Леонид ИГНАТЬЕВ,
начальник отдела анализа долговых рынков, ИБ «БКС»

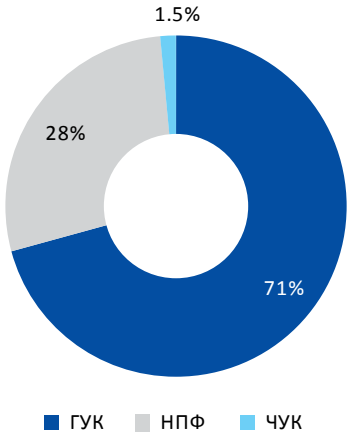
Пенсионные средства — важная инвестиционная составляющая на внутреннем долговом рынке, поэтому изменения в пенсионной системе, намеченные на 2013–2014 годы, являются значимой темой для участников индустрии облигаций. Мы постарались дать ответ на вопрос, насколько масштабным будет эффект от реформы и как он может повлиять на корпоративный сегмент и сектор ОФЗ. Для оценки масштаба возможных последствий реформы мы проанализировали сложившийся порядок дел с пенсионными ресурсами, суть регуляторных нововведений и тенденций на рынке.

Пенсионные деньги на рынке облигаций: опасения перед будущей реформой

Юлия САФАРБАКОВА,
аналитик по долговым рынкам, ИБ «БКС»

Рисунок 1

Структура рынка пенсионных накоплений по итогам 9 месяцев 2012 г.



Источники: ПФР, оценка БКС

РЫНОК ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ В РОССИИ

По данным за девять месяцев 2012 года, объем пенсионных накоплений в России превысил 2.1 трлн руб. На рынке управления пенсионными накоплениями россиян присутствуют три основных класса игроков: государственная управляющая компания ВЭБа (ГУК), частные управляющие компании (ЧУК) и негосударственные пенсионные фонды (НПФ). Управление пенсионными накоплениями можно осуществлять через ПФР посредством выбора управляющей компании (ГУК и ЧУК, которые заключили договор с ПФР) или через НПФ (договор гражданина заключается напрямую с НПФ). Средства граждан, которые не предпринимали никаких активных действий, так называемых молчунов, автоматически поступают под управление ГУК в расширенный инвестиционный портфель, но существует также опция перевода средств в инвестпортфель государственных ценных бумаг. ЧУК и НПФ, в свою очередь, имеют менее консервативные инвестиционные декларации относительно ГУК.

Общеизвестно, что наиболее крупным игроком на рынке пенсионных накоплений выступает ГУК, под управлением которой находится более 1.5 трлн руб. средств (или более 70% всех пенсионных активов за 9 месяцев 2012 года, по нашим оценкам). НПФ аккумулировали порядка 28% накоплений, а на долю ЧУК приходится менее 2% всех средств.

Из-за долгосрочной природы накоплений и требований к невысокому риску инвестиций значительная часть пенсионных средств граждан традиционно вкладывается в долговые инструменты: на конец 2011 года более 77% активов было вложено в облигации. Аппетит к риску, разумеется, выше у ЧУК и НПФ, впрочем, и в их структуре пенсионных активов акции не занимают более 10–20%.

Исходя из доступной на сегодняшний момент статистики структуры вложений пенсионных средств у разных групп управляющих, датированной концом

2011 года, на УК ВЭБа приходится более 83% всех пенсионных ресурсов, инвестированных в облигации. При этом у более консервативной ГУК в госбумаги вложено более 8/10 этих средств, а именно чуть более 900 млрд руб. Таким образом, ГУК обеспечивает порядка 23–25% инвестиций в совокупный внутренний долг РФ.

ЧУК и НПФ более активно инвестируют средства в корпоративные и муниципальные публичные обязательства: на них приходится более половины вложенных средств. Получается, что при гораздо меньшем объеме пенсионных портфелей у НПФ по сравнению с УК ВЭБа вложения негосударственных управляющих в корпоративный и муниципальный долг в 2011 году были даже выше (217 млрд руб. против 152 млрд руб. у ГУК). Если предположить, что структура инвестиций НПФ не претерпела заметных изменений в 2012 году, то гипотетический объем вложений в негосударственные бонды со стороны НПФ по итогам 9 месяцев 2012 года также превзошел объем вложений ГУК (свыше 300 млрд руб. против 218 млрд руб. у ГУК).

