Максим КУВШИНОВ,
к. ф.–м. н., CFA,
начальник отдела долговых инструментов, банк «Держава»,
риск–менеджер, НПФ «Федерация»

Хотите получить +20% в реальном выражении за шесть лет?

Можно подумать, что заголовок взят из руководства по холодным звонкам для продавцов микрофинансовой организации. Однако именно такую доходность в настоящий момент обеспечит простая стратегия buy&hold ОФЗ-52001. Разбираемся на собственном опыте, какие преимущества дает негосударственным пенсионным фондам построение портфеля на основе инструментов с привязкой к инфляции.

ВЫБОР БЕНЧМАРКА ДЛЯ НПФ

В качестве бенчмарка для НПФ мы выбрали индекс потребительских цен, который рассчитывает Росстат. На это есть несколько причин:

1) Показатель инфляции является естественным бенчмарком для пенсионеров, которые скорее заинтересованы в сохранении покупательской способности своих накоплений, нежели в некой величине номинального дохода.

2) Доля продуктов питания и ЖКХ в потребительской корзине Росстата, к росту цен на которые наиболее чувствительно благосостояние пенсионеров, составляет почти 50%.

3) С появлением инфляционных линкеров данный бенчмарк стал доступным для инвестирования.

ОФЗ-52001 КАК ОСНОВА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ НПФ

Вследствие достаточно жесткой кредитно-денежной политики ЦБ ОФЗ-52001 сейчас торгуется с реальной доходностью, превышающей 3% годовых к погашению в 2023 году. Столь большую маржу НПФ и УК вряд ли смогут проесть (их вознаграждение не должно превысить 2% в год), поэтому инвестирование в ОФЗ-52001 обеспечит будущим пенсионерам гарантированный прирост покупательской способности их пенсионных накоплений на шестилетнем горизонте. Нам это нравится, и мы хотели бы зафиксировать столь высокое значение реальной доходности в максимальном объеме и на максимальный срок. Поэтому мы закрепили в инвестици-

онной декларации долю ОФЗ-52001 в портфеле фонда на уровне около 30% (доля одного выпуска в портфеле НПФ по закону не может превышать 35%).

ВСТРОЕННАЯ ЗАЩИТА ОТ ОШИБОК ЦБ

Даже если ЦБ увлечется жесткой денежно-кредитной политикой, в результате чего экономика России сползет в выраженный дефляционный сценарий, у ОФЗ-52001 пока есть защита и на этот случай: по условиям эмиссии при погашении номинала облигации будет выплачено не меньше 1000 руб. Таким образом, сейчас инвесторам все еще гарантирована и положительная номинальная доходность не менее 6.5% за шесть лет.

О РИСКЕ РЕФЕРЕНСНОЙ СТАВКИ

Весьма примечательная история случилась с флоатерами АИЖК-13,14,15, купон которых привязан к ставке рефинансирования +2.5%. На момент покупки (осень 2009 года) купоны флоатеров АИЖК обеспечивали нам маржу к стоимости РЕПО ЦБ в диапазоне 3.5–5% годовых. Неплохая гарантированная маржа для облигаций с госгарантией, не правда ли? Четыре года мы без устали стригли купоны, наслаждаясь маленькими радостями жизни рантье! Первый привет прилетел к нам от новой команды ЦБ, которую возглавила Эльвира Набиуллина, в сентябре 2013 года, когда был опубликован программный документ, менявший иерархию процентных ставок ЦБ. В частности, ЦБ заявлял, что к 2016 году «скорректирует ставку рефинансирования до уровня ключевой ставки». Для нас это эффективно означало снижение маржи купонов к ставкам РЕПО ЦБ с начальных 3.5–5% до 1.5–2.5%, что было еще терпимо. Но дальше начался сюрреализм! Ставка рефинансирования была зафиксирована на уровне 8.25%, в результате весь 2015 год мы получали фиксированный купон по флоатерам АИЖК в размере 10.75% при том, что стоимость РЕПО даже по минимальной ставке ЦБ достигала 17%! С 1 января 2016 года ставка рефинансирования действительно была приравнена к ключевой ставке. Но факт остается фактом: именно в период роста ставок, когда флоатер должен был обеспечить максимальную защиту, мы получили облигацию с фиксированным купоном, который был вычислен по достаточно низкому значению референсной ставки.

К сожалению, нельзя исключать того, что аналогичное может случиться и с линкерами ОФЗ: например, в период высокой инфляции купон будет уменьшен в результате изменения методологии расчета инфляции либо прямой фиксации публикуемого значения. Вообще, выглядит нелогичным то, что Минфин не установил кэп на значение инфляции (ограничение на максимальную величину) для ОФЗ-52001, скажем, на уровне 20%. Это нисколько бы не повлияло на ценообразование линкера (например, у флоатеров АИЖК кэп на величину купона установлен, но не удивлюсь тому, что теперешние покупатели о существовании данного ограничения даже не подозревают). Однако это было бы правильнее с точки зрения финансовой инженерии (бесплатный опцион для Минфина), и, главное, честнее по отношению к инвесторам: заранее очертить допустимые границы своей щедрости, а не поставить держателей бумаг перед фактом в тот момент, когда им будет максимально больно.

