

СТРУКТУРНЫЕ РИСКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

Ю. В. Семернина, Е. Н. Пасечник

Саратовский государственный технический университет имени Гагарина Ю. А., Россия
E-mail: ysemernina@yandex.ru, lissa.pas@yandex.ru

По мнению авторов статьи, современному этапу развития российского финансового рынка присущи такие существенные факторы риска, как: ограничение доступа российских эмитентов к международным рынкам капитала и их переориентация на привлечение облигационного финансирования на отечественном облигационном рынке, а также существенное ужесточение денежно-кредитной политики Банком России. Соответственно, современный этап развития финансового рынка должен предполагать трансформацию существующего подхода к инвестированию на российском рынке облигаций. Сделан вывод о том, что при реализации инвестиционных стратегий на рынке облигаций, инвесторам следует учитывать влияние этих факторов на целевую структуру инвестиционных портфелей.

STRUCTURAL RISKS OF INVESTMENT STRATEGIES IN THE BOND MARKET

Y. V. Semernina, E. N. Pasechnik

According to the authors of the article, the current stage of development of the Russian financial market is characterized by such significant risk factors as: limited access of Russian issuers to international capital markets and their reorientation to attracting bond financing on the domestic bond market, as well as a significant tightening of the monetary policy by the Bank of Russia. Accordingly, the current stage of development of the financial market should involve a transformation of the existing approach to investing in the Russian bond market. It is concluded that when implementing investment strategies in the bond market, investors should take into account the impact of these factors on the target structure of investment portfolios.

В отношении рынка облигаций сформировался «инвестиционный стереотип», предполагающий его рассмотрение в качестве рынка, на котором преобладают крупные, достаточно консервативные инвесторы, использующие пассивные стратегии инвестирования и ориентированные на достаточно большие временные горизонты инвестирования [1].

Но современный этап развития финансового рынка, во многом обусловленный обострением «санкционной войны», особенно после начала специальной военной операции в феврале 2022 г., свидетельствует о трансформации существующего подхода к инвестированию на российском рынке облигаций. Полагаем, ключевыми факторами риска являются: ограничение доступа российских эмитентов к международным рынкам капитала и их переориентация на привлечение облигационного финансирования на отечественном облигационном рынке [2], а также существенное ужесточение денежно-кредитной политики Банком России, в рамках которого можно выделить два явно выраженных цикла повышения ключевой ставки (Табл.).

Динамика ключевой ставки Банка России в 2022-2024 гг. [3]

Дата	Значение ключевой ставки Банка России, %	Изменение, в % годовых
30.12.2021 г.	8,5	-
14.02.2022 г.	9,5	+1,0
28.02.2022 г.	20,0	+10,5
11.04.2022 г.	17,0	-3,0
04.05.2022 г.	14,0	-3,0
27.05.2022 г.	11,0	-3,0
14.06.2022 г.	9,5	-1,5
25.07.2022 г.	8,0	-1,5
19.09.2022 г.	7,5	-0,5
24.07.2023 г.	8,5	+1,0
15.08.2023 г.	12,0	+3,5
18.09.2023 г.	13,0	+1,0
30.10.2023 г.	15,0	+2,0
18.12.2023 г.	16,0	+1,0
29.07.2024 г.	18,0	+2,0
16.09.2024 г.	19,0	+1,0

Одновременное продолжительное воздействие указанных выше факторов привело к существенному снижению рыночных котировок облигационных выпусков, находившихся в обращении, и, что принципиально важно, изменению усредненной структуры их доходности к погашению. Например, для купонных облигаций, преобладающих на внутреннем облигационном рынке, произошло снижение доли купонных доходов и возрастание доли дисконта рыночных котировок облигаций по отношению к их номинальной стоимости.

Представляется, что трансформация отечественного финансового рынка в целом предопределяет необходимость уточнения трактовки самого термина «инвестиционная стратегия» применительно к облигационному рынку в условиях его трансформации как сегмента национального финансового рынка [4].

Во-первых, в классическом понимании одним из базовых аспектов инвестиционных стратегий является диверсификация, которая может рассматриваться как применительно к разным классам активов (диверсификация по классам), так и внутри одного класса активов (диверсификация по инструментам). Как правило, применительно к облигационному рынку диверсификация по классам либо игнорируется, т.е. подразумевается, что инвестор формирует портфель только на рынке облигаций (де-факто весь процесс диверсификации сводится к диверсификации по инструментам в рамках одного рыночного сегмента), либо используется предположение о том, что пропорции между классами активов заранее определены инвестором на весь период инвестирования (или строго фиксированы, или у инвестора существует некий четкий график их изменения).

Представляется, что в условиях текущей трансформации российского финансового рынка предположение об относительной стабильности характера распределения активов между разными классами активов и внутри них, как минимум, является не совсем корректным.

Это обусловлено тем, что далеко не у всех инвесторов, в первую очередь, частных, в принципе имеется четкая «диверсификационная логика», которой они строго придерживаются (еще реже подобная логика строго формализована и каким-то образом описана), а сами трансформационные изменения сопровождаются резкими, причем значительными по своим масштабам, колебаниями рыночных котировок активов, которые объективно усложняют следование ей [5].