ТЕРНИСТЫЙ ПУТЬ ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ

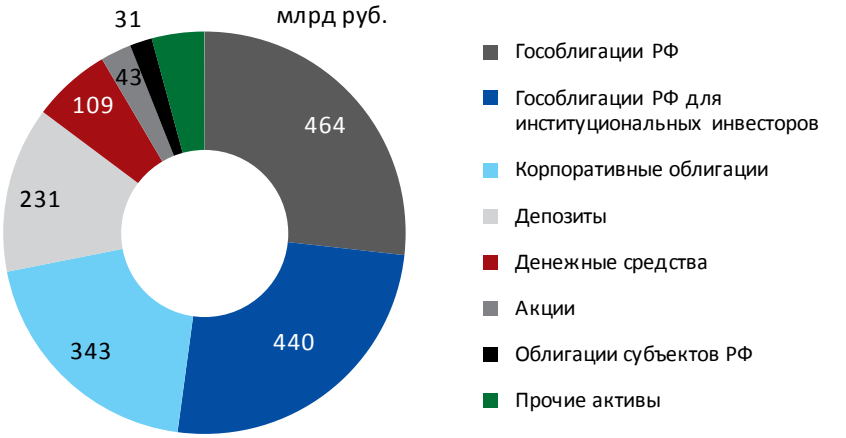
Разговоры о пенсионной реформе резко активизировались в конце 2012 года. В ноябре в Госдуму поступило предложение Правительства РФ о возможном снижении отчислений в накопительную часть пенсии с 6% до 2% с 1 января 2013 года (при росте страховой части с 16% до 20%). Инициатива вызвала масштабную дискуссию в обществе и прессе. История не получила развития: президент РФ Владимир Путин выступил с предложением более детально проработать вопрос и отложить введение изменений до 2014 года.

В результате в декабре был принят проект бюджета Пенсионного фонда России на 2013 год без изменений структуры пенсионных отчислений для основной массы граждан. Но с 2014 года последует изменение пенсионной формулы: предполагается, что выбор системы перераспределения страховых взносов будет добровольным.

С 2014 года граждане могут сохранить прежнюю систему отчислений (6% в накопительную часть + 16% в распределительную) или перераспределить 4% накопительных отчислений в пользу страховой части (2% в накопительную + 20% в распределительную). По умолчанию структура взносов для «молчунов» будет переведена на новый режим (2% + 20%), тогда как для граждан, которые уже перевели свои пенсионные накопления под управление НПФ и частных УК, будет действовать текущая формула (6% + 16%). Для того чтобы «молчун» сохранил действующую ставку отчислений на уровне 6% для накопительной части, необходимо будет подать соответствующее заявление до 1 декабря 2013 года. При этом ожидается, что точная пенсионная формула в рамках пенсионной реформы будет подготовлена ближе к концу второго квартала 2013 года.

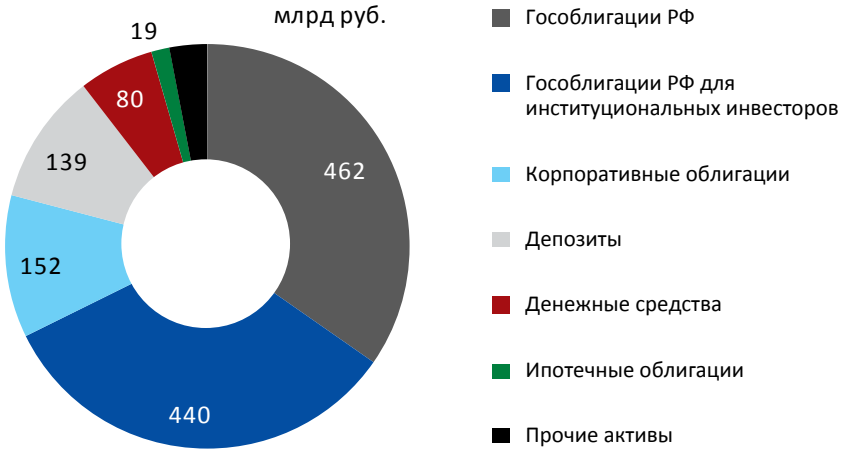
ПРЕУВЕЛИЧЕННОСТЬ НЕГАТИВНЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ ДЛЯ РЫНКА ОФЗ

