Максим ХАТУНЦЕВ,
аналитик, группа управляющих компаний «РЕГИОН»

Екатерина СОЛОНИНА,
CFA, управляющий активами, группа управляющих компаний «РЕГИОН»

Долгосрочный инвестор: теория эволюции

Стабильность и процветание экономики страны не в последнюю очередь зависят от доступности внутренних долгосрочных стратегических инвестиций. Вопрос в том, есть ли сейчас в России длинные деньги в требуемом объеме, обеспечен ли спрос на них приемлемым предложением, и находят ли компромисс поставщики и потребители длинных финансовых ресурсов.

Один из основных источников финансовых ресурсов на рынке — физические лица. Однако в отличие от развитых рынков в России они не являются поставщиками длинных денег, что обусловлено, во-первых, низкой нормой сбережения в стране, во-вторых, недостаточным уровнем финансовой грамотности. Те, кто все же прибегает к инвестированию части средств, зачастую выбирают краткосрочные банковские депозиты как простейшие, наиболее понятные инструменты, которые ассоциируются у потребителей с минимальным риском. В результате пока говорить об активном участии частных инвесторов в рынке длинных денег в России не приходится.

Юридические лица могли бы стать более значимыми поставщиками длинных финансовых ресурсов в стране, однако в текущих условиях и это происходит нечасто. Иметь денежный излишек могут позволить себе далеко не все компании. А те, кто находит возможность временно высвободить часть средств, в большинстве случаев направляют их на капитальные расходы или инвестируют в достаточно краткосрочные ликвидные инструменты.

Российские банки из-за специфики своей работы, как правило, также не могут выступать активными участниками рынка длинных денег. Депозиты населения в большинстве своем имеют небольшую срочность: менее 10% депозитов размещаются на срок свыше 3 лет, порядка 40% — это депозиты до года. При таком коротком фондировании банкам сложно размещаться в длинные активы и надолго замораживать средства. Конечно, это не отменяет краткосрочных операций банков с длинными рыночными инструментами, но здесь они выступают не как инвесторы, а скорее как временные держатели бумаг.

В развитых странах активным поставщиком длинных денег являются страховые компании, предлагающие различные программы по страхованию жизни, долгосрочные пенсионные про-

ДАЖЕ 5-7-ЛЕТНИЕ РОССИЙСКИЕ БУМАГИ ПО ЗАПАДНЫМ МЕРКАМ НЕЛЬЗЯ НАЗВАТЬ ДЛИННЫМИ

граммы, а также гибриды этих продуктов. Горизонт инвестирования для таких денег зачастую достигает 20–30 лет и больше. В России рынок страхования жизни пока находится в стадии формирования. Однако и российские компании постепенно начинают предлагать инвесторам долгосрочные продукты. Но длительные обязательства инвестора далеко не всегда предполагают его готовность размещать активы в такие же длинные инструменты. Препятствуют этому и недостаточно развитый потенциально высокодоходный рыночный инструментарий, и неготовность самих компаний на данном этапе нести высокие рыночные риски долгосрочного инвестирования.

Самая значительная группа долгосрочных инвесторов на западных рынках — пенсионные фонды, которые имеют действительно длинные обязательства и активно покупают долгосрочные инструменты. При этом большой опыт работы на фондовых рынках, в том числе в период экономических кризисов, позволяет фондам спокойнее относиться к временным разрывам между активами и пассивами и дает возможность концентрироваться на долгосрочных показателях доходности инвестиций.

Российская практика работы негосударственных пенсионных фондов отличается от западной. Несмотря на длинные обязательства, российские фонды пока не способны выступать полноценными поставщиками длинных денег. Это связано как с особенностями регулирования индустрии, так и с инвестиционными предпочтениями фондов. Требования к сохранности пенсионных активов и невозможность разносить отрицательный результат инвестирования по счетам застрахованных лиц по итогам года привели к тому, что действительно длинные пенсионные деньги фактически инвестируются с горизонтом 1 год. С другой стороны, эта особенность законодательства привела к тому, что оценка успешности инвестиционной деятельности фондов и их управляющих компаний также, по сути, привязана к году. Опасения показать низкую доходность приводят к неприятию ими рыночных рисков, соответствующих реальной длительности пассивов фондов. И хотя длинные долговые инструменты частично присутствуют в портфелях пенсионных активов управляющих компаний, это, как правило, не стратегические инвестиции, и дюрация портфелей в среднем находится в диапазоне 1.2–2.5 года.

