

20 ноября 2012

Леонид Игнатьев  
[lignatyev@msk.bcs.ru](mailto:lignatyev@msk.bcs.ru)  
Юлия Сафарбакова  
[ysafarbakova@msk.bcs.ru](mailto:ysafarbakova@msk.bcs.ru)

## Пенсионные деньги на рынке облигаций

В ноябре 2012 г. на первый план вышла весьма нервная для долговых рынков тема снижения отчислений в накопительную часть пенсии с текущих 6% до 2%, причем уже с 1 января 2013 г. История не получила развития: президент РФ В. Путин выступил с предложением более детально проработать вопрос и отложить введение изменений на начало 2014 г.

Реформирование пенсионной системы является знаковым процессом для российского финансового рынка, так как пенсионные деньги инвестируются в основном на облигационном рынке. Для понимания сложившегося порядка дел с пенсионными ресурсами и оценки масштаба возможных проблем в будущем мы проанализировали текущую структуру рынка и вклад инвестиций от пенсионных накоплений в расширение локального рынка долга за последние годы.

Объем пенсионных средств, вложенных в облигации (почти RUB 1.3 трлн при более чем RUB 920 млрд инвестиций в госбонды по итогам 2011 г.), в первом приближении делает последствия от реализации первоначально озвученного сценария, т.е. сокращения накопительной части пенсии (с 6% до 2%), резко негативными для внутреннего долгового рынка. Однако более развернутый анализ рынка в 2011-2012 гг. говорит в пользу того, что гипотетическое снижение накопительной части пенсий предполагает ограниченное влияние на локальный рынок в ближайшей перспективе.

Мы считаем, что номинально 3-кратное снижение объемов привлечения пенсионных денег УК и НПФ не приведет к автоматическому снижению спроса на вновь размещаемые ОФЗ средней и длинной дюрации на 15-20%, как можно было бы предположить с чисто расчетной точки зрения. Наш анализ показывает, что спрос на ОФЗ со стороны пенсионных управляющих в 2012 г. уже не предъявлялся. Поэтому даже если бы схема «от 6% к 2%» вступила бы в действие с 1 января 2013 г., то, как мы уверены, это не привело бы к обрушению котировок на рынке.

Либерализация рынка ОФЗ имеет важный нивелирующий эффект от снижения локального спроса на госбумаги в кратко- и среднесрочной перспективе. Не исключено, что пенсионная реформа, затрагивающая снижение доли накопительной части пенсии, будет иметь для корпоративных облигаций более важное значение, чем для сегмента госбумаг.

### Накопительная часть пенсии: во главе угла

В ноябре заметно активизировался новостной фон вокруг возможного изменения действующей в России пенсионной системы. Полторы недели назад в Госдуму поступило предложение правительства РФ о снижении отчислений в накопительную часть пенсии с текущих 6% до 2% (при росте страховой части с 16% до 20%) начиная с 1 января 2013 г. Документ поступил на согласование в законодательный орган, несмотря на заявления о том, что дискуссия продолжается – вопрос уменьшения накопительной части пенсии ранее вызвал раскол в правительстве и, насколько мы знаем, не получил поддержки Министерства финансов и Минэкономразвития.

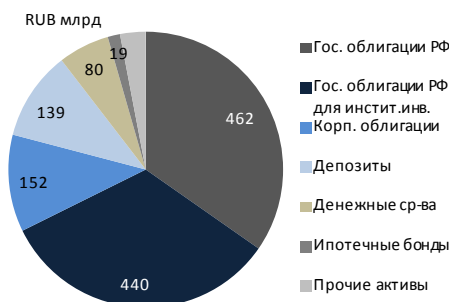
История не получила развития: спустя несколько дней президент РФ В. Путин выступил с предложением более детально проработать вопрос и отложить введение изменений на начало 2014 г. При этом проект формирования пенсионных прав граждан должен быть доработан правительством и принят не позднее первого полугодия 2013 г. В результате на прошлой неделе комитет Госдумы на заседании рекомендовал нижней палате парламента принять проект бюджета Пенсионного фонда России на 2013 г. и плановый период 2014-2015 гг. без снижения накопительной части пенсии.

