

НПФ на рынке облигаций: под строгим надзором регулятора

Эксперты рассуждают о том, как сейчас НПФ ведут себя на рынке публичного долга, каким образом изменились стратегии при формировании портфелей, чего стоит ждать управляющим от регулятора и почему облигации становятся предпочтительнее банковских депозитов.

Серьезные потрясения на российском финансовом рынке в минувшем году не привели к значимым потерям НПФ в основном благодаря консервативному подходу управляющих компаний, инвестировавших средства пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ. Сдержанный подход к управлению проявился в снижении доли акций, длинных ОФЗ и увеличении доли банковских депозитов в портфелях НПФ. Подобная стратегия управления хотя и не привела к потерям, но в среднем по отрасли дала инвестиционный результат в 2,5–3 раза ниже инфляции 2014 г. Во многом это связано с заморозками и пенсионными мораториями, которые оставили пенсионную индустрию без свежих денежных поступлений. Последнее обстоятельство, в частности, не позволило управляющим многих пенсионных фондов воспользоваться снизившимися котировками финансовых инструментов и высокими процентными ставками для эффективного захода в рынок по комфортным ценам.

Испытания, с которыми столкнулась пенсионная индустрия в 2014 г., в первую очередь были связаны со снижением котировок на рынке рублевого долга вследствие резкого роста процентных ставок и почти двукратной девальвации национальной валюты, а также обвала мировых цен на нефть во втором полугодии 2014

г. и необходимости погашения около \$110 млрд коротких валютных долгов российскими корпорациями и банками (без возможности рефинансирования). Основная масса этих выплат пришлось на сентябрь–декабрь прошлого года, по срокам совпав с обвалом нефтяных цен.

Порядка 270 млрд руб. не попали в пенсионные фонды из-за продления практики моратория на текущий год (также более 310 млрд руб. не попали на счета «молчунов» в ПФР в 2015 г.). Кроме того, были заморожены денежные перечисления в НПФ из ПФР еще на сумму около 600 млрд руб. по результатам переходной кампании внутри пенсионных фондов и ПФР за второе полугодие 2013 г., а также взносы от работодателей за второе полугодие 2013 г. в накопительную компоненту. Таким образом, только за 2014 г. на российский финансовый рынок не попало более



Александр БАРАНОВ,
заместитель гендиректора,
УК «Паллада Эссет
Менеджмент»

Таблица 1. Структура пенсионных накоплений на 01.01.2015

Средства пенсионных накоплений	Сумма, трлн руб.	%	Оценка (при отсутствии заморозки 2013 г. и пенсионного моратория 2014 г.)
В ПФР под управлением ГУК ВЭБ и 34 УК	1,9	63%	1,93
Из них в ПФР под управлением ГУК ВЭБ	>1,82	≈61%	>1,85
В НПФ под управлением УК	1,1	37%	1,9

Таблица 2. Ожидаемая структура пенсионных накоплений на 01.07.2015

Средства пенсионных накоплений	Сумма, трлн руб.	%
ПФР под управлением ГУК ВЭБ и 34 УК	1,63	49,70%
НПФ (под управлением УК)	1,65	50,30%

Источник: расчеты УК «Паллада Эссет Менеджмент»

Таблица 3. Структура пенсионных накоплений на 01.01.2015

Структура пенсионных накоплений	На 01.07.2015 в случае отсутствия моратория 2014 г., трлн руб.	На 01.07.2015 в случае отсутствия мораториев 2014 г. и 2015 г., трлн руб.	На 31.12.2015 в случае отсутствия мораториев 2014 г. и 2015 г., трлн руб.
ПФР под управлением ГУК ВЭБ и 34 УК	2,01	2,16	2,4
НПФ (под управлением УК)	2	2,15	2,42