Таким образом, потенциальные долгосрочные российские инвесторы в целом пока не склонны в полной мере пользоваться длительным сроком своих обязательств. Однако часть длинных денег все же находит применение в ряде активов на российском рынке.

В последние годы широкое распространение получили закрытые паевые фонды недвижимости, формируемые на срок в среднем 5–15 лет. Наиболее успешные из них приносят своим инвесторам достаточно высокую доходность на уровне 15–20% годовых. Однако такие вложения предполагают «замораживание» средств на длительный срок и требуют значительной финансовой экспертизы, а потому не могут занять значительную долю в портфелях инвесторов.

Сегменты рынка рублевого долга (муниципальные, субфедеральные, корпоративные и государственные бумаги) значительно отличаются друг от друга по доступной дюрации выпусков. Длина размещаемых бумаг значительно зависит от кредитного качества эмитента (чем хуже заемщик, тем короче выпуск), а также от текущей рыночной конъюнктуры. Если банки, как правило, выпускают облигации срочностью максимум 1–3 года, муниципальные и субфедеральные бонды уже длиннее — 3–4 года, то в первом эшелоне срок до погашения 5–7 лет — это нормальная практика. Но даже такие бумаги по западным меркам нельзя назвать длинными. Для сравнения: дюрация индекса облигаций Cbonds, в котором широко представлен рынок рублевого долга (за исключением госбумаг), сейчас составляет два года. В то же время индекс корпоративных облигаций США Morningstar US Corporate Bond Index имеет средний срок до погашения 9.77 года и эффективную дюрацию 6.6 года. Причем западные долгосроч-

НА ПРАКТИКЕ ОКАЗЫВАЕТСЯ, ЧТО И ЗАПАДНЫЕ ИНВЕСТОРЫ ВОСПРИНИМАЮТ НАШ РЫНОК СКОРЕЕ КАК КРАТКО- И СРЕДНЕСРОЧНУЮ ИНВЕСТИЦИЮ, ФИКСИРУЯ ПОЗИЦИИ В РУБЛЕВЫХ БУМАГАХ ПРИ ПЕРВЫХ ПРИЗНАКАХ УХУДШЕНИЯ РЫНОЧНОЙ КОНЪЮНКТУРЫ И РИСКАХ СУЩЕСТВЕННОГО ОСЛАБЛЕНИЯ РУБЛЯ

ные инвесторы зачастую готовы держать такие бумаги вплоть до погашения.

Отдельным и более длинным сегментом рублевого долга являются ОФЗ. Их дюрация и средний срок до погашения существенно превышают корпоративный сегмент. Средняя срочность ОФЗ составляет 6.7 года. Наиболее длинные из обращающихся на сегодня бумаг (ОФЗ) имеют срок до погашения 15–16 лет. Есть и более длинный выпуск — сроком до погашения порядка 22 лет. Конечно, круг долгосрочных инвесторов в такие бумаги достаточно ограничен. Этот сегмент рублевого долга сейчас представляет интерес для инвесторов скорее как краткосрочное вложение (в периоды значительных колебаний ставок) в надежде на значительный рост из-за высокой дюрации. Стратегические же позиции в таких бумагах сейчас доступны в значительном объеме, пожалуй, только Внешэкономбанку, управляющему портфелем пенсионных накоплений Пенсионного фонда России, который также является одним из основных инвесторов и в долгосрочный корпоративный сегмент рублевого долга.

Стоит отметить, что в периоды неблагоприятной рыночной конъюнктуры в последние годы длинные госбумаги действительно представляли ряд хороших рыночных возможностей по доходности. В конце 2008-го — начале 2009 года она превышала 12%, а в 2011 году в отдельные моменты составляла более 9%. Такая доходность на долгосрочном горизонте может быть интересна целому ряду долгосрочных инвесторов, но далеко не все из них готовы брать на себя рыночный риск длинных бумаг на протяжении всего срока жизни облигации. А на хорошем рынке, когда доходности по ОФЗ снижаются, инвесторы начинают искать лучшие рыночные возможности в более коротком корпоративном сегменте.

После допуска расчетных систем Euroclear и Clearstream к сегменту рублевых госбумаг фактически западные длинные деньги получили прямой выход к долгосрочным инвестиционным инструментам в России. С распространением этой практики на рынок корпоративных облигаций появится спрос со стороны западных инвесторов и на облигации инвестиционного уровня (с рейтингом не ниже BBB–). Однако на практике оказывается, что и западные инвесторы воспринимают наш рынок скорее как кратко- и среднесрочную инвестицию, фиксируя позиции в рублевых бумагах при первых признаках ухудшения рыночной конъюнктуры и рисках существенного ослабления рубля.

