5.4. ВЫПУСК ИНДЕКСИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКАХ: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Володин С.Н., к.э.н., доцент,
департамент финансов;
Дубова Е.А., студент

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Предлагаемая статья посвящена одному из наиболее важных и интересных типов облигаций – индексируемых, купон и номинал которых корректируются с учетом динамики важнейших макроэкономических показателей с целью обезопасить инвесторов от возможных рисков. Получив широкое распространение, данный сегмент мирового финансового рынка успешно продолжает развиваться и дальше, несмотря на кризисные состояния и спады в экономике. В то же время в Российской Федерации он пока что находится в зачаточном состоянии. Авторами рассматривается международный опыт выпуска таких облигаций и причины их низкого распространения в РФ. Анализируется его специфика, достоинства и недостатки, а также перспективы развития на национальном рынке. Представленные выводы могут быть полезны различным участникам фондового рынка – от частных инвесторов до исследователей в области моделирования облигационных займов.

Особенности индексируемых облигаций

Ценные бумаги, купон и номинал которых корректируются на изменение темпов инфляции, валютного курса и ряда других показателей, получили широкое распространение на развитых финансовых рынках за последние десятилетия. Такие облигации, называемые индексируемыми, выпускаются с целью обезопасить инвестора от обесценения средств посредством пересчета купона и номинала. Чаще всего для этого используется корректировка на индекс потребительских цен – один из основных показателей инфляции. Так, например, в 1970-х гг. на фондовом рынке Великобритании появились индексируемые облигации: этот исторический этап характеризовался неустойчивыми темпами развития экономики и достаточно высокой инфляцией. Чтобы уберечь средства потенциальных инвесторов от обесценения и для привлечения финансирования в таких неблагоприятных условиях правительство выпустило индексируемые облигации, купон и номинал которых корректировались в зависимости от темпов инфляции.

Почему же во многих странах обращается такое пристальное внимание на данный финансовый инструмент? Здесь есть и социальная составляющая – защита инвесторов, и непосредственная выгода эмитентам. Инвесторам, безусловно, выгодна перспектива защиты своих вложений от непредсказуемых изменений инфляции, что и обеспечивает индексация. Реальная доходность вложений по индексируемым облигациям фиксируется в том случае, если они держатся до погашения. А значит, индексируемые облигации являются хорошей альтернативой для тех рыночных агентов, которым особенно выгодна защита от инфляции – страховым и пенсионным фондам. Эмитентов же привлекает перспектива снижения стоимости заимствований, так как доходность рассматриваемого финансового инструмента ниже доходности неиндексируемых облигаций ввиду исключения премии за инфляционный риск.

Важной задачей, которую может решить эмиссия индексируемых облигаций, является расширение базы инвесторов, для которых данный продукт является более интересным по сравнению с классическими облигациями. Обязательства эмитентов, а также внушительный процент доходов государственного бюджета, сильно зависят от динамики инфляции. Защита от нее, которую гарантируют инфляционно-индексируемые облигации, позволяет и государству, и компаниям привести в соответствие структуру активов и пассивов. Также можно отметить, что максимальная инфляция и, как следствие, максимальная стоимость обслуживания выгодно совпадают с благоприятным состоянием государственных финансов, максимальными доходами госбюджета и наоборот.

Глобальный рынок индексируемых облигаций

Впервые этот финансовый инструмент был применен в 1780 г. в штате Массачусетс, США [13, с. 12]. Платежи по индексируемым облигациям выступали в роли жалованья солдатам, а индексация являлась защитой от обесценения в условиях инфляции. Облигации военного времени тогда оправдали все возложенные на них надежды. Несмотря на успех выпуска, широкого распространения этот тип ценных бумаг в те годы не получил. Только в середине XX в. индексируемые облигации стали эмитироваться на регулярной основе. Стоит обратить внимание на то, что в те времена их выпускали в основном правительства развивающихся стран для привлечения финансирования в периоды высокой инфляции. Толчком к эмиссии подобных финансовых инструментов служили гиперинфляционные процессы, такие как в Чили в 1966 г., в Бразилии в 1964 г., в Аргентине в 1972 г.

Однако подобная практика применения сопровождала лишь первые десятилетия активного распространения индексируемых облигаций. Сегодня лидерами по объему эмиссии инфляционно индексируемых облигаций уже являются страны со сравнительно низким уровнем инфляции. Общий объем эмиссии индексируемых облигаций в развитых странах на начало 2016 г. составил 2 604 658 млн. долл. США по сравнению с 646 295 млн. долл. в развивающихся странах (рис. 1) [15].

