который приходится менее 1% пенсионных резервов.

Доходность инвестирования пенсионных накоплений ПФР по портфелю государственных ценных бумаг традиционно была наиболее высокой в сегменте. Однако 6 из 29 НПФ по итогам первого полугодия 2020 г. показали более высокую доходность (на них пришлось 7,5% совокупных пенсионных накоплений).

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ АКТИВОВ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ

Табл. 1

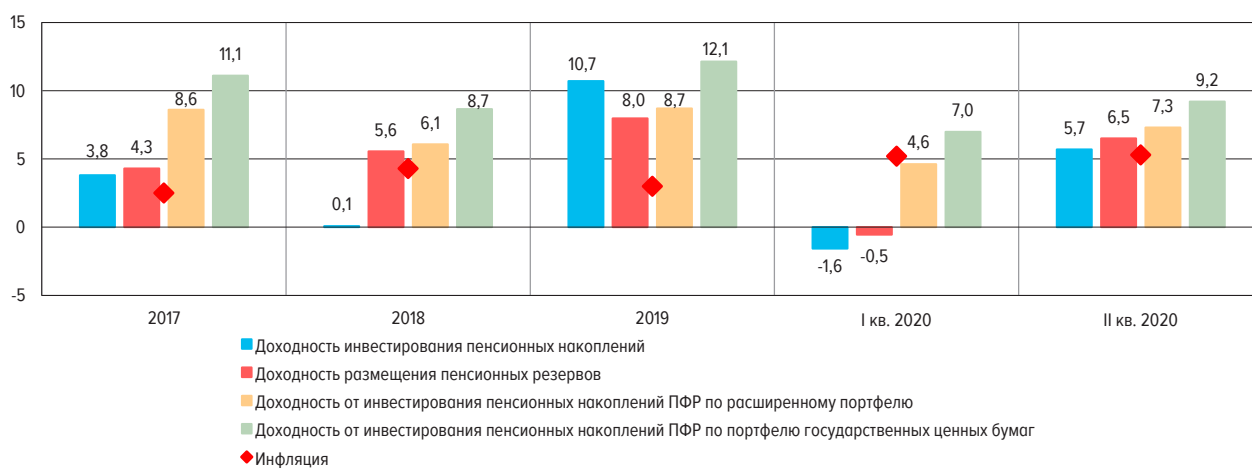
Показатель	Изменение за 2019 г., %	Изменение за первое полугодие 2020 г., %*
Консервативный индекс пенсионных накоплений (RUPCI)	14,1	10,6
Сбалансированный индекс пенсионных накоплений (RUPMI)	14,9	8,1
Агрессивный индекс пенсионных накоплений (RUPAI)	17,5	0,01

* Рассчитывается как рост индекса по итогам квартала, возведенный во вторую степень.

АННУАЛИЗИРОВАННАЯ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ

Рис. 11

(%)



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ

Табл. 2

Показатель	Изменение за 2019 г., %	Изменение за первое полугодие 2020 г., %*
Индекс полной доходности** государственных ценных бумаг RGBITR	20	13,3
Индекс полной доходности корпоративных облигаций RUCBITR	14,3	9,7
Индекс акций MCFTR	38,5	-16,5

* Рассчитывается как рост индекса по итогам квартала, возведенный во вторую степень.

** Отражает изменение стоимости облигаций и накопленного купонного дохода при условии реинвестирования купонных выплат. Динамика индексов приведена в аннуализированном выражении.

Процентный риск НПФ

Вопросы управления процентным риском ассоциируются прежде всего с банками: основной доход кредитных организаций зависит от величины процентной маржи, при этом средние сроки активов и пассивов часто не совпадают. Такое несоответствие по срокам активов и пассивов (как правило, кредитные организации обладают короткими пассивами и более длинными активами) подвергает банк риску дополнительных непредвиденных расходов¹, например в связи со сменой цикла денежно-кредитной политики и ростом краткосрочных ставок фондирования при фиксированных ставках по выданным кредитам. Непредвиденные расходы в связи с изменением рыночных процентных ставок являются реализацией процентного риска.

Процентный риск присутствует в деятельности не только банков, но и некредитных финансовых организаций, в частности негосударственных пенсионных фондов и страховых организаций.

