Олег ТУДВАСОВ,
заместитель начальника управления инвестиционной стратегии и рисков, департамент доверительного управления, ВЭБ

Ключевой инвестор

ВЕРНЕТСЯ ЛИ ГУК НА РЫНОК ФЛОАТЕРОВ?

Защита будущих пенсий от инфляции — основная задача управляющего пенсионными накоплениями. С момента расширения перечня инструментов инвестирования в 2009 году государственная управляющая компания успешно справлялась с этой задачей, инвестируя сотни миллиардов в инструменты FRN. И только непрекращающееся реформирование пенсионной системы в последние годы серьезно тормозит ее экспансию на рынке флоатеров.

Суть переменного купона состоит в защите инвестора от негативных изменений рыночной конъюнктуры. Неудивительно, что спрос на такие облигации увеличивается после серьезных потрясений на мировых рынках. В новейшей истории России можно выделить три таких периода.

1999–2002 годы. После дефолта России по государственным облигациям и девальвации рубля на молодом российском рынке облигаций наблюдался большой спрос на выпуски с купоном, привязанным к доходности ГКО/ОФЗ, валютному курсу (т.н. «валютная оговорка») и ставке рефинансирования (ЛУКОЙЛ, РАО ЕЭС, АЛРОСА).

2009 год. Сразу после мирового финансового кризиса 2008 года наблюдался бум размещений бумаг с привязкой к ставке РЕПО и другим ставкам ЦБ (Транснефть, РЖД, АИЖК).

С 2015 года по текущий момент. После валютного кризиса в России размещения флоатеров вышли на новый уровень, а наибольший спрос наблюдался на бонды с привязкой к ключевой ставке ЦБ и инфляции (российские банки, ФСК ЕЭС, РЖД).

Создание государственной управляющей компании (ГУК) в 2003 году и первые годы ее деятельности приходятся как раз на период между двумя точками всплеска активности на рынке бумаг с переменным купоном. Это время избытка краткосрочной ликвидности и отрицательной стоимости денег, когда переиграть инфляцию с помощью портфеля из долговых бумаг с фиксированным доходом было практически невозможно. При этом госбумаг – флоатеров на рынке не было, а приобретать корпоративные облигации государственной управляющей компании запрещалось. Именно этот период ярко демонстрирует важность таких инструментов, как FRN для пенсионных фондов. Приобретение флоатеров наибольшей степени отвечает основной цели инвестирования пенсионных накоплений — обеспечить их относительную сохранность с учетом инфляции.

В 2013–2015 ГОДАХ ГУК ИНВЕСТИРОВАЛА В ОБЛИГАЦИИ С ПРИВЯЗКОЙ К ИНФЛЯЦИИ, ВЫПУЩЕННЫЕ РЖД, ФСК ЕЭС И ГАЗПРОМОМ, ОКОЛО 400 МЛРД РУБ.

ГУК НА РЫНКЕ FRN

Окончательное становление российского рынка флоатеров в 2009 году, когда за 12 месяцев объем размещения таких облигаций почти в девять раз превысил совокупные показатели за предыдущие десять лет, совпало с моментом, когда ГУК наделили правом приобретать корпоративные бумаги. С того времени доля FRN в расширенном портфеле «молчунов» неуклонно растет (в настоящий момент на эти инструменты приходится около трети портфеля). При этом отличительной чертой большинства приобретаемых ГУК выпусков облигаций с плавающим купоном является то, что привлекаемые эмитентами средства идут на финансирование инфраструктуры и национально значимых проектов. В частности, в 2011–2012 годах ГУК инвестировала часть средств в облигации ряда SPV-компаний (СЗКК, ЗСД, «Главная дорога»), созданных для реализации проектов по строительству автодорог на территории Российской Федерации.