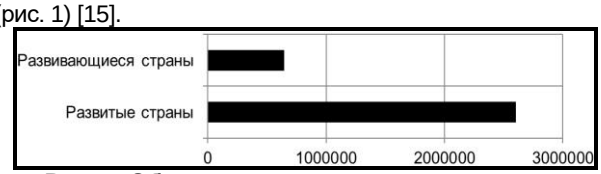

Рис. 1. Объемы выпуска индексируемых облигаций [15]

Анализируя объемы выпуска индексируемых облигаций в развитых странах, можно увидеть, что бесспорным лидером среди эмитентов являются США, стабильно выпускающие Treasury Inflation-Protected Securities (***TIPS***), являющиеся главными

представителями данного вида активов и самым популярным инструментом в своем классе. Помимо США, этот финансовый инструмент широко используется в Великобритании (с 1970-х гг.), Канаде (с 1991 г.), Швеции (с 1994 г.), Австралии (с 1985 г.), Израиле (с 1955 г.) и других странах.

Помимо США, индексируемые облигации успешно прижились на британском рынке: уже к 2008 г. их доля на рынке государственного долга составила 30% [13, с. 13] и сегодня (на начало 2016 г.) она остается достаточно высокой – 27% [15]. В Европе рынок инфляционно-индексируемых облигаций сформировался в 2001 г., инфляция в еврозоне стимулировала выпуск в Германии с 2006 г., в Италии – с 2003 г., Франции – с 1998 г. До недавнего времени бесспорным лидером среди эмитентов индексируемых облигаций в еврозоне оставалась Франция, положившая начало европейскому рынку индексируемого долга. Сегодня лидером является Италия, а за ней с небольшим отрывом уже следует Франция [15].

Не остались в стороне и страны с развивающимися экономиками: в первую очередь Бразилия, Турция и Мексика. Факт недостаточной популярности индексируемых облигаций в странах с неразвитым и, как следствие, небольшим рынком государственного долга можно объяснить тем, что обозначение нового самостоятельного сегмента рынка снижает ликвидность инструментов в других из-за образующейся конкуренции. Снижение ликвидности увеличивает премию за нее, повышая стоимость заимствований для эмитентов, что оказывает сдерживающее воздействие.

Как показывает практика, среди развитых государств основной объем эмиссии индексируемых облигаций приходится на страны со сравнительно низким уровнем инфляции. В то же время многие государства начали выпускать облигации в период высокой инфляции, хотя этот финансовый инструмент успешно выпускается там и по сей день. Фактическая инфляция в развитых странах практически не оказывает влияния на объемы эмиссии: их выпускает как Гонконг с инфляцией 2,9%, так и такие страны, как Израиль и Греция с дефляцией. Таким образом, можно сделать вывод, что основной объем инфляционно индексируемых облигаций приходится на рынок развитых стран с низким уровнем инфляции. С развивающимися странами ситуация противоположная: наибольший объем выпуска показывают страны с высоким показателем инфляции, как и в середине XX столетия, когда такие страны прибегли к выпуску данных ценных бумаг для снижения рисков гиперинфляционных процессов. Индексируемые облигации в развивающихся странах являются скорее способом защитить инвесторов от серьезных последствий кризисов, связанных с крайне высокой инфляцией, чем традиционным видом накоплений, то есть скорее исключение, чем правило.

Можно отметить и еще одну особенность выпуска индексируемых облигаций: наибольшее распространение они получают в странах с более развитым финансовым рынком и экономикой в целом. Один из показателей этого – уровень финансовой грамотности населения – хорошо отражает данную ситуацию (рис. 2, 3). Данный показатель оказывает непосредственное влияние на спрос, поэтому можно отметить, что индексируемые облигации выпускаются в странах с немалой долей грамотного населения.