Пассивы НПФ представляют собой обязательства по выплате будущих пенсий, которые, как правило, являются долгосрочными. Активы НПФ инвестируются в процентные (облигации, банковские депозиты) и непроцентные финансовые инструменты. Учитывая долгосрочный характер обязательств, представляется логичным, что НПФ должны быть заинтересованы в удлинении активов с целью сближения среднего срока своих вложений со средним сроком обязательств. Относительно короткий средний срок инструментов российского рынка облигаций (корпоративные эмитенты редко размещают облигации со сроком погашения/оферты выше 5 лет, что соответствует средней дюрации около 4,0–4,5 лет) может подталкивать пенсионные фонды к использованию хеджирующих стратегий, в том числе с помощью процентных деривативов (например, процентных свопов), однако в реальности этого не происходит.

Мы попытались разобраться в причинах отсутствия заметного интереса российских НПФ к активному управлению процентным риском. Для этого мы проанализировали опыт иностранных пенсионных фондов, которые являются активными участниками рынка процентных деривативов, и сопоставили его с российскими реалиями.

Управление средствами пенсионных фондов в международной практике

В европейских странах и США пенсионные фонды активно используют хеджирующие стратегии для управления процентным риском. При этом, как правило, в основе таких стратегий лежит ожидаемая структура выплат по обязательствам пенсионного фонда (так называемый liability hedging²). В отличие от более стандартного представления о процентном риске как величине волатильности стоимости портфеля, пенсионные фонды рассматривают процентный риск как потенциальное изменение величины *активов относительно величины обязательств по будущим выплатам*.

Активные стратегии пенсионных фондов по инвестированию средств направлены на построение портфелей активов, максимально приближенных по временной структуре выплат к структуре выплат по пенсионным обязательствам. Самой очевидной (и идеальной) стратегией является покупка таких облигаций, ежегодные потоки платежей по которым соответствовали бы ежегодным потокам платежей (т.е. актуарным оценкам ежегодных выплат) пенсионного фонда. Таким образом, прогнозируемые пенсионные выплаты (срочная структура пассивов) соответствовала бы графику поступлений от купонных выплат и погашений в портфеле облигаций (срочная структура активов). Однако при этом возникают следующие сложности:

- В реальности трудно сконструировать портфель облигаций, который идеально соответствовал бы структуре пассивов (прежде всего из-за более коротких сроков погашения облигаций в сравнении со сроком обязательств по выплатам), но здесь могут прийти на помощь процентные ПФИ, используемые прежде всего для удлинения сроков инвестиционного портфеля.
- Объем обязательств пенсионного фонда зависит от актуарных предположений, в том числе от *ставки дисконтирования, применяемой для расчета приведенной стоимости обязательств фонда*. В идеале ставка дисконтирования должна отражать будущую доходность, которую заработают активы пенсионных фондов. Как правило, пенсионные фонды не строят дол-

¹ Как правило, пассивы российских кредитных организаций являются краткосрочными: фондирование активных операций осуществляется с помощью краткосрочных сделок (преимущественно сроком до 1 месяца) на межбанковском рынке кредитования. Таким образом, в случае выдачи кредитов заемщикам по фиксированной ставке у банков возникает риск сокращения процентной маржи при росте краткосрочных процентных ставок (т.е. возникает процентный риск).

² Такой подход отличается от используемого банками Asset/Liability Management, так как банки не только определяют структуру своих активов, но и в большей степени могут влиять на структуру пассивов, в отличие от пенсионных фондов, структура пассивов которых определяется обязательствами по выплатам будущих пенсий.

госрочные прогнозы исходя их предполагаемых уровней инфляции, роста ВВП и изменения безрисковых ставок. Однако меньшая ликвидность долгосрочных корпоративных облигаций по сравнению с госбумагами часто не позволяет использовать доходность корпоративных облигаций в качестве ставки дисконтирования и пенсионные фонды применяют в качестве ставки дисконтирования в планах с установленными выплатами доходности госбумаг. Изменение рыночной ставки дисконтирования приводит к изменению величины обязательств.

Влияние ставки дисконтирования на величину обязательств пенсионного фонда различно в зависимости от типа пенсионного плана.