По всей видимости, прояснение возможных нововведений последует по мере обсуждения нового проекта и его утверждения, т.е. ближе к концу 2К13. Пока не исключается, что у граждан будет возможность выбора, остаться в накопительной системе на уровне текущих 6% либо перейти на 2%, поэтому мы считаем, что при отсутствии точных деталей судить о влиянии снижения отчислений на долговые рынки пока преждевременно. Но в любом случае реформирование пенсионной системы является знаковым процессом для российского финансового рынка, так как пенсионные деньги инвестируются в основном на облигационном рынке. Для понимания сложившегося порядка дел с пенсионными ресурсами и оценки масштаба возможных проблем мы проанализировали текущую структуру рынка и вклад инвестиций от пенсионных накоплений в расширение локального рынка долга.

### Потенциальный объем рынка

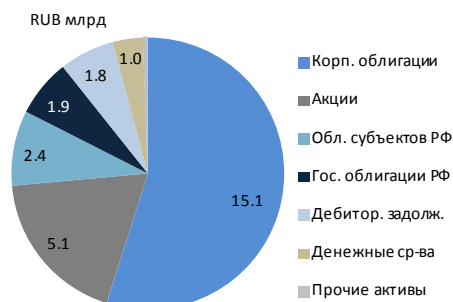
Основными агентами, которые управляют накопительными пенсионными отчислениями, выступают управляющие компании (УК), включая государственную управляющую компанию ВЭБа (ГУК), а также негосударственные пенсионные фонды (НПФ). По итогам 1П12 объем пенсионных накоплений в системе превысил RUB 2.0 трлн, из них под управлением НПФ находится RUB 540 млрд, или около 27% всех денег. Одновременно объем чистых активов управляющих компаний, заключивших договоры с Пенсионным фондом РФ (ПФР), составил RUB 1.48 трлн, включая RUB 1.45 трлн активов под управлением ГУК.

Структура активов ГУК, 2011



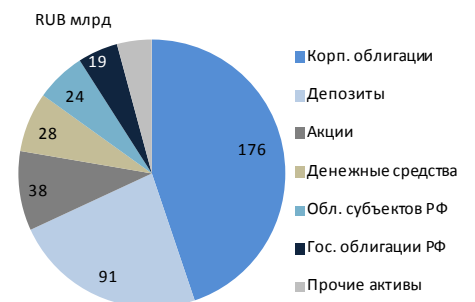
Источники: ПФР, оценка БКС

Структура активов частных УК, 2011



Источники: ПФР, оценка БКС

Структура активов НПФ, 2011



Источники: Минфин, оценка БКС

Общеизвестно, что основной объем пенсионных ресурсов сосредоточен в ГУК, которая выступает наиболее весомым инвестором в долговые инструменты среди всех управляющих компаний. Так, портфель ценных бумаг ГУК составил по итогам 2011 г. RUB 1.08 трлн (RUB 1.16 трлн в ЗК12), RUB 902 млрд (RUB 904 млрд в ЗК12) из которых составляют государственные обязательства РФ. Иными словами, компания обеспечивает порядка 23-25% инвестиций в совокупный внутренний долг РФ. Корпоративные облигации, не считая бумаг с ипотечным покрытием, на балансе ГУК составляют только 11% активов (14% по итогам ЗК12), хотя в абсолютном выражении объем инвестиций в корпоративный долг все же выглядит весьма значительным для отрасли, особенно с учетом роста этой части портфеля за 9М12 с RUB 152 млрд до RUB 218 млрд.