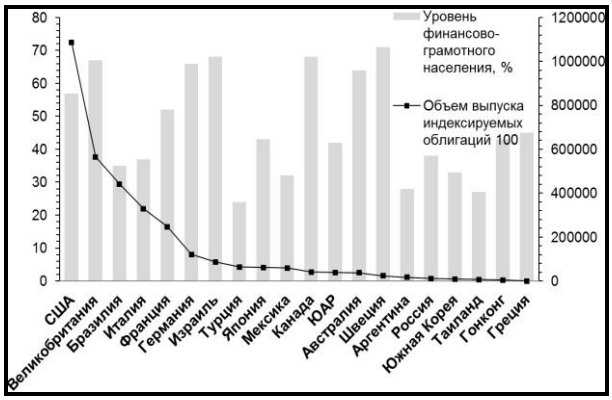

Рис. 2. Доля финансово грамотного населения в странах – эмитентах индексируемых облигаций, %[1]

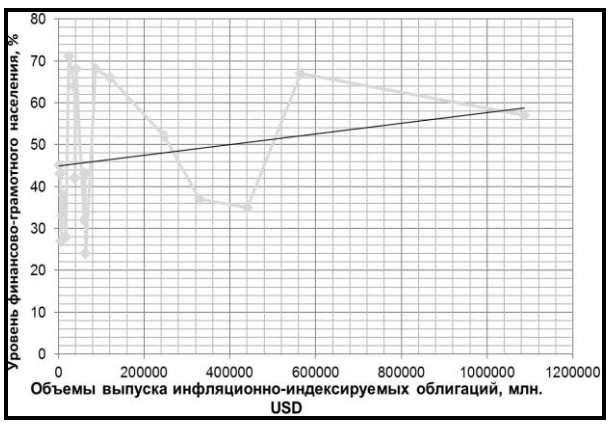

Рис. 3. Точечный график в координатах процента финансово грамотного населения в странах – эмитентах индексируемых облигаций, % и объема выпуска по странам [15]

Рынок инфляционно-индексируемых облигаций в США

Американский рынок государственных облигаций сегодня является самым крупным и развитым в мире. На начало 2016 г. он составил 13 339 431 млн. долл., из которых 8,145% приходится на рынок индексируемых облигаций [15]. Номинал ценных бумаг Treasury Inflation-Protected Securities (***TIPS***), которые выпускаются на 5, 10 или 30 лет, корректируется на инфляцию с помощью индекса потребительских цен (Consumer Price Index for Urban Consumers, ***CPI-U***), определяющим среднее изменение цен на набор товаров и услуг в городах и населенных пунктах численностью более 2 500 жителей [8]. Купонные платежи состоят из двух частей: переменная, индексируемая на инфляцию с временным лагом в три месяца, и постоянная, выплачиваемая каждые полгода.

Министерство финансов США (U.S. Treasury) выпускает Treasury Inflation-Protected Securities с 1997 г. Су-

[1] Источник: [15], линией обозначен объем выпуска по странам.

ществуют также iBonds (или I Savings Bonds): эта программа стартовала 1 сентября 1998 г. [8], ее целью также стала защита держателей облигаций от воздействия инфляции. I-Bonds, в отличие от ***TIPS,*** являются нерыночными ценными бумагами. Купонные платежи тоже разделяются на индексируемую и фиксированную составляющие. Индексируются они в соответствии с изменениями в индексе потребительских цен каждые 6 месяцев с момента выпуска. Например, для облигаций, выпущенных 1 ноября 2015 г., на 30 апреля 2016 г. при фиксированной ставке (fixed rate) 0,10% и с полугодовыми темпами инфляции (semiannual inflation rate), равными 0,76%, ставка купона считалась следующим образом [8]:

$$\textbf{Composite rate} = \left[\begin{array}{l} \textbf{fixed rate} + \\ +(2 * \textbf{semiannual inflation rate}) + \\ +\left(\begin{array}{l}\textbf{fixed rate} * \\ *\textbf{semiannual inflation rate}\end{array}\right)\end{array}\right];$$

$$\textbf{Composite rate} = \left[\begin{array}{l} 0{,}0010 + (2 * 0{,}0076) + \\ +(0{,}0010 * 0{,}0076)\end{array}\right] = 1{,}64\%.$$

Больше половины жителей США – финансово грамотные потенциальные инвесторы. Это не самый высокий показатель в мире, однако рынок ценных бумаг в стране развит достаточно, чтоб успешно внедрять новые финансовые инструменты. Финансовые ресурсы весьма эффективно перераспределяются через рынок ценных бумаг, и основная масса инвесторов хорошо осведомлена о возможностях вложения в облигации, весьма доверяя такому способу сбережений.