Таблица 4. Динамика структуры средств пенсионных накоплений НПФ

Актив	01.01.2014	01.01.2015	01.03.2015
ОФЗ	≈10%	≈2%	<3%
Облигации субъектов федерации и муниципалитетов	<9%	≈10%	≈8%
Корпоративные облигации	>41%	≈35%	≈36%
Депозиты допустимых банков и средства на расчетных счетах в банках	<30%	≈38%	<36%
Акции	≈8%	≈6%	≈7%
ИСУ	0%	≈4%	≈5%
Облигации с ипотечным покрытием	<2%	<4%	≈4%
Иные финансовые инструменты	<1%	<1%	>1%

1,15 трлн руб., из которых в НПФ не попало порядка 850 млрд руб. (250 млрд руб. по пенсионному мораторию и 600 млрд руб. из-за заморозки). Последствия от заморозки 2013 г. и мораториев 2014 г. и 2015 г. представлены в Таблицах 1–3. Столь серьезное изъятие денежных ресурсов из накопительной пенсионной структуры негативно сказалось на российской финансовой системе в целом и на конъюнктуре рублевого долгового рынка в частности.

На протяжении всего 2014 г. наблюдалось снижение аппетита к риску и

увеличение доли банковских депозитов в портфелях управляющих пенсионными ресурсами (см. Таблицу 4). В 2015 г., напротив, увеличился спрос на риск, что проявилось в покупке облигаций с длинной дюрацией и уменьшении доли банковских депозитов. Ситуация с уменьшением доли банковских депозитов представляется уникальной, так как с 2007 г. наблюдался устойчивый тренд в пользу увеличения доли (с 5% до 36%) данных инструментов в портфелях НПФ и УК, управляющих активами НПФ.

В условиях ужесточения пруденциального надзора со стороны регулятора и усиления требований к структуре активов НПФ в 2015 г. вряд ли стоит ожидать серьезного увеличения спроса на риск при инвестировании пенсионных ресурсов. Таким образом, в 2015 г. в портфелях НПФ сохранится высокая доля инструментов с фиксированной доходностью, а все изменения коснутся лишь дюрации портфеля облигаций на фоне снижения доли банковских инструментов. Текущие уровни ставок на рынке рублевого корпоративного и государственного долга позволяют предположить, что в случае отсутствия второй волны кризиса в 2015 г. инвестиционные результаты в пенсионной индустрии будут сопоставимы с уровнем инфляции.

В прошлом году негосударственные пенсионные фонды осуществляли инвестиции средств пенсионных накоплений с максимальной доходностью и минимальным риском. «Тихой гаванью» для фондов стали банковские депозиты, и их доля в портфеле ряда НПФ существенно возросла. Банковские инструменты в прошлом году были практически безрисковым и доходным активом: доходность по ним была в два раза больше, чем по государственным ценным бумагам, список банков устанавливался ЦБ, а условия депозитов позволяли расторгнуть договор и получить доходность в случае изменения финансового положения банка.

В 2015 г. ситуация изменилась. Ожидается приток новых средств в размере 350 млрд руб. Основные надежды на доходность НПФ связывают с облигациями и ипотечными сертификатами участия. Кроме того, фонды снизят объемы инвестирования в банковские депозиты еще и

из-за новых нормативных ограничений. С 1 июля 2015 г. регулятор ограничит вложения средств пенсионных накоплений в банки до 60%, а с 1 января 2016 г. — до 40%.

Сейчас объем пенсионных накоплений граждан, находящийся в негосударственных пенсионных фондах, составляет около 1,2 трлн руб. Напомню, что в систему гарантирования вступили 24 НПФ, под управлением которых находится около 84% активов пенсионных накоплений, то есть они управляют порядка 940 млрд руб. По последним данным, объявленным Банком России, НПФ, которые являются участниками системы гарантирования, инвестируют 40% средств в корпоративные облигации, 6% — в субфедеральные облигации, 4% — в ипотечные облигации и 2% — в облигации федерального займа. То есть инвестиции в облигации составляют больше половины всех вложений НПФ. С учетом новых действий Банка России их доля в портфеле НПФ будет существенно увеличиваться.