Частные управляющие компании и негосударственные пенсионные фонды, в отличие от ГУК, более активно инвестируют средства в корпоративные ценные бумаги: согласно данным Минфина на конец 2011 г., доля государственных ценных бумаг РФ составляет всего 5-7% от активов, тогда как 45-55% баланса формируют вложения в облигации российских компаний и банков, а еще около 10-19% – акции.

Несмотря на то, что темой данного обзора являются пенсионные деньги на долговом рынке, заметим, что значительную долю пенсионных накоплений ГУК и НПФ направляют на банковские депозиты: по итогам 2011 г. 10% и 23% всей валюты баланса соответственно (в совокупности RUB 231 млрд в денежном выражении). Поэтому накопительная пенсионная часть имеет определенное стратегическое значение для долгосрочного фондирования банковского сектора.

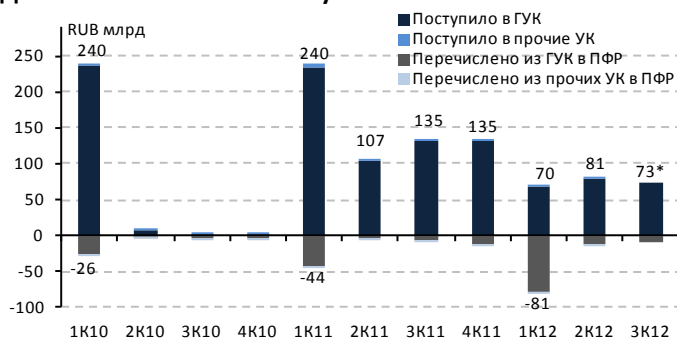
### Последствия реформы преувеличены

Размер пенсионных средств, вложенных в облигации, в первом приближении делает первоначально озвученный сценарий, т.е. сокращение накопительной части пенсии (с 6% до 2%) резко негативным для внутреннего долгового рынка, поскольку предполагает кратное уменьшение поступлений в систему и без того небольшого объема длинных ресурсов.

Однако более развернутый анализ рынка в 2011-2012 гг. говорит в пользу того, что гипотетическое снижение накопительной части пенсий предполагает ограниченное влияние на рынок бондов, и в частности на сегмент ОФЗ. При детальном рассмотрении динамики пенсионных поступлений, а также структуры инвестиций ГУК за 9М12 следует, что вклад пенсионных средств в расширение рынка ОФЗ в 2012 г. был минимальным, более того, претерпел структурные изменения.

Во-первых, объем пенсионных поступлений в управляющие компании, и, главное, в ГУК (основной инвестор в госдолг РФ) в текущем году заметно сократился. Так, за 9М12 в управляющие компании пришло порядка RUB 225 млрд против RUB 482 млрд за аналогичный период прошлого года. Заметим, что более сбалансированная по времени динамика поступлений с 2011 г. связана с изменениями в законодательстве, после введения которых перечисления осуществляются ежеквартально.

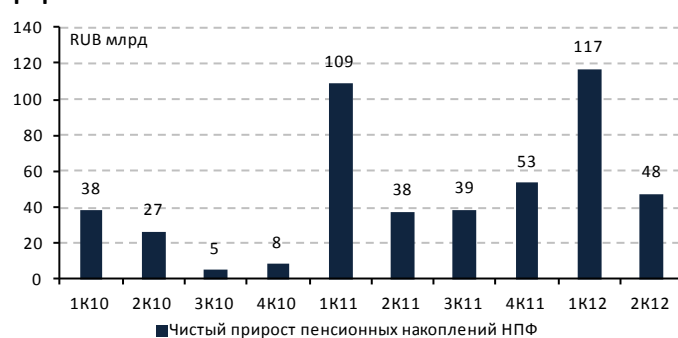
**Динамика пенсионных поступлений на балансах УК**