Канадская модель. Выпуск индексируемых облигаций в Великобритании

У наибольшей части государств – эмитентов индексируемых облигаций в фундаменте выпуска заложена канадская модель [13, с. 13], названная так из-за первого ее применения в Канаде в 1990 г. Суть модели в индексации номинала и купона на некоторый ценовой индекс – показатель инфляции с определенным временным лагом, как правило, в 2-3 месяца, что и отличает данную модель, популярную в развитых странах, от бразильской.

Великобритания являет собой удачный пример перехода к канадской модели после многих лет использования другой. Объем выпуска индексируемых облигаций в 2016 г. в Великобритании составил 565 195 млн. долл. [14]. Это существенное отставание от США, однако при локальном государственном долге в 2 082 196 млн. долл. доля составляет 27% государственного портфеля по сравнению с американскими 8% [15]. История рынка государственных ценных бумаг Великобритании началась еще в XVII в. С тех пор многое кардинально изменилось, причем именно в те годы, когда новый тип финансовых инструментов – индексируемые облигации, только начали появляться в Великобритании. В начале 1990-х гг. было проведено несколько реформ, которые были призваны обеспечить большую прозрачность, открытость и предсказуемость выпуска, повысить доверие эмитента.

Сегодня ценные бумаги Великобритании признаны и пользуются доверием на международных финансовых рынках, в том числе в связи с высоким кредитным рейтингом страны. 1 апреля 1998 г. был создан Департамент управления долгом, входящий в состав Министерства финансов (The UK Debt Management Office (***DMO***)), на который и была возложена задача выпуска облигаций, проведения государственной политики управления рисками и минимизации затрат в долгосрочном периоде с учетом риска. До этого времени обязанности эмиссии ценных бумаг лежали на Банке Англии.

Фактически Великобритания стала одной из первых стран с развитой экономикой, решившихся на выпуск индексируемых финансовых инструментов, первый рыночный выпуск которых произошел в 1981 г. [9]. Полугодовые купоны и номинал данного финансового инструмента в Великобритании индексируются в соответствии с уровнем инфляции, показателем которой служит индекс розничных цен – Retail Prices Index (***RPI***). Как и на американском рынке, купон облигаций состоит из фиксированной части, зависящей от срока погашения, и индексируемой, учитывающей изменения ***RPI*** и, соответственно, темпы роста инфляции. До 2005 г. индексация проводилась с лагом в 8 месяцев (у Treasury Stock), в июле 2005 г. были выпущены индексируемые облигации с принятым лагом в 3 месяца (Treasure Gilt) [9], по аналогии с показательным выпуском в Канаде в 1991 г., который и лежит в основе канадской модели. Это изменение было призвано поставить эмиссию индексируемых облигаций Великобритании на одну ступень с лучшими международными методологиями.

К тому моменту канадская модель, помимо, очевидно, самой Канады, была популярна в таких странах, как Франция, Греция, Италия, Япония, Южная Африка, Швеция и США. Существующие на тот момент индексируемые облигации, как уже было отмечено ранее, отличались 8-месячным лагом: 2 месяца на публикацию ***RPI*** и 6 месяцев для подсчетов последующих выгод уже в начале купонного периода. Таким образом, полугодовые выплаты по индексируемым облигациям в Великобритании рассчитываются по следующей формуле [9]:

$$\textbf{Interest Payment}_n = \frac{\textbf{Annual Coupon Rate}(\%)}{2} * \\ *\textbf{Index Ratio}_n,$$

где $\textbf{Index Ratio}_n$ – показатель роста инфляции для ***n***-й купонной выплаты.

В случае 8-месячного лага этот показатель менялся только раз в месяц, так как подобный метод игнорировал то, в какой день месяца облигации выпущены, и день процентных выплат. Поэтому для подсчета накопленного процента использовались только два измерения показателя в год. В соответствии с канадской моделью индекс меняется ежедневно, так как точная величина лага зависит от дня выпуска и дня процентных выплат. Позже, в целях решения проблемы регулирования пенсионных схем, было принято

решение о переходе на ***CPI***, как и в большинстве других развитых стран. Таким образом, можно отметить тенденцию к глобализации моделей выпуска индексируемых облигаций и к стремлению отстающих стран достичь показателей лидеров путем подстройки механизма под эталонные модели. Однако почти 70% граждан страны могут по праву считать себя финансово грамотными. Это выдающийся показатель, который, безусловно, в корне влияет на уровень развития рынка ценных бумаг, а не только проверенная и успешная модель эмиссии.