Частичное сокращение накопительной компоненты пенсионных отчислений с 6% до 2% в первом приближении кажется исключительно негативным, поскольку предполагает уменьшение поступлений в систему и без того небольшого объема длинных ресурсов.



Источники: ПФР, оценка БКС

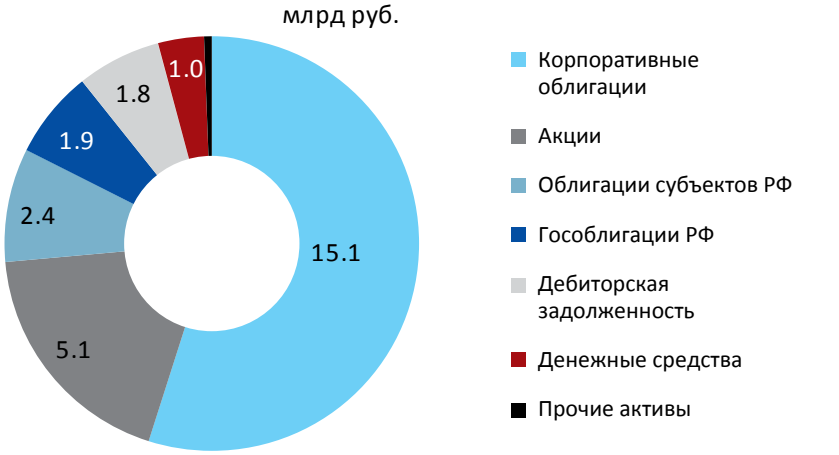
Рисунок 2
Структура активов УК и НПФ в 2011 г.



Источники: ПФР, оценка БКС

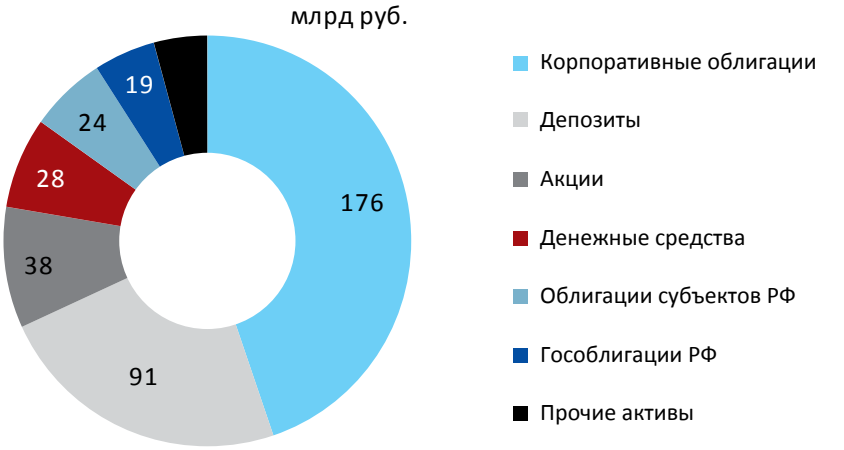
Рисунок 3
Структура активов ГУК, 2011 г.