Существует два основных типа пенсионных планов:

- Пенсионные планы с **установленными взносами**: планы, в соответствии с которыми размеры пенсий, подлежащих выплате, определяются на основе взносов в пенсионный фонд и последующих инвестиционных доходов.
- Пенсионные планы с **установленными выплатами**: планы, в соответствии с которыми размеры пенсий, подлежащих выплате, определяются по формуле, в основе которой обычно лежит размер вознаграждения, получаемого работником и/или выслуга лет.

Процентный риск пассивов пенсионного фонда важен для пенсионных планов с установленными выплатами, так как планы с установленными взносами, как правило, не гарантируют фиксированных выплат в будущем.

В связи с этим пенсионным планам с установленными выплатами важно поддерживать такую структуру активов, которая позволила бы как минимум компенсировать изменение стоимости обязательств при движениях рыночной ставки дисконтирования. Этого можно добиться, выстраивая структуру активов такого пенсионного фонда таким образом, чтобы показатели процентного риска активов и пассивов были максимально близки по модулю, т.е. уравнивая дюрацию активов с дюрацией обязательств.

Российская действительность

В России процентный риск имеет разное значение для фондов, работающих в сфере обязательного пенсионного страхования (ОПС) и для фондов, работающих со средствами негосударственного пенсионного обеспечения (НПО). На современном этапе развития российская система ОПС находится преимущественно на стадии накопления: по данным актуарных заключений 10 крупнейших НПФ, на долю которых приходится свыше 90% объема пенсионных накоплений³, доля обязательств, по которым наступил срок выплат (как срочных, так и пожизненных), не превышает 2%⁴ (а суммарно по 10 НПФ составляет 0,9% об объема обязательств этих НПФ).

Обязательства по выплате государственных пенсий, срок по которым не наступил, схожи с планами с установленными взносами, так как объем будущих выплат будет определяться исходя из уровня средств на пенсионных счетах застрахованных лиц к моменту выхода на пенсию.

Таким образом, доходы от управления активами НПФ направляются на финансирование будущих выплат, что напоминает систему pass-through⁵. При этом требование о поддержании безубыточной доходности активов (в случае пенсионных накоплений на горизонте 5 лет) стимулирует управляющих использовать стратегии «купить и держать» (buy and hold), а определенная часть активов приобретает в портфели активов, удерживаемых до погашения (held to maturity) без последующей переоценки по справедливой стоимости.

В сегменте негосударственного пенсионного обеспечения ситуация несколько иная. В силу добровольного участия в системе НПО условия выплат будущих пенсий определяются договорными отношениями. Различают две основные категории договоров (внутри категорий может быть большое количество различных типов пенсионных схем): договоры страхования и договоры с негарантированной возможностью получения дополнительных выплат (НВПДВ).

Договоры страхования обладают достаточно высокой степенью страхового риска, т.е. риска того, что выплаты могут превысить внесенные вкладчиком взносы и реализованный доход. К такому риску, в частности, относится риск пожизненных выплат: застрахованное лицо может прожить дольше ожидаемого на текущий момент периода продолжительности жизни.

³ Данные за 9 месяцев 2019 года.

⁴ Данные актуарных заключений за 2019 год, сайты НПФ, оценки Банка России.

⁵ Платежи pass-through предполагают передачу дохода от активов получателям за вычетом необходимых комиссий. Такая система означает отсутствие гарантированного дохода, передача происходит по принципу «сколько заработал, столько передал» с удержанием оговоренных комиссий.

НПФ может классифицировать договор как инвестиционный с НВПДВ, если пенсия выплачивается в течение определенного срока (при этом размер выплат определяется фондом на дату назначения пенсии) или же если пенсия выплачивается до исчерпания средств на счете застрахованного лица.

На этапе накопления как страховые, так и инвестиционные договоры с НВПДВ (если по таким договорам размер выплаты устанавливается на момент выхода на пенсию застрахованного лица и отсутствует обязательство выплаты минимального гарантированного дохода) больше соответствуют договорам с установленными взносами. На этапе выплат страховые договоры, как правило, более схожи с пенсионными планами с установленными выплатами, а инвестиционные договоры с НВПДВ – с пенсионными схемами с установленными взносами.