Однако по-настоящему ключевым инвестором на рынке флоатеров ГУК стала после того, как правительство приняло в течение 2012 года ряд решений и нормативных актов, направленных на привлечение пенсионных накоплений в российский реальный сектор с целью финансирования крупных инфраструктурных проектов. При этом минимальная доходность инвестирования была определена на уровне инфляция+1%. В течение 2013–2015 годов в облигации с привязкой к инфляции, выпущенные только РЖД, ФСК ЕЭС и Газпромом, были инвестированы средства расширенного портфеля на общую сумму около 400 млрд руб. Это позволило профинансировать проекты по развитию и реконструкции железнодорожных путей, в том числе БАМа и Транссиба, газоснабжению юга России, развитию энергетической инфраструктуры Дальнего Востока и Сибири и другие. В значительной степени благодаря этим инвестициям по итогам 2015 года расширенный портфель ГУК продемонстрировал максимальную доходность за всю историю своего формирования (13.15%). Такой результат объясняется тем, что инфляция на протяжении почти всего 2015 года находилась на уровне выше 15% годовых, обеспечивая купон 16% по указанным выпускам.

ПЕРСПЕКТИВЫ ГУК

Реформирование накопительного компонента системы пенсионного обеспечения в последние годы, а именно обнуление ставки накопительных взносов для «молчунов» и мораторий на взносы на накопительную пенсию, привели, с одной стороны, к прекращению притока новых средств в доверительное управление ГУК, с другой — к беспрецедентному оттоку средств из расширенного портфеля, так как по сути он остался единственным на рынке обязательного пенсионного страхования источником увеличения портфелей НПФ. Так, по итогам переходных кампаний Пенсионного фонда России 2013–2016 годов суммарный отток средств из ГУК составил около 1 трлн руб. Все это привело сначала к снижению инвестиций ГУК в корпоративные облигации, а с 2017 года практически к их полному прекращению. В настоящее время основной задачей ГУК является управление ликвидностью, а инвестиционный горизонт не превышает двух лет. В таких условиях инвестирование накоплений в облигации с переменным купоном представляется невозможным в том числе и потому, что с точки зрения инвестора привязка купона приобретаемого выпуска облигаций к уровню инфляции/процентной ставки выглядит обоснованной только на длительном горизонте. Об этом подробнее чуть ниже.

Пока проблема ликвидности ГУК и сохранения ее инвестиционного потенциала, вытекающая из проблемы массового ежегодного перетока граждан между страховщиками, продолжает усугубляться: по итогам первого полугодия 2017 года количество поданных заявлений о переходе из ПФР в НПФ выросло почти в три с половиной раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Данный вопрос сейчас активно обсуждается на высшем уровне, одним из решений может стать планируемое принятие законопроекта, предусматривающего обязательное информирование граждан о потере дохода при досрочном (чаще одного раза в пять лет) переходе от одного страховщика к другому. Правда, оценить эффект данной инициативы, скорее всего, можно будет не ранее марта 2019 года.

ФЛОАТЕРЫ ПРОТИВ ИНФЛЯЦИИ

Существует мнение о том, что FRN-выпуски защищают пенсионные средства от инфляции, однако на практике это не всегда так. На степень относительной сохранности средств оказывают влияние такие факторы, как динамика

базовой ставки, периодичность выплаты купона и горизонт инвестирования.

Для примера рассмотрим приобретенный ГУК летом 2013 года выпуск облигаций РЖД БО-09, ставка купона которого равна инфляции +1%. Корреляция его купонной ставки с ежемесячным показателем годовой инфляции составляет всего около 55%, что обусловлено периодичностью выплаты купона (два раза в год). Временной лаг в шесть месяцев может иметь очень большое влияние на коротком сроке инвестирования, особенно в условиях российской действительности (то есть при высокой волатильности рыночных ставок и индекса потребительских цен). Так, на протяжении четырех лет обращения выпуска РЖД БО-09 его купонная ставка в среднем превышала инфляцию на 1.34% (что даже больше номинальной маржи в 1%), однако если бы этот выпуск был двухлетним и гасился летом 2015 года, то средний спред между этими показателями составил бы -0.86%. Фактически это означало бы частичное обесценение вложенных пенсионных накоплений. Причина в том, что купонная ставка просто не успела бы измениться вслед за резким ростом инфляции в конце 2014 – начале 2015 года.

Флоатеры, привязанные к процентным ставкам, коррелируют с инфляцией еще меньше, так как помимо временного лага по изменению купона иногда могут возникать периоды разнонаправленного движения ставок и инфляции, обусловленного действиями регулятора. Основная для рынка ставка (ключевая) является инструментом кредитно-денежной политики, ее значение определяется Банком России. Следовательно, в определенные периоды она может быть ниже показателя инфляции (как это было, например, на протяжении почти всего 2015 года). Относительная сохранность пенсионных средств при инвестировании в такие ценные бумаги может быть обеспечена также за счет длительного срока инвестирования, в течение которого периоды резкого роста ставок будут с высокой вероятностью компенсированы периодами их снижения.