Рисунок 4. **Структура активов частных УК, 2011 г.**



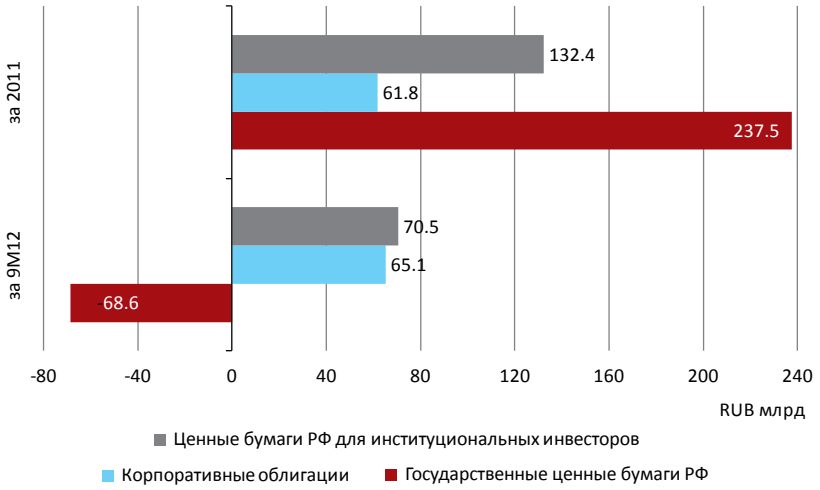
Источники: ПФР, оценка БКС

Рисунок 5. **Структура активов НПФ, 2011 г.**



Источники: Минфин, оценка БКС

Рисунок 6. **Изменение ценных бумаг на балансе ГУК в 2011 г. и за 9 месяцев 2012 г.**



Источники: ПФР, оценка БКС

Однако, судя по более детальному анализу рынка за 2011–2012 годы, мы склонны ожидать скорее ограниченного влияния реформы на локальный рынок долга, и в первую очередь на сегмент ОФЗ.

Как уже было сказано выше, НПФ и ЧУК не делают практически никакой погоды на рынке ОФЗ из-за низкой доли вложений в госбумаги.

Для ГУК — основного держателя ОФЗ среди всех пенсионных игроков — начавшаяся тенденция сокращения поступлений пенсионных накоплений в ПФР получит свое продолжение, что будет происходить по двум причинам. Во-первых, необходимость осуществления выбора пенсионной формулы в 2013 году спровоцирует переход «проснувшихся молчунов» из УК ВЭБа в НПФ и частные УК. Во-вторых, основную клиентскую аудиторию ГУК — «молчунов» — автоматически затронет трехкратное снижение накопительной компоненты.

Хорошая новость для рынка публичного госдолга заключается в том, что на фоне падения темпов прироста пенсионных накоплений ГУК уже в 2012 году перестала быть нетто-покупателем «рыночных» ОФЗ. То есть вклад пенсионных накоплений в расширение рынка ОФЗ в прошлом году был минимальным. Всего же объем ОФЗ на балансе ГУК за 9 месяцев 2012 года сократился на 69 млрд руб., до 26% от активов, тогда как вложения в ГСО (нерыночные госбумаги для институциональных инвесторов) выросли на 71 млрд руб., до 33% от активов. Так что отсутствие активных действий ГУК на рынке ОФЗ в 2013–2014 годах может оказаться незаметным для рынка.