В отличие от сегмента ОПС, существенная часть обязательств которого находится на этапе накопления, в сегменте добровольного пенсионного страхования картина неоднородная. Из 10 НПФ, на чью долю приходится более 85% объема пенсионных резервов, доля обязательств, по которым идут выплаты пенсий, варьируется от 0,6 до 91%⁶ (при этом на страховые договоры, по которым идут выплаты, приходится от 0,02 до 74% объема обязательств⁶).

Ставка дисконтирования

В качестве ставки дисконтирования, применяемой к ожидаемым будущим поступлениям и выплатам, чаще всего используется долгосрочная ставка доходности ОФЗ⁷. В российской пенсионной системе применяется ставка доходности именно государственных, а не корпоративных бумаг, так как на рынке корпоративных облигаций отсутствуют ликвидные выпуски с сопоставимыми сроками погашения. Для расчета применяемого дисконтного фактора наблюдаемая на дату оценки ставка доходности корректируется на величину расходов фонда (например, выплат специальному депозитарию, управляющей компании).

Оценка дюрации активов и сроков обязательств

В целях анализа нами была произведена оценка модифицированной дюрации активов российских НПФ, и затем эта оценка была сопоставлена со средним сроком обязательств. Средневзвешенная по рыночной стоимости модифицированная дюрация портфелей рублевых облигаций представлена на рис. 1 и 2. По оси X расположены НПФ, работающие в сфере ОПС или НПО: каждая точка на графиках соответствует дюрации портфеля (ось Y) пенсионных накоплений или пенсионных резервов конкретного НПФ.

ДЮРАЦИЯ ПОРТФЕЛЕЙ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НПФ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 31.12.2019)

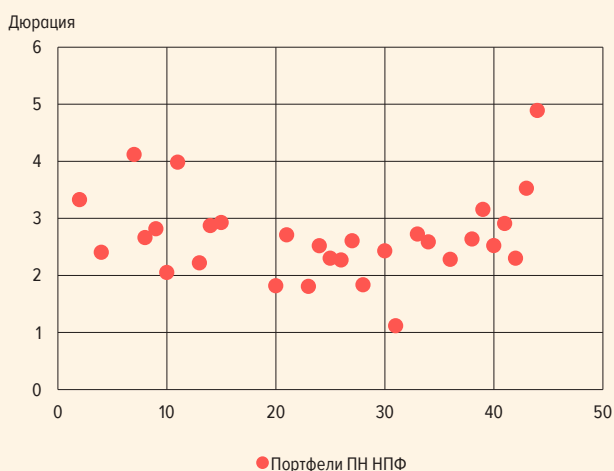
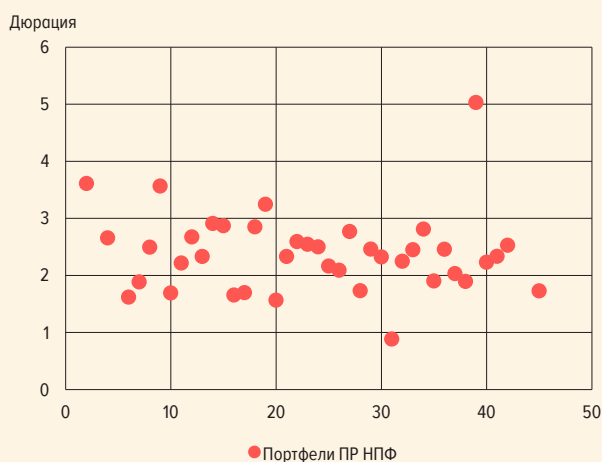


Рис. 1 ДЮРАЦИЯ ПОРТФЕЛЕЙ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ НПФ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 31.12.2019)



Источники: данные отчетности, Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Источники: данные отчетности, Банк России, Bloomberg Finance L.P.

⁶ Данные актуарных заключений за 2019 год, сайты НПФ, оценки Банка России.

⁷ На 31.12.2019 часто использовалась ставка доходности к погашению ОФЗ 26218 (погашение 17.09.2031).

Максимальная дюрация портфелей облигаций в рублях российских НПФ не превышает 5, при этом основная доля портфелей как пенсионных резервов, так и пенсионных накоплений имеет показатель чувствительности к процентному риску в пределах 2–3. Медианное значение дюрации рублевых портфелей пенсионных накоплений НПФ – 2,6, пенсионных резервов – 2,3. Насколько такие показатели дюрации соотносятся со средним сроком обязательств?

