

АНАЛИЗ ВЫПУСКА ИНДЕКСИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИЙСКОЙ И МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

УДК 336.767.3

Владимир Иванович Кузнецов,
д.э.н., профессор, профессор кафедры
отраслевой и бизнес-статистики
ФГБОУ ВПО «РЭУ им.Г.В.Плеханова»
Тел.: (495) 442-62-55
Эл. почта: Kuznetsov.VI@rea.ru

Кирилл Владимирович Кузнецов,
студент департамента статистики и
анализа данных НИУ «Высшая школа
экономики»
Тел.: (925) 025-22-25
Эл. почта: kvkuz_97@mail.ru

В статье рассматривается применение индексированных облигаций в мировой практике, особенности выпуска индексированных облигаций в России, анализ их преимуществ для инвесторов и эмитентов, анализ потенциальных инвесторов и результатов размещения на фондовом рынке и перспективы использования нового финансового инструмента в России.

Ключевые слова: облигации, индексированные облигации, индекс потребительских цен на товары и услуги, инфляция, инфляционный риск.

Vladimir I. Kuznetsov,
Doctorate of Economics, Professor, the
Department of Branch and Business
Statistics, Plekhanov Russian University
of Economics
Tel.: (495) 442-63-44
E-mail: Kuznetsov.VI@rea.ru

Kiril V. Kuznetsov,
student, Department of statistics and
analysis of data, HSE
Tel.: (925) 025-22-25
E-mail: kvkuz_97@mail.ru

THE ANALYSIS OF ISSUE OF THE INDEXED BONDS IN THE RUSSIAN AND WORLD PRACTICE

The article discusses the use of indexed bonds in a world practice, especially the issue of indexed bonds in Russia, analysis of their benefits for investors and issuers, investors and the analysis of potential results of the placement on the stock market and the prospects of a new financial instrument in Russia.

Keywords: bonds, the indexed bonds, a consumer price index on goods and services, inflation, inflationary risk.

1. Введение

В условиях сложной геополитической обстановки, снижения мировых цен на нефть, у России возникла потребность в поисках дополнительных источников финансирования. Современная экономическая ситуация в ней характеризуется падением роста производства, девальвацией рубля и высоким уровнем инфляции. Для привлечения инвестиций требовался новый финансовый инструмент, позволяющий заинтересовать инвесторов во вложении денежных средств. В мировой практике существует финансовый инструмент, способный привлечь инвесторов при высоких показателях инфляции – это индексированные облигации.

2. Мировая практика по выпуску индексированных облигаций

Первые индексированные облигации появились ещё в 1780 году, в одном из штатов США. Эмиссия происходила во время войны, с целью сдерживания роста цен. В данном случае индексация производилась на жизненно необходимые товары. После окончания войны, необходимость в данных ценных бумагах иссякла. После длительного перерыва, к выпуску индексированных облигаций на мировом рынке вернулись только в 1946 году, когда после Второй мировой Войны Финляндия не могла справиться с быстрым ростом инфляции. Вслед за Финляндией стали производить эмиссию рассматриваемых ценных бумаг и многие европейские страны, а также Мексика, США и Япония. Таким образом, чтобы привлечь дополнительные денежные средства, государствам приходилось индексировать выпускаемые облигации на курс инфляции.

Облигации позволяют связать денежную массу, то есть изъять её из сферы потребления и перевести в сферу производства, что позволяет снизить инфляцию. Облигации выпускались в кризисные периоды в экономике, когда требовались срочные меры по улучшению её показателей. Привлекательность индексированных облигаций заключается в соединении двух, как правило, взаимоисключающих достоинств – высокой надёжности, обусловленной тем, что их эмитентом является государство и высокой доходностью, что связано с тем, что на инфляцию индексирует номинал облигации.

В истории индексированных облигаций, индексация номинала облигации происходила не только на инфляцию, как было рассмотрено выше, но и на изменение стоимости нефти (Мексика), золота (данные облигации выпускались во многих странах, в том числе в России и США, однако, в дальнейшем, эти облигации были запрещены на мировых рынках ценных бумаг).

Данные облигации выпускаются в соответствии с международными стандартами, принятыми на ведущих мировых рынках США и Великобритании и придерживаются модели Capital Index Bond. Также, данная модель предполагает защиту инвестора от дефляции, согласно которой, в конце срока обращения облигации инвестор не может получить сумму ниже стоимости номинала.