Бразильская модель как фундамент выпуска индексируемых облигаций в странах Латинской Америки

Бразилия – это страна с высокими и крайне волатильными темпами инфляции. На рис. 4 графически отражена инфляция в стране за период с 1999 г. до настоящего момента. Видно, насколько сильно фактическая инфляция отклоняется от прогнозируемой. Канадская модель в подобных условиях совершенно неприменима, ввиду того что большой лаг между появлением инфляционных данных и их непосредственным использованием для индексации означал бы высокую неопределенность для участников рынка.

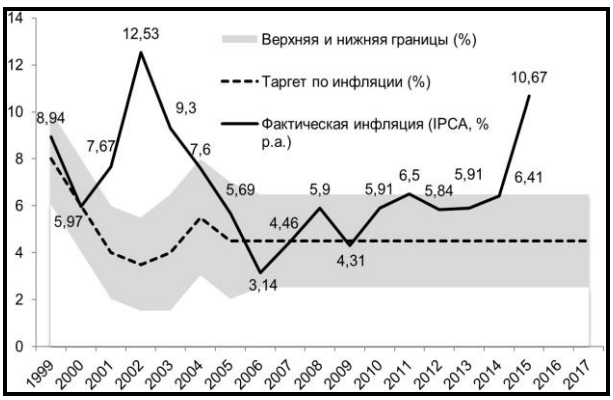

Рис. 3. Annual Inflation – Target and Performed [16]

Именно поэтому страны Латинской Америки придерживаются иной модели, для которой характерен более короткий временной лаг. Суть этой модели заключается в следующем: в начале каждого месяца, когда для индексации уже необходимы данные, но они еще не опубликованы, в качестве показателя инфляции используется консенсусная экспертная оценка. Когда данные появляются, в ситуации, когда они отличаются от рассчитанных ранее, значение инфляционного индекса и, соответственно, номинал пересчитываются.

На рис. 5 изображено распределение владельцев облигаций в Бразилии, можно отметить, что пенсионные фонды – потенциальные владельцы инфляционно-индексируемых облигаций, занимают внушительную долю. Это показывает, что данный финансовый инструмент востребован на рассматриваемом финансовом рынке.

На рис. 6 отражено процентное соотношение держателей различных типов облигаций, которое подтверждает факт популярности инфляционно-индексируемых облигаций у всех национальных инвесторов, ввиду сложной ситуации с прогнозированием инфляции и высокой ее волатильностью.

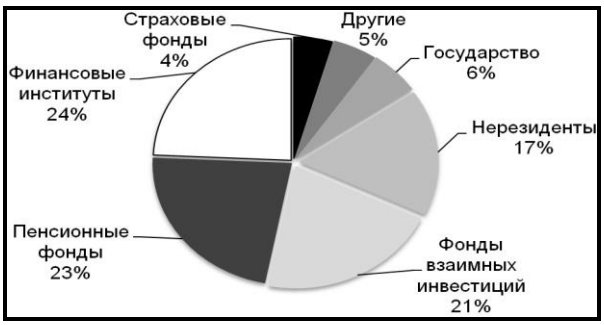

Рис. 5. Владельцы облигаций в Бразилии (Domestic Federal Public Debt (DFPD) – Holders) [6]

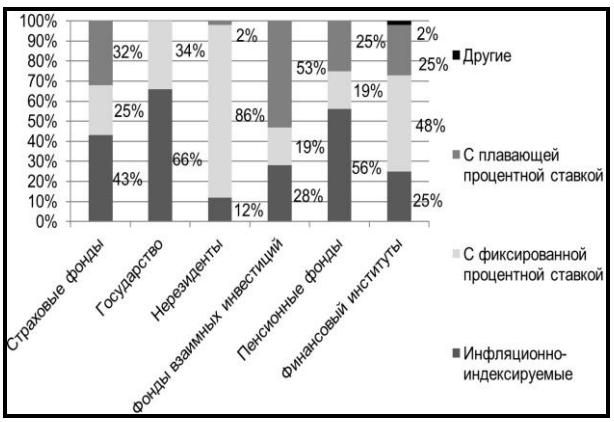

Рис. 6. Владельцы облигаций в Бразилии (Domestic Federal Public Debt (DFPD) – Holders By Security Type(Mar-16)) [6]

Выпуск индексируемых облигаций в Российской Федерации: зарождение рынка

По мере того как использование индексируемых облигаций резко расширялось и в развитых, и в развивающихся странах, в РФ такой тип облигаций до недавнего времени практически не выпускался. Единственным небольшим исключением являлся эпизод с облигациями государственного сберегательного займа РФ (ОГСЗ) 30-32-й серий в 2000 г.