Мы проанализировали половозрастную структуру пожизненных выплат в сегменте ОПС по 10 крупнейшим НПФ, на долю которых приходится свыше 90% объема пенсионных накоплений⁸.

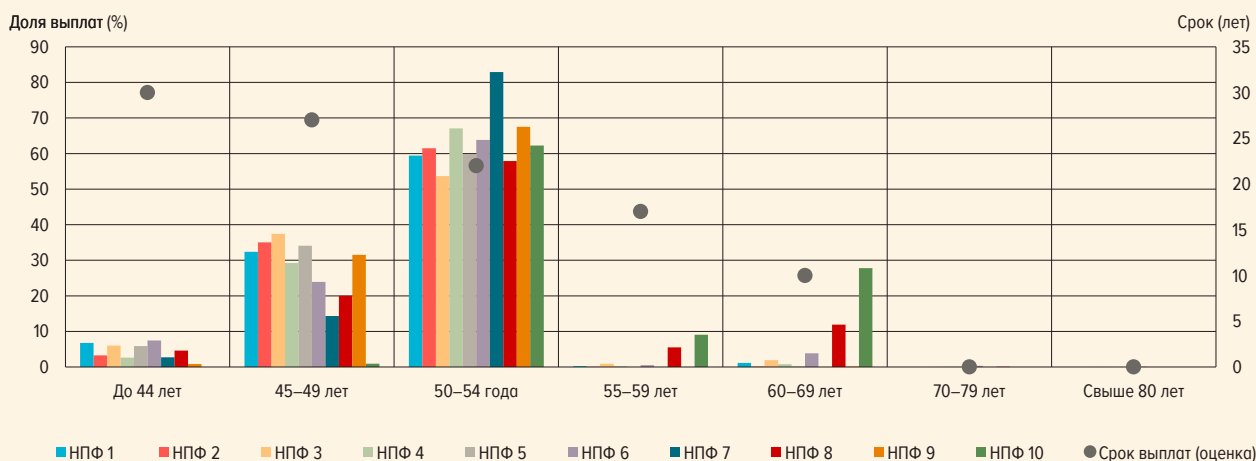
Основной объем обязательств, срок выплат по которым наступил, приходится на мужчин и женщин в возрасте 50–54 лет (рис. 3 и 4)⁹.

Для оценки оставшегося срока выплат использовался [прогноз Росстата](#) средней продолжительности жизни в 2020 г. 74 года для мужчин и женщин без корректировки на уровень смертности¹⁰.

Проведенный анализ показывает, что срок по основному объему пожизненных выплат в сегменте ОПС превышает 20 лет (рис. 3 и 4) и существенно выше показателей дюрации портфелей облигаций.

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ПО ПОЖИЗНЕННЫМ ВЫПЛАТАМ ОПС, МУЖЧИНЫ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 31.12.2019)