3. Особенности выпуска индексированных облигаций в России

Выпускаемые в России облигации федерального займа с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН) подобны американским казначейским обязательствам, индексированным на инфляцию. Условия их выпуска определены приказом Минфина №80н от 22 мая 2015 года. Их эмитентом является Минфин.

Они могут быть среднесрочными и долгосрочными купонными с номинальной стоимостью одна тысяча рублей. Купонный доход определяется как процент к номинальной стоимости облигации, который рассчитывается с учетом индекса потребительских цен на товары и услуги по РФ. Индекс определяется Росстатом.

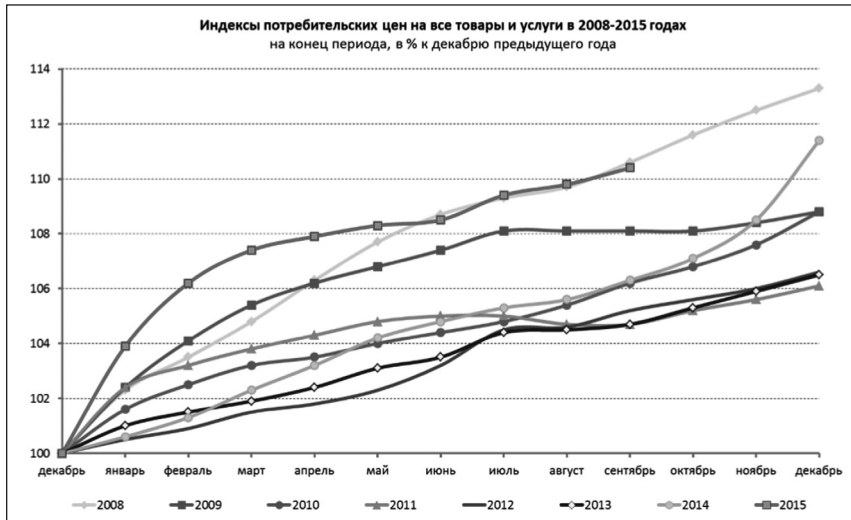


Рис. 1. Индексы потребительских цен на товары и услуги в 2008–2015 гг. Росстат

По данным Росстата определяется динамика индекса потребительских цен. (рис. 1).

Из рисунка видно, что за период с 2008–2015 гг. наблюдался значительный рост цен. Анализ индекса потребительских цен особенно важен при ускоренном росте цен и теряет актуальность в период их стабилизации.

4. Анализ преимуществ индексированных облигаций для инвесторов и эмитентов

При введении новых финансовых инструментов для привлечения инвесторов необходимо обеспечивать механизм страхования от инфляционного риска, что учтено в ОФЗ-ИН.

По данным Центрального Банка Российской Федерации, рост инфляции стремительно растёт и на сентябрь 2015 года составляет 15,7% (рис. 2).

Установившийся процент инфляции, в большинстве случаев, гораздо выше, чем процент по купонным платежам ОФЗ с постоянным купоном. Таким образом, чтобы сохранить вложенные средства и получить реальный доход следует инвестировать в индексированные ценные бумаги. Эмитент, выпускающий ОФЗ-ИН надеется на снижение инфляции в перспективе. Эмитенту выгодно снижение уровня инфляции, так как индексирование по возрастающей стоимости инфляции, увеличение номинальной стоимости облигации влечёт за собой более высокие расходы по погашению облигации. В долгосрочной перспективе, эмитент должен быть уверен в дальнейшем снижении уровня инфляции. Так, по прогнозам Э. Набиуллиной, инфляционный рост в 2016 году будет около 5–6%, а в 2017 году опустится