Условия выпуска ОГСЗ 30-й серии были утверждены приказом Министерства финансов РФ от 20 июня 2000 г.: они были размещены сроком на один год номинальной стоимостью 500 руб. и являлись документарными облигациями на предъявителя. Объем выпуска составил 1 млрд. руб. (2 млн. шт.) [1]. Облигации имели два купона с периодом выплаты в шесть месяцев. На начало 2001 г. процентный доход по облигациям составил 11% для 30-й серии, 9,2% для 31-й серии и 10,8% для 32-й серии за полугодовой купонный период [7]. Продажа облигаций осуществлялась уполномоченными профессиональными участниками рынка ценных бумаг, купившими облигации у министерства; депозитарное об-

служивание биржевых операций осуществлял Национальный депозитарный центр.

Рынку государственных ценных бумаг в конце 1990-х – начале 2000-х гг. была свойственна осторожность инвесторов, в связи с чем Министерство финансов РФ придерживалось гибкой политики управления внутренним долгом, направленной на привитие инвесторам доверия к государству как к заемщику, чувства уверенности в сохранности вложений. Подобной практике суждено было стать лишь временной мерой кризисного периода. Отечественный рынок облигаций того времени был плохо развит, что не позволило новому классу активов прижиться на финансовом рынке. Поэтому только в кризисное время в период высокой инфляции государством была сделана попытка привлечения средств посредством индексируемых облигаций. После списания в 2005 г. государственного долга в размере 107 000,0 руб. по ОГСЗ 30-й и 31-й серии, ввиду истечения срока исковой давности, этот класс финансовых активов перестал выпускаться [2]. Следует отметить, что не только плохое развитие самого рынка явилось причиной того, что индексируемые облигации не получили должного развития в то время. Само население тогда еще не было готово к восприятию более сложных финансовых продуктов, поскольку даже классические акции и облигации практически не были распространены среди частных лиц.

По данным Международного рейтингового агентства Standard & Poor's, Всемирного банка, Gallup и Global Financial Literacy Excellence Center (***GFLEC***), даже 2015 г. РФ занимала 24-е место, наравне с такими странами, как Белоруссия, Того, Объединенные Арабские Эмираты, Кения, Камерун, Мадагаскар и Сербия, уступая даже Зимбабве, Туркменистану, Сенегалу и Замбии. Уровень финансовой грамотности в нашей стране составил 38% грамотного населения [5], при том что средний результат по Европе был 52%. Такая низкая финансовая грамотность в РФ оказывает непосредственное и сильное влияние на использование гражданами всевозможных финансовых инструментов, в том числе индексируемых облигаций. Как результат, выпуск ОГСЗ, рассчитанный на привлечение средств населения, оказался неудачным. Таким образом, одно только увеличение предложения данных ценных бумаг не способно решить проблему в корне.

Это подтверждают и данные, представленные на рис. 7, где обобщается состав денежных накоплений населения в последние годы. Видно, что даже на сегодняшний день доля вложений в ценные бумаги, хоть и немного возросла за последние годы, но еще не превышает остатки наличных денег. Самым популярным способом сбережения средств остаются банковские вклады, которые являются наиболее консервативным инструментом. А инвестиции в ценные бумаги остаются крайне нераспространенным способом сбережений.