\* на основании данных ГУК, без учета прочих УК

Источники: ПФР, оценка БКС

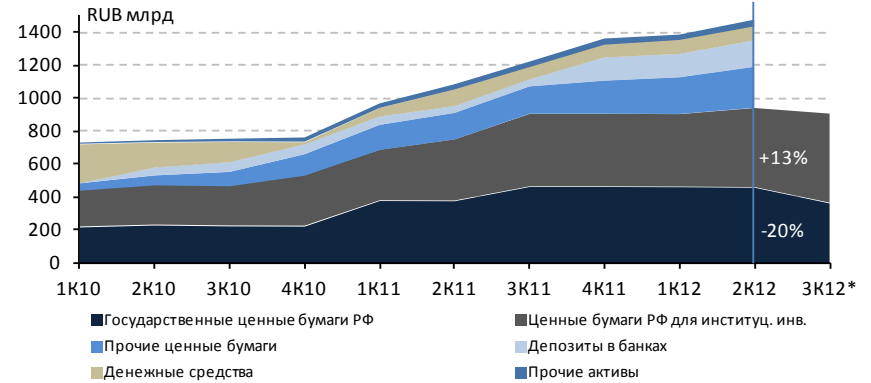
**Прирост пенсионных накоплений на балансах НПФ**



Источники: ФСФР, оценка БКС

Поступления в НПФ, напротив, возросли. Согласно данным ФСФР, за 1П12 пенсионные накопления под управлением НПФ увеличились на RUB 165 млрд, тогда как прирост в 1П11 составил около RUB 146 млрд. Такая динамика связана с более активным перечислением средств со стороны граждан из-под управления ПФР в пользу негосударственных структур, то есть «немолчунов». Так, в 1К12 отток пенсионных средств непосредственно из ГУК составил RUB 79 млрд против RUB 42 млрд годом ранее.

**Динамика структуры активов УК в части пенсионных средств**

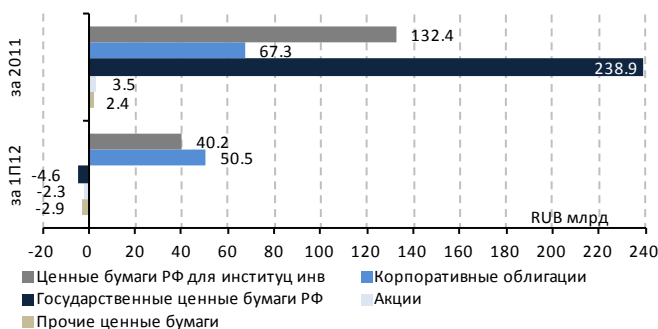


\* на основании данных ГУК, без учета прочих УК  
Источники: ПФР, оценка БКС

Во-вторых, как видно из графика, с конца 2011 г. управляющие компании менее активно инвестируют в государственные ценные бумаги РФ, предпочитая банковские депозиты и корпоративные ценные бумаги. Более того, в 3К12 ГУК заметно сократил объем инвестиций в ОФЗ (статья «государственные ценные бумаги РФ»), заместив их отчасти вложениями в ГСО (то есть «нерыночные» ОФЗ, статья «ценные бумаги РФ для институциональных инвесторов»). В результате объем ОФЗ на балансе ГУК за 3К12 сократился на RUB 94 млрд до 24% от активов, тогда как вложения в госбумаги для институциональных инвесторов (в основном ГСО) выросли на RUB 60 млрд до 35% от активов. По нашим ощущениям, в текущем году ГУК не был активным инвестором в длинные ОФЗ на аукционах, а весь спрос, по всей видимости, обеспечивали нерезиденты и институциональные инвесторы из числа российских банков.