БУДУЩИЙ КАПИТАН-ИНФЛЯЦИЯ ВСЕ ЕЩЕ ХОДИТ В ДЕТСКИЙ САД

Объем выпуска ОФЗ-52001 (150 млрд руб.) составляет менее 2.5% объема всех ОФЗ в обращении. В других странах с развитым рынком госдолга на долю линкеров приходится не менее 10% объема локального госдолга. Мы с нетерпением ожидаем размещения новых выпусков. Если Минфин разместит еще как минимум два линкера ОФЗ, вопрос с управлением портфелем нашего НПФ будет полностью закрыт: мы прямо пропишем в инвестиционной декларации, что допустимыми активами являются исключительно линкеры ОФЗ.

На рынке также обращаются несколько корпоративных линкеров (РЖД-32, ФСК-22, Роснано-4,5, несколько концессионных выпусков), которые были выпущены еще до 2014 года и характеризуются ограниченной ликвидностью. Но даже с учетом этих бумаг составить портфель НПФ полностью из инфляционных линкеров пока невозможно: доля одного эмитента в портфеле НПФ не должна превышать 10%.

ДОСТОЙНАЯ АЛЬТЕРНАТИВА ИНФЛЯЦИОННЫМ ЛИНКЕРАМ

Среднее значение инфляции в следующие шесть лет, которое обеспечит доход от владения ОФЗ-52001 на уровне дохода от владения классической ОФЗ с погашением в 2023 году, составляет 4.72% (implied inflation). Чем выше будет фактическая инфляция, тем выгоднее покупка ОФЗ-52001.

Если посмотреть на исторические значения инфляции, то в новейшей российской истории еще не было шестилетнего периода, в течение которого среднее значение инфляции было бы меньше даже 7.5%. Более того, невозможно выбрать шестилетний период, в котором хотя бы один год инфляция не принимала двухзначного значения. Это иллюстрирует, насколько рискованным является сейчас для фонда, ориентированного на получение положительной реальной доходности, инвестирование в облигации с фиксированным купоном.

Тем не менее у линкеров есть достойная альтернатива — это российские акции. Да, котировки акций более волатильны вследствие более спекулятивного характера ценообразования. Но в отличие от облигаций с фиксированным купоном, там хоть понятно за что страдать — есть акции с вполне внятной дивидендной политикой, уровень дивидендов которых превышает доходности классических ОФЗ. А главное, есть определенный потенциал их роста как минимум в сценарии дорожающей нефти.

BUY&HOLD ОФЗ-52001 VS АКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

С момента размещения ОФЗ-52001 прошло ровно два года. Простая стратегия buy&hold ОФЗ-52001 за этот период принесла инвесторам доходность более 21%. Да, конечно, линкер был не лучшим объектом для инвестирования на сильно бычьем долговом рынке в условиях быстро снижающейся инфляции. Например, простая стратегия buy&hold восьмилетней ОФЗ-26211 принесла инвесторам доходность более 37%! Тем не менее медианная доходность НПФов за этот же период не превысит даже результат ОФЗ-52001, а лучший показатель