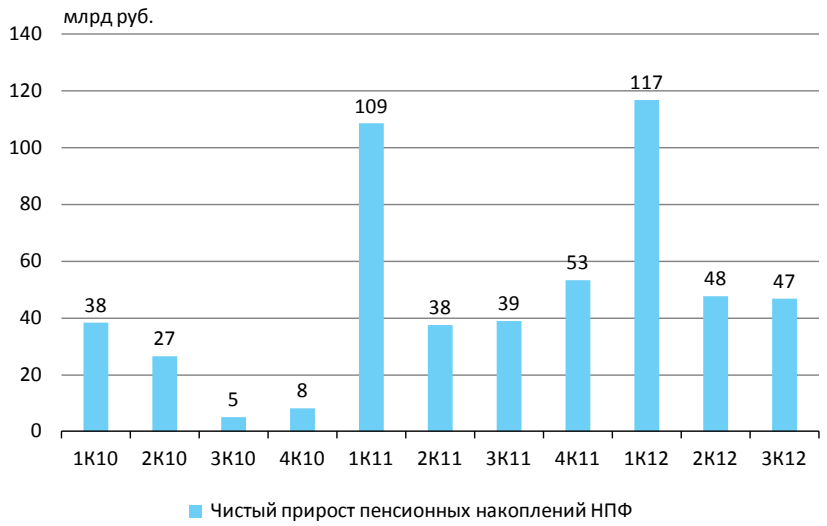
НЕОДНОЗНАЧНОЕ ВЛИЯНИЕ НА КОРПОРАТИВНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Влияние пенсионной реформы на корпоративный рынок долга, на наш взгляд, будет разнонаправленным. С одной стороны, общее снижение доли «молчунов» и ожидаемый приток средств в НПФ должны увеличить вложения негосударственных управляющих в корпоративные и субфедеральные ценные бумаги. По данным ФСФР, объем пенсионных накоплений в НПФ увеличился за три квартала 2012 года на 211 млрд руб. по сравнению с 185 млрд руб. за аналогичный период прошлого года. Можно предположить, что погоня за сохранением 6% в 2013 году

лишь увеличит эти притоки. Но важно понимать, что подача заявлений о переводе средств из ГУК в НПФ в 2013 году приведет к реальному притоку средств в НПФ только в 2014 году, в то время как дополнительные притоки в 2013 году могут оказаться скромнее.

Если предположить, что больше половины новых накоплений будет инвестировано в негосударственные бонды (по итогам 2011 года — 50–65% на балансах ЧУК и НПФ), то дополнительный спрос со стороны пенсионных денег на рынке корпоративных и субфедеральных бондов может составить от 100–150 млрд руб. в годовой перспективе. Учитывая объем размещений негосударственных облигаций в 2012 году (порядка 1.1 трлн руб.) и ожидание сопоставимой величины в 2013 году, участие НПФ в формировании рынка негосударственных облигаций в размере 10–15% может оказаться ощутимым.

С другой стороны, мы опасаемся, что большая часть средств УК ВЭБа, вложенных не в госбумаги, может быть абсорбирована инфраструктурными облигациями, которые с точки зрения подавляющей аудитории инвесторов являются нерыночными. Активизация полемики вокруг финансирования инфраструктурных проектов за счет пенсионных средств, планы РЖД по выпуску 100 млрд руб. уже в этом году, как нам кажется, получат реальное развитие. При таком раскладе вклад пенсионных средств в развитие рынка рыночных корпоративных облигаций может оказаться минимальным.



Источники: ФСФР, оценка БКС

Рисунок 7

Прирост пенсионных накоплений на балансах НПФ

.kz

14 марта 2013, Алматы

VIII Казахстанский финансовый форум

Казахстанский финансовый форум (ранее – Казахстанский конгресс участников финансового рынка) проводится с 2006 года и является одним из крупнейших мероприятий, посвященных финансовому рынку Казахстана. Аудитория конференции – представители казахстанских брокерских и управляющих компаний, банков, пенсионных фондов, корпораций государственных органов и регуляторов. Кроме участников из Казахстана в конференции принимают участие делегаты из России, стран СНГ и дальнего зарубежья.

Контакты:

Программа, спонсорство:
Екатерина Гриценко,
kate@cbonds.info,
+7 (812) 336-97-21 *223

Регистрация:
Елена Мокрицкая,
elena@cbonds.info,
+7 (812) 336-97-21 *104

www.cbonds–congress.com

Организатор:

Cbonds congress

При поддержке:

KASE

Генеральный спонсор:

SUBSIDIARY OF HALYK BANK KAZAKHSTAN
HALYK FINANCE
ДОЧЕРНЯЯ КОМПАНИЯ НАРОДНОГО БАНКА КАЗАХСТАНА

Официальный партнер:

WARSAW STOCK EXCHANGE

Спонсор:

FREEDOM finance

FINANCIAL CBONDS INFORMATION

международные проекты

Вы всегда
найдете нужный
ориентир
на финансовом
рынке

на правах рекламы