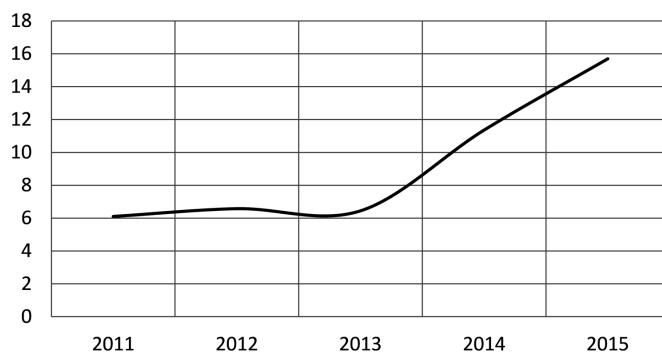


Рис. 2. Динамика роста инфляции на территории РФ в период 2011–2015 гг. Росстат

до 4%. Инфляция в России существенно зависит от валютного курса рубля, который за 2014–2015 гг. девальвировался. ОФЗ-ИН косвенным образом защищает инвесторов от риска девальвации рубля. Таким образом, ОФЗ-ИН хеджирует не только инфляционный, но и валютный риск.

ОФЗ-ИН обладает следующими преимуществами:

- хеджирует риски инвесторов от резких скачков инфляции, то есть страхует от инфляционного риска;
- имеет меньшую ценовую волатильность, по сравнению с ОФЗ с постоянным купоном;
- дает возможность диверсифицировать инвестиционные портфели;
- позволяет снизить валютные риски для инвесторов нерезидентов, в связи с высокой корреляцией, уровня инфляции и курса рубля.

Также, дополнительным приоритетом индексированных облигаций для эмитента является то, что ему не надо выплачивать дополнительные проценты за риск инфляции. Существуют также ограничения по снижению номинала облигации в период снижения цен. Таким образом, инвесторы не могут понести финансовые потери.

Исходя из вышесказанного, можно выявить преимущества индексированных облигаций для инвесторов и эмитентов (табл. 1).

Таблица 1

Преимущества индексированных облигаций для инвесторов и эмитентов

Инвесторы	Эмитенты
хеджирование финансовых потерь	повышение доверия инвесторов к денежной и монетарной политике государства
диверсификация вложений	расширение базы инвесторов
низкая волатильность	уменьшение заимствований

5. Анализ потенциальных инвесторов

При выпуске ОФЗ-ИН Минфин решал задачи привлечения на фондовый рынок новых инвесторов. Потенциальными инвесторами представлялись пенсионные фонды и управляющие компании, инос-

трантные инвесторы и российские банки.

Пенсионные фонды являются держателями длинных денег, которые должны быть инвестированы в доходные активы. Эффективность вложений предусматривает, что полученный доход превышает инфляцию и таким образом сберегаются пенсионные накопления. Для пенсионных фондов существенно, что ОФЗ-ИН является надежным и доходным инструментом, учитывающим инфляцию.

Индексируемые облигации представляют интерес для инвесторов-нерезидентов из-за высокой доходности и хеджирования валютного риска. Доходность ОФЗ-ИН выше доходности аналогичных финансовых инструментов стран, сопоставимых по уровню экономического развития с Россией. Индексируемые облигации позволяют диверсифицировать фондовый портфель.

Российские банки должны привлечь доходность и надежность индексируемых облигаций. Также имеет смысл приобретать ОФЗ-ИН в фондовый портфель для перепродажи на вторичном рынке, так как облигации торгуются по цене, превышающей цену размещения и являются достаточно ликвидным активом.

6. Анализ результатов размещения первого выпуска ОФЗ-ИН

21.07.15 Минфин завершил дебютное размещение ОФЗ-ИН с восьмилетним сроком обращения и купонным периодом полгода, общим объемом 75 миллиардов рублей с фиксированной ставкой купонного дохода 2,5% по цене 91% от номинальной стоимости.

Номинал одной облигации 1000 рублей и ежедневно индексируется по уровню инфляции. Торги осуществлялись на Московской бирже (83% выпуска) и на внебиржевом рынке 17% выпуска. На внебиржевом рынке инвесторы приобретали облигации через международные расчетные системы EuroClear и Clearstream. На Московской бирже выпуск был размещен среди пенсионных фондов и банков. В результате

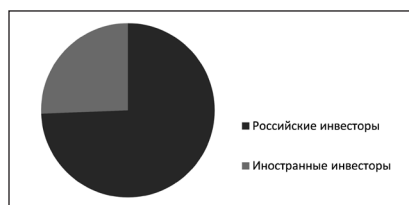


Рис. 3. Распределение выпуска ОФЗ-ИН между инвесторами

торгов облигации приобрели 25,6% иностранных инвесторов и 74,4% российских (рис. 3). При этом спрос на ОФЗ-ИН превысил предложение в 2,6 раза.