ВЛИЯНИЕ ОФЗ-ИН НА РЫНОК ИНФЛЯЦИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В числе причин сокращения инвестиций ГУК на рынке флоатеров стоит упомянуть еще одну — появление в июле 2015 года на рынке облигаций выпуска ОФЗ-ИН серии 52001 (аналог американских TIPS), номинал которого ежедневно индексируется на инфляцию. С учетом объемов и ликвидности данный выпуск однозначно стал бенчмарком для всего рынка облигаций с привязкой к инфляции. До его появления ГУК инвестировала накопления в инфляционные облигации наиболее надежных эмитентов на условиях инфляция +1%, обеспечивающих защиту будущих пенсий на сроке 15–35 лет (и текущую доходность, которая на тот момент примерно соответствовала доходности бумаг с фиксированным купоном). Однако выпуск Минфина задал новые стандарты, обеспечив инвесторам премию свыше 3% (благодаря купону в 2.5% и цене ниже номинала в дополнение к индексации «тела» на инфляцию).

За два года с момента выпуска ОФЗ-ИН, размещаться на новых условиях согласился только один эмитент, удовлетворяющий требованиям инвестиционной декларации ГУК, — это Почта России, выпустившая облигации, аналогичные по структуре выпуску ОФЗ-ИН. В случае возвращения ГУК на рынок корпоративных облигаций в ближайшие годы перспективы инвестирования значительного объема накоплений граждан в бумаги с защитой от роста потребительских цен остаются туманными: на фоне продолжающегося снижения инфляции, чтобы обеспечить текущую доходность по FRN на уровне доходности по качественным корпоративным бумагам с фиксированным купоном, премия к инфляции уже сейчас должна превышать 4%.

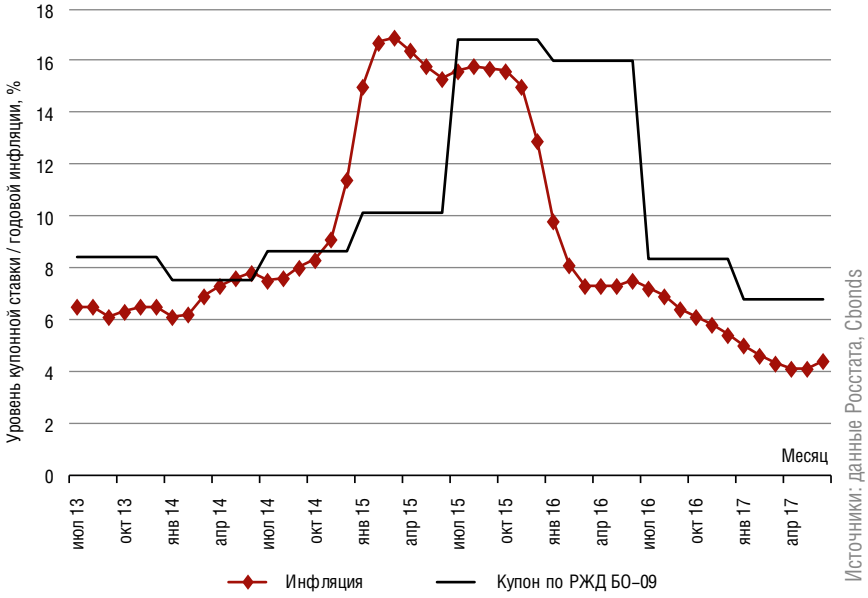

Рисунок 1
Динамика купонной ставки по РЖД БО-09 и показателя инфляции за последние 12 месяцев

БЛАГОДАРЯ ФЛОАТЕРАМ ПО ИТОГАМ 2015 ГОДА РАСШИРЕННЫЙ ПОРТФЕЛЬ ГУК ПРОДЕМОНСТРИРОВАЛ МАКСИМАЛЬНУЮ ДОХОДНОСТЬ ЗА ВСЮ ИСТОРИЮ – 13.15%