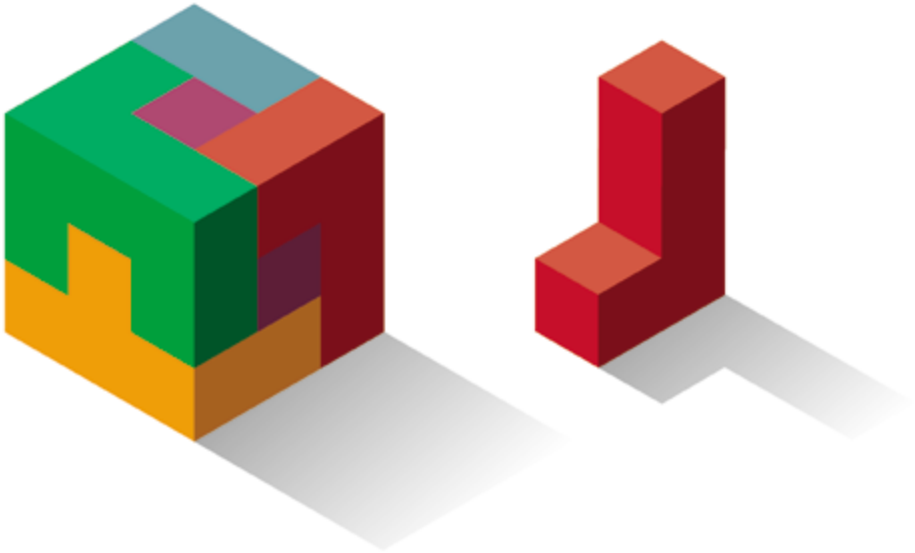
Интересными длинными долговыми инструментами являются инфраструктурные облигации таких эмитентов, как ОАО «Западный скоростной диаметр», ОАО «Главная дорога», ООО «Северо-Западная концессионная компания», ОАО «РЖД», ОАО «ФСК ЕЭС». Сейчас на рынке обращается несколько таких выпусков с погашением в 2027–2032 годах с более ранними офертами. Эти бумаги могут быть интересны тем, что выплаты по многим инфраструктурным займам, как правило, привязаны к инфляции. Кроме того, правительство часто предоставляет государственные гарантии по заимствованиям компаний, управляющих такими проектами. Во многих развитых и развивающихся странах подобные инфраструктурные проекты финансируются за счет средств негосударственных пенсионных фондов. Однако в России это пока невозможно в силу отмеченных выше законодательных ограничений.

Серьезный прорыв рынка длинных инфраструктурных облигаций произойдет, если реализуется планируемый ранее правительством проект по «распечатыванию» Фонда национального благосостояния и инвестированию части средств (порядка 450 млрд руб.) в инфраструктурные проекты посредством облигационных займов. К таким проектам относятся строительство высокоскоростной железнодорожной магистрали Москва—Казань, модернизация Транссиба, строительство Центральной кольцевой автодороги в Московской области.

Таким образом, пока на российском рынке, с одной стороны, не так много инвесторов, готовых осуществлять реальные долгосрочные инвестиции, а с другой — ограничен интересный, эффективный инструментарий в этом сегменте. Предложение инструментов будет расти по мере увеличения объема длинных денег в экономике. Рост интереса и готовность к вложениям длинных денег в российские активы как со стороны российских, так и западных инвесторов станут возможными в случае снижения политических и экономических рисков, улучшения общей рыночной конъюнктуры, изменения законодательства и возобновления более уверенных темпов экономического роста.

СЕРЬЕЗНЫЙ ПРОРЫВ РЫНКА ДЛИННЫХ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПРОИЗОЙДЕТ, ЕСЛИ РЕАЛИЗУЕТСЯ ПЛАНИРУЕМЫЙ РАНЕЕ ПРАВИТЕЛЬСТВОМ ПРОЕКТ ПО «РАСПЕЧАТЫВАНИЮ» ФОНДА НАЦИОНАЛЬНОГО БЛАГОСОСТОЯНИЯ

DIASOFT
всё по-настоящему



Компонентность.
Точно вовремя

“Диасофт” создает компонентные решения.
Компонентный подход обеспечивает быстрый запуск банковских продуктов за счет высокой скорости внедрения отдельных ИТ-компонентов

Реклама

Узнайте больше на ***components.diasoft.ru***