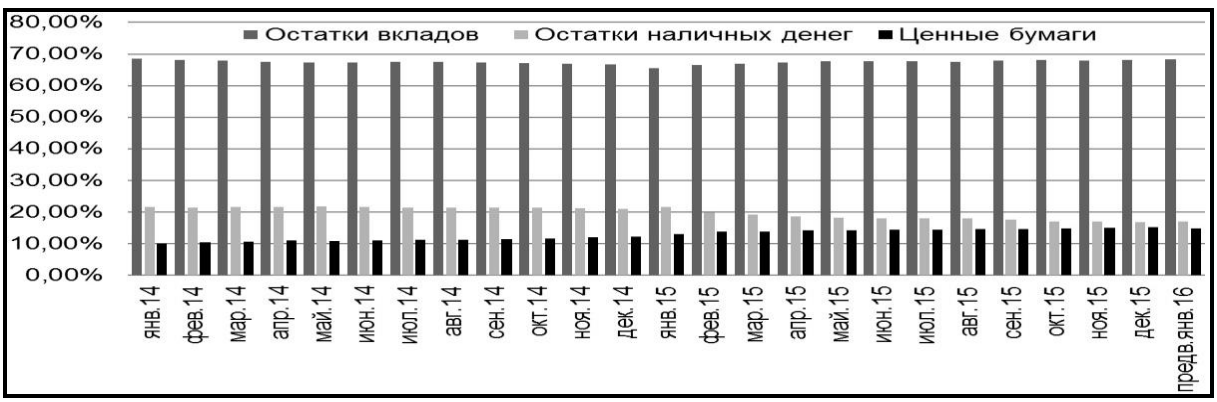

Рис. 4. Состав денежных накоплений населения РФ в период с января 2014 по январь 2016 г. [11]

Во время же выпуска ОГСЗ ситуация была еще хуже, так что можно утверждать, что тогда еще само население не было готово к инвестированию в такого рода финансовые инструменты.

Между тем экономическая ситуация в нашей стране, наблюдавшаяся в последние два десятилетия, вынуждает признать, что классические финансовые инструменты не способны защитить инвесторов от инфляции. Инфляция – это серьезная угроза для инвестора: уровень купонного дохода обычных облигаций в большинстве случаев фиксируется на момент приобретения бумаги, а покупательная способность этого периодического дохода спустя некоторое время может существенно снизиться. Индекс потребительских цен на товары и услуги по РФ в январе 2014 г. составлял 408,3% к среднегодовым ценам 2000 г., в конце года уже 452% [4]. В январе 2016 г. индекс цен составил 515,2% с приростом цен к соответствующему месяцу прошлого года в 9,8% [4]. Так, отложенные в 2002 г. 10 000 руб. к январю 2016 г. потеряли примерно 80,59% в покупательной способности, а отложенные в январе 2014 г. – примерно 20,76%.

Таким образом, можно отметить наличие реальной необходимости выпуска инфляционно-индексируемых облигаций в РФ, чтобы обеспечить инвесторов надежным и ликвидным финансовым инструментом, который предоставлял бы защиту от инфляции и стимулировал инвестировать в ценные бумаги.

Возрождение рынка: особенности выпуска российских инфляционно-индексируемых облигаций в 2015 г.

Ввиду назревшей необходимости и развития фондового рынка за последнее десятилетие, правительством РФ вновь было принято решение возвратиться к выпуску инфляционно-индексируемых облигаций. 22

мая 2015 г. Министерство финансов РФ утвердило приказ «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с индексируемым номиналом» №80-н. Так началась вторая глава развития рынка этого финансового инструмента в стране.

В фундамент ценной бумаги была положена канадская модель по аналогии с US Treasury Inflation-Protected Securities. Номинал облигаций федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию (ОФЗ-ИН) ежедневно индексируется на величину инфляции с трехмесячным лагом. Существует минимальный порог номинала на момент погашения, т.е. номинальная стоимость есть максимум из номинала на дату выпуска и на дату погашения. Подразумевается защита от дефляции: сумма, выплаченная по истечении срока обращения, может быть только не ниже 100% номинала. Для индексации номинальной стоимости используется индекс потребительских цен РФ.

Можно выделить некоторые выгоды и преимущества приобретения ОФЗ-ИН для инвесторов:

- снижение валютных рисков инвесторов-нерезидентов, которые вызваны высокой корреляцией курса рубля и инфляции;
- сравнительно низкая волатильность инструмента;
- гарантированная страховка от многих инфляционных рисков, от ошибок экономической политики, корреляции цен на нефть, геополитики, неурожая и т.д.;
- потенциальная возможность фиксированного долгосрочного реального дохода.

ОФЗ-ИН является выгодным инструментом и для пенсионных фондов, ведь он гарантирует более высокую доходность по сравнению с подразумеваемым бенчмарком. Государство тоже во многом выигрывает от внедрения данного финансового инструмента: развивается внутренний рынок капитала, повышается уровень доверия к монетарной политике, в том числе политике таргетирования инфляции, становится возможной полная оценка инфляционных ожиданий участников рынка. При всех своих отличительных характеристиках ОФЗ-ИН не теряют свойств номинальных ОФЗ-ПД, а именно: листинг на Московской бирже, расчеты через Clearstream и Euroclear, рейтингование международными рейтинговыми агентствами, занесение в ломбардный список и использование в операциях РЕПО с Центральным банком РФ, перспектива включения в глобальные облигационные индексы Barclays.