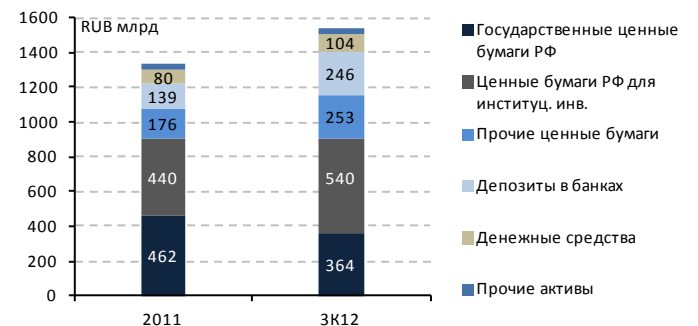
Резюмируя наши наблюдения за последние месяцы, подчеркнем, что в течение 2012 г. ГУК и НПФы в целом не были нетто-покупателями ОФЗ на первичном рынке, т.е. вклад в расширение рынка ОФЗ в текущем году был минимальным. Ситуация кардинально отличается от 2011 г.: тогда на пенсионные деньги куплено RUB 217 млрд размещенных в течение года ОФЗ, или 29% от общего нетто-предложения бумаг Минфином. Еще RUB 132 млрд дополнительного спроса было предъявлено на ГСО.

**Изменение ценных бумаг на балансе УК в 2011 и 1П12**



Источники: ПФР, оценка БКС

**Структура активов ГУК по итогам 2011 и 3К12**



Источники: ВЭБ, оценка БКС

**Ожидания от пенсионной реформы по схеме «от 6% к 2%»**

Мы склонны полагать, что принятие инициативы по снижению накопительной части пенсии с 6% до 2% окажет, скорее, ограниченное влияние на рынок госбумаг в перспективе нескольких лет. Важно, что эффект от снижения локального спроса отчасти будет компенсирован проведением либерализации рынка ОФЗ. Акцент на наращивание доли иностранных инвестиций на внутреннем рынке предполагает более высокую волатильность инвестиций и зависимость от настроений на глобальных рынках. Управляющие компании и негосударственные инвестиционные фонды в условиях возросшей волатильности и меньших пенсионных поступлений будут вынуждены столкнуться с необходимостью изменения торговых стратегий в пользу более краткосрочных и доходных инвестиций.

Мы считаем, что номинально 3-кратное снижение объемов привлечения пенсионных денег УК и НПФ не приведет к автоматическому снижению спроса на вновь размещаемые ОФЗ средней и длинной дюрации на 15-20%, как можно было бы предположить с чисто расчетной точки зрения. 2012 г. показывает, что пенсионные управляющие не участвовали в развитии рынка ОФЗ, которое в соответствии с политикой Минфина было направлено на удлинение срочности долга. Поэтому даже если бы схема «от 6% к 2%» вступила бы в действие с 1 января 2013 г., то, как мы уверены, это не привело бы к обрушению котировок на рынке.

Наконец, снижение накопительной части пенсий, с одной стороны, могло бы оказать более весомое давление на рынок первичного корпоративного долга эмитентов с рейтингами неинвестиционной категории (выше BB-) из-за более ощутимого, чем на рынке ОФЗ, уменьшения базы потенциальных инвесторов. Однако, с другой стороны, рост волатильности на локальном рынке, вызванный приходом иностранного капитала, и потребность в большей доходности вложений, возможно, заставили бы управляющих пенсионными деньгами увеличивать долю высокодоходных инвестиций в корпоративные бонды в ущерб ОФЗ.