Размещение первого выпуска ОФЗ-ИН прошло успешно и позволило Минфину решить следующие задачи:

Привлечь иностранных инвесторов, в том числе из США, Великобритании, континентальной Европы и Азии;

Привлечь национальных инвесторов – управляющих пенсионными средствами. Выпуск ОФЗ-ИН разместили среди 31 пенсионного фонда;

Распределить выпуск среди российских банков, что привело к активной вторичной торговле ОФЗ-ИН с первого дня их обращения и способствовало обеспечению ликвидности нового выпуска.

В результате торгов индексируемые облигации распределились между пенсионными фондами и банками, доли которых составили 59% и 41% соответственно.

Общий спрос на момент закрытия книги заявок составил 198 миллиардов рублей от 71 инвестора.

7. Перспективы использования индексируемых облигаций

Первое размещение в России облигаций, полностью защищающих вложения от инфляции и позволяющее инвесторам зафиксировать долгосрочный положительный реальный доход прошло успешно. Важнейшим итогом размещения является возвращение России на международный рынок капитала, несмотря на сложную геополитическую ситуацию. Успешное размещение ОФЗ-ИН позволило создать новый ориентир на рынке и заложило основу для создания

полноценной кривой доходности по новому типу ОФЗ, которое станет удобным бенчмарком для корпоративных эмитентов. В последующем данный выпуск будет предлагаться на регулярных аукционах ОФЗ. Размещения выпусков ОФЗ-ИН будут определяться рыночной конъюнктурой и уровнем спроса, предъявляемым инвесторами. Выпуск ОФЗ-ИН будет способствовать выполнению программы государственных внутренних заимствований.

В настоящее время ОФЗ-ИН торгуются на Московской бирже на уровне 93,65% от номинала, что превышает цену размещения. Высокий интерес инвесторов к ОФЗ-ИН позволяет ожидать, что цены на них будут расти. Но реальные прогнозы можно будет делать только после формирования активного вторичного рынка ОФЗ-ИН.

8. Заключение

Таким образом, в условиях сложной геополитической обстановки, снижения мировых цен на нефть в стране возникла потребность в поисках дополнительных источников финансирования. Таким источником могут служить индексируемые облигации, которые выпускались в мировой практике в сложные периоды экономического развития стран. В России эти облигации могут быть особенно привлекательными в условиях нестабильного курса рубля и высокой инфляции. При этом, привлекательность индексируемых облигаций заключается не только в гарантированном получении реального дохода, что обусловлено индексацией номинала на инфляцию, но и высокой надежностью, обусловленной тем, что их эмитентом является государство. В самом деле, инвесторы рискуют только в случае дефолта, что маловероятно, хотя в публикациях отмечается низкий уровень правовой защиты в случае дефолта.

Использование ОФЗ-ИН позволяет:

- частично решить проблему замены для банковского и корпоративного секторов объема валютного фондирования рублевым;
- повысить уровень развития внутреннего рынка;

- привлечь иностранных инвесторов;
- стать дополнительным инструментом рынка, дающим возможность диверсифицировать фондовый портфель по критерию риск/доход.

Литература

1. «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций с индексируемым номиналом». Приказ Минфина России от 22.05.2015.
2. Ватрушкин.С.В. Оценка устойчивости существования временных эффектов на российском рынке цен-

ных бумаг// Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2015 №4.

3. Семернина.Ю.В. Современное состояние и перспективы развития российского рынка биржевых облигаций// Финансы и кредит, 2012, №5(485).

4. Семернина.Ю.В. Специфические особенности российского рынка облигаций// Финансы и кредит, 2012 №8 (488).

References

1. “About the statement of Conditions of issue and the circulation

of bonds with the indexed face value”. Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation of 22.05.2015.

2. Vatrushkin. S. V. Assessment of the stability of the existence of the temporary effects on the Russian securities market//Financial analytics: problems and decisions, 2015 No. 4.

3. Semernina. YU.V. Current state and prospects of development of the Russian market of exchange bonds// Finance and credit, 2012, No. 5(485).

4. Semernina. YU.V. Specific features of the Russian bond market// Finance and credit, 2012 No. 8 (488).