«Скачки» рыночных котировок объективно могут приводить к отклонению фактической структуры инвестиционных портфелей от целевой. Так, если в структуре гипотетического инвестиционного портфеля 50,0% приходится на акции и 50,0% - на облигации, причем, к примеру, по итогам квартала, рыночные котировки акций в среднем снизились на 40,0%, а рыночные котировки облигаций не изменились, то фактическая структура портфеля примет следующий вид: 37,5% будет приходиться на акции и 62,5% – на облигации. Аналогичный структурный перекосяк может возникнуть и в отношении диверсификации по инструментам. Так, «восприимчивость» различных облигационных выпусков к негативным рыночным факторам, например, к повышению уровня процентных ставок, во многом определяется их оставшимся сроком до погашения.

С учетом сказанного выше, в современных условиях теоретическая интерпретация инвестиционной стратегии должна учитывать потенциальную возможность отсутствия у инвесторов явных целевых ориентиров по структуре инвестиционного портфеля, т.е. более корректно говорить о допустимом интервале возможных вариантов структуры инвестиционного портфеля (переход от точечных оценок к интервальным) и достаточно высокую вероятность значительного изменения структуры портфеля в результате воздействия ценового фактора.

Во-вторых, в традиционном понимании любая инвестиционная стратегия предусматривает ребалансировку инвестиционного портфеля, основной целью которой являются поддержание целевого распределения активов. Ребалансировка портфеля проводится постфактум с определенной периодичностью, зависящей от временного горизонта инвестирования, и для пассивных инвестиционных стратегий, применяемых на рынке облигаций, сводится к реинвестированию средств, полученных в виде купонов по облигациям и при погашении их номинальной стоимости (торговая активность инвесторов совпадает с моментами ребалансировки).

Однако в условиях трансформационных изменений данный подход может не приводить к желаемому результату или приводить к нему только частично. Возникшее в описанном выше гипотетическом примере отклонение структуры портфеля от целевого распределения по классам активов является весьма значительным (доля облигаций увеличилась с целевых 50,0% до фактических 62,5%, а доля акций, напротив, снизилась с 50,0% до 37,5%), при этом очевидно, что оно не может быть оперативно устранено исключительно за счет реинвестирования текущих доходов по облигациям в акции. Например, если усредненная купонная ставка по облигационной части портфеля составляет 10,0% годовых, то за год текущие доходы по облигациям, полученные в виде купонных выплат (при условии отсутствия погашений облигационных выпусков), составят всего 6,25% от

общей стоимости портфеля. Иными словами, восстановление целевого уровня диверсификации по классам активов только за счет реинвестирования текущих доходов может занять весьма продолжительное время. Соответственно, в условиях трансформационных изменений финансового рынка даже придерживающиеся пассивных инвестиционных стратегий инвесторы должны быть готовы к повышению уровня торговой активности (например, к частичной продаже активов, доля которых в портфеле значительно отклонилась от целевой в большую сторону).

Кроме того, в общем случае подход к ребалансировке портфеля предполагает ребалансировку только между теми классами активов, которые изначально были предусмотрены стратегией диверсификации. Если инвестор инвестирует в акции и облигации, то, в рамках классического варианта ребалансировки инвестиционного портфеля, он не может рассматривать другие классы активов в качестве альтернативы, в частности, явным отклонением от инвестиционной стратегии будет временный отказ от реинвестирования текущих доходов по облигациям. Фактически принятие подобного решения приведет к тому, что в структуре портфеля помимо двух целевых классов активов (акций и облигаций) появится еще один класс активов (денежные средства), не приносящий текущего дохода, но позволяющий эффективно управлять рисками (например, в условиях неопределенности или повышенной волатильности).

Необходимо акцентировать внимание на том, что в этом случае появление денежных средств как самостоятельного класса активов в структуре инвестиционного портфеля может носить не эпизодический характер, зачастую краткосрочный (невозможность оперативного реинвестирования по причине ограниченной ликвидности облигационного рынка), а системный и более долгосрочный характер (осознанное решение инвестора временно отказаться от реинвестирования текущих доходов).

Таким образом, при реализации инвестиционных стратегий на рынке облигаций, инвесторам следует учитывать ключевые факторы риска, присущие современному этапу развития финансового рынка, влияющие на отклонение от целевой структуры инвестиционных портфелей.

Работа выполнена при финансовой поддержке гранта Президента РФ (проект НШ-2781.2012.2) и РФФИ (проект 12-07-00057).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Якунина А. В., Семернина Ю. В. Особенности облигации как финансового инструмента: теоретический анализ // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 39. С. 2-13.
2. Семернина Ю. В. Принципы облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов / Саратовский гос. социально-экон. ун-т. Саратов, 2011.
3. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. Ключевая ставка Банка России. [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=30.12.2021&UniDbQuery.To=17.10.2024 (дата обращения: 17.10.2024).
4. Якунина А. В., Семернина Ю. В. К вопросу о классификации облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 48. С. 2-12.