**Департамент операций с долговыми инструментами****+7 (495) 785 5336****Руководитель департамента**Андрей Подобед  
[apodobed@msk.bcs.ru](mailto:apodobed@msk.bcs.ru)**Управление торговых операций**Дмитрий Игумнов  
[digumnov@msk.bcs.ru](mailto:digumnov@msk.bcs.ru)Роман Бернацкий  
[rbernatskiy@msk.bcs.ru](mailto:rbernatskiy@msk.bcs.ru)Иван Захаров  
[izakharov@msk.bcs.ru](mailto:izakharov@msk.bcs.ru)Марат Сорокин  
[msorokin@msk.bcs.ru](mailto:msorokin@msk.bcs.ru)**Управление продаж**Сергей Харлампович  
[skharlampovich@msk.bcs.ru](mailto:skharlampovich@msk.bcs.ru)Кирилл Тучин  
[ktuchin@msk.bcs.ru](mailto:ktuchin@msk.bcs.ru)Александр Сынгаевский  
[asyngaevskiy@msk.bcs.ru](mailto:asyngaevskiy@msk.bcs.ru)Иван Румянцев  
[irumyantsev@msk.bcs.ru](mailto:irumyantsev@msk.bcs.ru)Кирилл Имшенник  
[kimshennik@msk.bcs.ru](mailto:kimshennik@msk.bcs.ru)Юлия Обухова  
[jobukhova@msk.bcs.ru](mailto:jobukhova@msk.bcs.ru)**Аналитический департамент****+7 (495) 785 5336****Руководитель управления**Владислав Метнёв  
[vmetnev@msk.bcs.ru](mailto:vmetnev@msk.bcs.ru)**Соруководитель отдела  
анализа рынка акций**Кирилл Чуйко  
[kchuyko@msk.bcs.ru](mailto:kchuyko@msk.bcs.ru)**Руководитель отдела анализа  
долговых рынков**Леонид Игнатьев  
[lignatyev@msk.bcs.ru](mailto:lignatyev@msk.bcs.ru)**Руководитель группы выпуска**Марк Брэдфорд  
[mbradford@msk.bcs.ru](mailto:mbradford@msk.bcs.ru)**Руководитель выпуска  
русскоязычного продукта**Ольга Сибиричева  
[osibiricheva@msk.bcs.ru](mailto:osibiricheva@msk.bcs.ru)**Анализ рынка акций****Стратегия**  
Кирилл Чуйко  
[kchuyko@msk.bcs.ru](mailto:kchuyko@msk.bcs.ru)**Нефть и газ**  
Владислав Метнёв  
[vmetnev@msk.bcs.ru](mailto:vmetnev@msk.bcs.ru)**ТМТ**  
Анна Курбатова  
[akurbatova@msk.bcs.ru](mailto:akurbatova@msk.bcs.ru)**Потребительский сектор**  
Владимир Кузнецов  
[vkuznetsov@msk.bcs.ru](mailto:vkuznetsov@msk.bcs.ru)**Финансовый сектор**  
Ольга Найденова  
[onaydenova@msk.bcs.ru](mailto:onaydenova@msk.bcs.ru)**Металлургия**  
Кирилл Чуйко  
[kchuyko@msk.bcs.ru](mailto:kchuyko@msk.bcs.ru)**Олег Петропавловский**  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)**Машиностроение/Транспорт**  
Игорь Краевский  
[ikraevskiy@msk.bcs.ru](mailto:ikraevskiy@msk.bcs.ru)**Анализ долговых рынков**Леонид Игнатьев  
[lignatyev@msk.bcs.ru](mailto:lignatyev@msk.bcs.ru)Дмитрий Дорофеев  
[ddorofeev@msk.bcs.ru](mailto:ddorofeev@msk.bcs.ru)Мария Радченко  
[mgradchenko@msk.bcs.ru](mailto:mgradchenko@msk.bcs.ru)Дмитрий Турмышев  
[dturmyshev@msk.bcs.ru](mailto:dturmyshev@msk.bcs.ru)Юлия Сафарбакова  
[ysafarbakova@msk.bcs.ru](mailto:ysafarbakova@msk.bcs.ru)**Переводчик/Редактор**Николай Порохов  
[nporokhov@msk.bcs.ru](mailto:nporokhov@msk.bcs.ru)Елена Косовская  
[ekosovskaya@msk.bcs.ru](mailto:ekosovskaya@msk.bcs.ru)**Технический специалист**Эдуард Бадаев  
[badaevee@msk.bcs.ru](mailto:badaevee@msk.bcs.ru)Светлана Фёдоровых  
[sfedorovykh@msk.bcs.ru](mailto:sfedorovykh@msk.bcs.ru)

Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность. Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. Компания обращает внимание на то, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.