Евгений ЯКУШЕВ,
председатель совета директоров, «Европейский пенсионный фонд»



Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, зам. начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

Основными принципами размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений являются сохранность указанных средств и обеспечение доходности, диверсификации и ликвидности инвестиционных портфелей. Логично сделать вывод о том, что облигации в таком случае являются наиболее подходящим инструментом для вложения средств НПФ. О высоком интересе к облигациям свидетельствует и текущая структура вложений НПФ и УК, которые управляют инвестиционными портфелями НПФ, и структура «расширенного портфеля» ВЭБ. По нашим оценкам, суммарный объем вложений средств НПФ, УК и ВЭБ составляет порядка 20–25% общего объема рынка рублевых облигаций в обращении.

Отметим, что недавно впервые были разрешены для инвестиций пенсионных накоплений субординированные облигации кредитных организаций. Доля субординированных облигаций увязана с долей акций и паев иностранных индексных инвестиционных фондов (предусматривающих инвестиции средств в акции), которые вместе не должны превышать 65% инвестиционного портфеля НПФ.

Важным решением для сохранения стабильности инвестиций НПФ стало то, что Банк России изменил требования по уровню кредитных рейтингов эмитентов: удовлетворяющий уровень определяется в зависимости от суверенного рейтинга РФ, сниженного не более чем на три ступени от

суверенного рейтинга для обычных облигаций и на две ступени для субординированных бумаг. Кроме того, впервые может быть использован рейтинг от российского агентства «Эксперт РА» на уровне А++.

Правда, эти возможности пока ограничены, так как на сегодняшний день рейтинг такого уровня имеют лишь 11 банков, 3 лизинговые компании и 3 компании реального сектора.

Отметим, что облигации (за исключением субординированных облигаций кредитных организаций и облигаций Российской Федерации), дата начала размещения и/или публичного обращения выпуска которых позднее даты вступления в силу Положения №451-П (т.е. 09.02.2015), должны соответствовать следующему требованию: рейтинг выпуска (при отсутствии рейтинга выпуска — рейтинг эмитента) облигаций или рейтинг юридического лица, поручительством которого обеспечено исполнение обязательств по облигациям, должен быть не ниже суверенного рейтинга РФ в соответствующей валюте, присвоенного соответствующим рейтинговым агентством, сниженного на три категории (BB-/BB или B+/BB- или B1/B1), или не ниже рейтинга А++ по национальной шкале по классификации рейтингового агентства «Эксперт РА». Фактически для вновь выпущенных облигаций требуется обязательное наличие соответствующего рейтинга и допуск к обращению на организованных торгах, а факт включения в котировальный список высшего уровня уже не является достаточным условием для инвестиции пенсионных накоплений.

Основная идея на рынке рублевых облигаций сейчас одна — игра на цикле снижения ключевой ставки ЦБ. Соответственно, наиболее интересными инструментами стали облигации с высокой дюрацией: ОФЗ и ликвидные качественные выпуски корпоративного и субфедерального сегментов. Облигации третьего эшелона пользуются меньшим спросом, поскольку экономические проблемы еще не преодолены, и на этом фоне инвестиции в бумаги компаний с высоким долгом или неустойчивым бизнесом несут повышенные риски.

Наша система взаимодействия с НПФ имеет два уровня.

Уровень первый — инвестиционная декларация, неотъемлемая часть договора, где клиент может внести все дополнительные ограничения, которых

УК обязана придерживаться. Это обязательные ограничения, которые контролирует специальный депозитарий.

Второй уровень — инвестиционная программа, которая может включать в себя набор стратегий и учитывать ограничения от НПФ. Это обязательный для исполнения управляющим документ, который позволяет оптимизировать работу внутри портфеля при разбивке его на несколько классов активов.

Инвестиционная программа создается на 12 месяцев и включает в себя параметры ожидаемой доходности и риска с учетом ограничений, наложенных НПФ. Обычно имеет набор из нескольких стратегий. Сами стратегии имеют свои регламенты и ограничения в соответствии с политиками риск-менеджмента и контроля, утвержденными в УК.



Владимир ПОТАПОВ,
председатель совета директоров, «ВТБ Капитал Управление Активами»