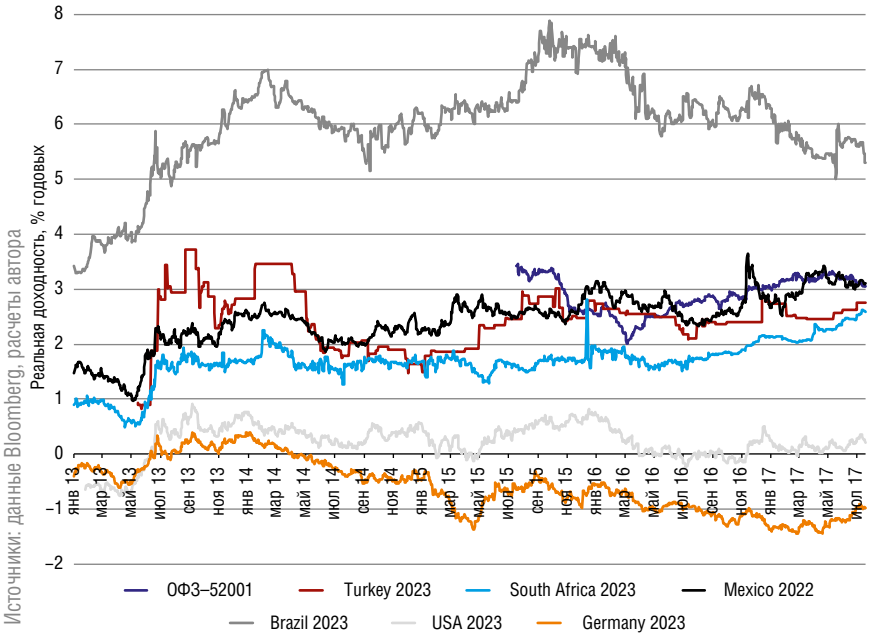
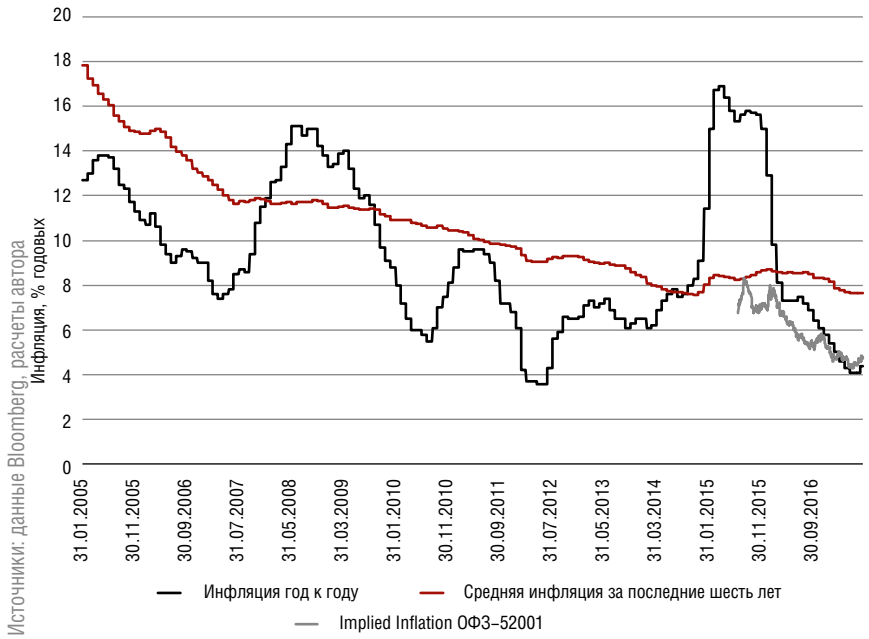


Рисунок 1
Доходности инфляционных линкеров разных стран

НПФов вряд ли сможет превысить результат ОФЗ-26211. Соответственно, если на бычьем рынке средний управляющий не может показать результат (с учетом его вознаграждения) лучше, чем результат линкера, то не стоит ждать от него этого в более неблагоприятный период. Поэтому, выбирая между ОФЗ-52001 и активным управлением, наш выбор — ОФЗ-52001.

Почему же управляющие так упорно избегают линкеров в своих портфелях? Возможно, у них просто другой бенчмарк и другие цели: возможно, им более важен номинальный уровень доходности (на основе которого вычисляется их вознаграждение), возможно, им важнее обогнать не инфляцию, а средний результат всех остальных управляющих (тогда пенсионерам нет смысла от них убегать, так как другие управляющие ничем не лучше), либо у них слишком короткий интервал планирования (новый финансовый год начинается с чистого листа).

Рисунок 2
Инфляция vs Implied Inflation ОФЗ-52001



ЛИНКЕР КАК ЧАСТЬ БУДУЩЕЙ ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ

Складывается впечатление, что наше государство куда больше заботится о рантье, чем о пенсионерах. Просто сравните самые последние инициативы правительства: отмена НДФЛ с купонов по корпоративным облигациям, увеличение размера предельного взноса на ИИС в первый год до 1 млн руб., размещение ОФЗ для населения с премией порядка 1% к рыночному значению доходности (без одновременного введения прогрессивного налогообложения доходов физлиц) vs заморозка индексаций пенсий, заморозка накопительной части пенсий, потенциальное повышение пенсионного возраста (без планов роста пенсий в реальном выражении в долгосрочной перспективе). Почему бы правительству не предложить что-нибудь хорошее и пенсионерам? Например, предусмотреть возможность добровольного перевода всех пенсионных накоплений в инфляционный линкер ОФЗ с фиксированной доходностью 3% на весь срок до пенсии? Вероятно, многие воспользовались бы такой возможностью, чтобы, сэкономив на вознаграждении НПФов и УК за управление, получить безрисковый прирост своих накоплений в реальном выражении 3% в год. Вполне допускаю, что после этого половина НПФов и часть УК обанкротились бы, причем не те, которые менее эффективны, а те, которые банально меньше (они просто не смогут отбить свои операционные затраты с меньшего объема активов). Но это одновременно и повысило бы мотивацию у оставшихся управляющих: им уже будет недостаточно просто «добежать до финиша в общей группе», а потребуется обеспечить еще и высокий уровень реальной доходности инвестиций на долгосрочном периоде. То есть это создаст систему отбора управляющих наподобие олимпийской, а не наподобие дарвинской, как сейчас. Тогда, возможно, и результаты управления пенсионными накоплениями будут показаны олимпийские!