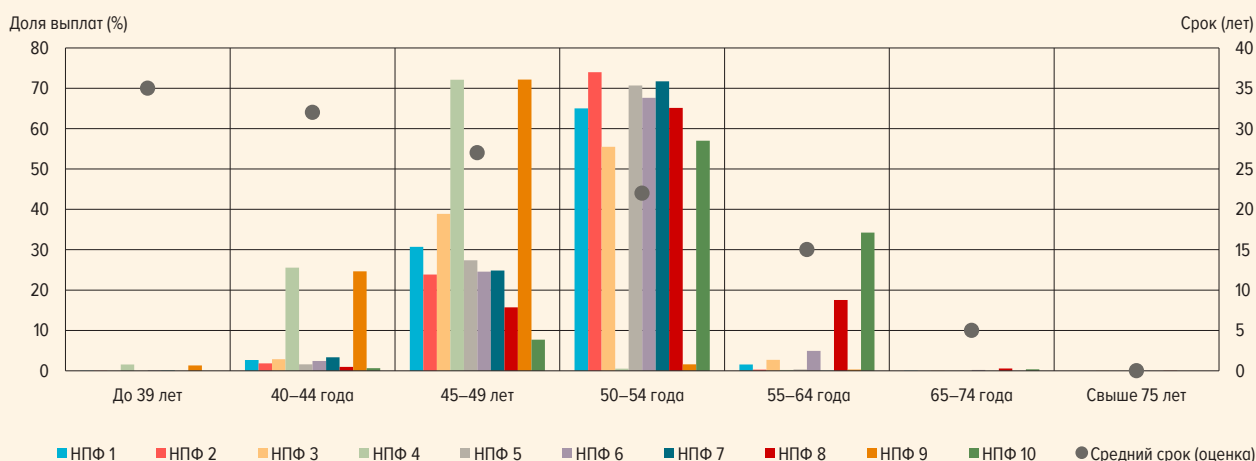
Рис. 3



Источники: данные актуарных заключений за 2019 г., оценки Банка России.

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ПО ПОЖИЗНЕННЫМ ВЫПЛАТАМ ОПС, ЖЕНЩИНЫ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 31.12.2019)

Рис. 4



Источники: данные актуарных заключений за 2019 г., оценки Банка России.

⁸ Данные за 9 месяцев 2019 года.

⁹ Как правило, половозрастная структура не учитывает средства на солидарных счетах.

¹⁰ Такая оценка является упрощенной, так как не учитывает ряд факторов, используемых в актуарных расчетах, однако дает приблизительное представление об оставшемся сроке обязательств.

В то же время, учитывая, что доля обязательств, по которым осуществляются пожизненные выплаты, в общем объеме обязательств невелика, риск несоответствия дюрации активов и пассивов можно считать незначительным.

Однако по мере наступления пенсионного возраста у большего количества застрахованных лиц проблема управления процентным риском будет усиливаться. В связи с этим представляется важным стимулировать развитие лучших практик по управлению процентным риском в НПФ в целях балансирования будущих выплат и поступлений от управления активами. В противном случае для покрытия будущих выплат необходимо будет обеспечивать дополнительный приток новых взносов со стороны участников пенсионной системы. Такой сценарий развития представляется более рискованным.

Что касается сегмента негосударственного пенсионного обеспечения, то из-за отсутствия однородности условий договоров пенсионного страхования сложнее оценить оставшийся срок выплат. По данным актуарных заключений НПФ, работающих в сфере НПО, сроки *срочных* пенсионных выплат составляют в среднем 5–8 лет. При этом существенная доля обязательств по выплате *пожизненных* пенсий на этапе выплат приходится на возраст 60–69 лет у мужчин и 50–54 года у женщин¹¹.

По нашей оценке (см. выше), средний срок выплат по таким договорам примерно составляет 10 и 22 года соответственно. Следует отметить, что наша оценка является упрощенной по сравнению с актуарными расчетами (так как мы не ставили себе цель проверить правильность расчетов актуариев, которые учитывают гораздо большее количество факторов, связанных с будущими поступлениями и выплатами), однако даже такой срок существенно превышает дюрацию портфелей облигаций пенсионных резервов.

Таким образом, представляется, что в силу большего объема обязательств на этапе выплат, в том числе пожизненных, а также наличия минимального гарантированного дохода по некоторым схемам НПО вопросы управления процентным риском могут быть актуальны в сегменте негосударственного пенсионного обеспечения.

Инструментарий российского финансового рынка пока еще *уже* по сравнению с международными рынками. Учитывая невысокие в целом сроки выпусков облигаций корпоративных эмитентов и снизившиеся доходности на рынке ОФЗ, очевидным вариантом удлинения среднего срока активов может быть использование процентных деривативов для таких хеджирующих операций. Инвестирование в облигации, структура платежей по которым может меняться в течение жизни облигации (например, ипотечные облигации или бессрочные облигации с колл-опционами), напротив, может затруднять управление процентным риском.

Помимо удлинения срока активов присутствие российских НПФ на рынке процентных производных финансовых инструментов может послужить толчком к более быстрому развитию российского рынка процентных деривативов в целом: НПФ, обладая длинными пассивами и относительно короткими активами являются естественной второй стороной на рынке ПФИ для банков, для которых, как правило, характерен короткий срок пассивов и длинный срок активов.

¹¹ В проанализированных актуарных заключениях данная информация раскрывается только по четырем НПФ.