Предложение обернулось значительным интересом со стороны инвесторов. Объем поданных заявок превысил фактический объем размещения в 2,6 раза, что привело к сужению ценового диапазона с 87-92% до 90-91%, а закрытие книги заявок произошло с финальной ценой 91% номинала, что выше уровня, который прогнозировался многими экспертами. Итоговый спрос на момент закрытия – 198 млрд. руб. со стороны 71 инвестора [12]. Многие факторы тогда указывали на неизбежный рост цен на инфляционно-индексируемые облигации. Во-первых, к бумагам на этот раз был проявлен существенный интерес, как к новому финансовому инструменту. Во-вторых, реальная доходность, сложившаяся при размещении, была сравнительно выше соответствующих значений по инфляционно-индексируемым облигациям стран, сопоставимых по уровню развития с РФ, таких как Мексика или Турция. По причинам ожидаемого будущего роста цен выпуск был размещен на уровне 50% от предельного объема.

На стадии планирования дебютного выпуска было намечено охватить определенный круг инвесторов. Особый акцент был сделан на привлечение институциональных, в первую очередь пенсионных фондов. Были отмечены перспективы привлечения иностранных инвесторов, которых должно было заинтересовать включение инструмента в benchmark-индексы. Министерство финансов РФ выделило, таким образом, несколько ключевых задач.

Во-первых, стояла цель удовлетворить объем спроса нерезидентов. Крупные иностранные инвесторы, несмотря на сложившуюся геополитическую обстановку, показали существенный спрос на данные облигации. Задача была выполнена, и в итоговой книге заявок 26% составляла доля нерезидентов [12]. В Министерстве финансов РФ назвали фактический возврат страны на международный рынок капитала ключевым итогом размещения.

Во-вторых, планировалось привлечь на рынок ОФЗ новую категорию инвесторов – управляющих пенсионными средствами: ранее их участие на рынке было минимальным. ОФЗ-ИН стали инструментом, отвечающим основным требованиям этой группы национальных инвесторов: максимизации реальной доходности вложений в активы. Эта идея была в полной мере реализована: в размещении участвовали 31 пенсионный фонд и управляющая компания [12].

В-третьих, следовало обеспечить ликвидность выпуска: размещение только среди пенсионных фондов и управляющих компаний ограничивало бы вторичную торговлю, в связи с чем значительная часть выпуска была распределена среди российских банков. Способствовать поддержанию ликвидности также будет тот неудовлетворенный спрос, который остался после размещения. Факт ожидаемого включения облигаций в состав глобальных облигационных индексов позволил заинтересовать инвесторов континентальной Европы и Азии, Великобритании и США. Таким образом, итоговая картина выглядит следующим образом [12].

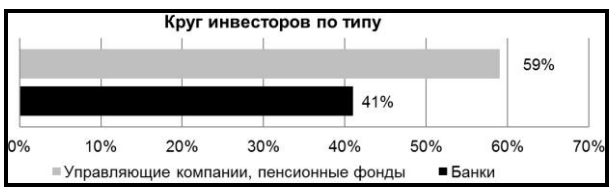

Рис. 8. Круг инвесторов по типу [7]

Рис. 9. Круг инвесторов по географии [7]

Экономические условия, соответствовавшие выпуску инфляционно-индексируемых облигаций в РФ

Суть инфляционно-индексируемых облигаций - обезопасить инвесторов от обесценения вследствие непредвиденных скачков инфляции. Выпуск таких облигаций в РФ, согласно выводам предыдущих глав, скорее исключение, нежели правило. Проанализируем, какая экономическая ситуация подталкивает нарушить привычный ход дел и внедрить на отечественный рынок новый финансовый актив.

Уровень инфляции в РФ сильно зависим от валютного курса. Коэффициент корреляции между значениями индекса цен за месяц и курса доллара в период с 2012 г. по настоящее время составляет более 90% [10]. Проанализируем ситуацию с валютным курсом в 1998 г.: именно после этого кризиса было принято решение о выпуске инфляционно-индексируемых облигаций, чтобы свести к минимуму последствия инфляционного шока. На рис. 10 представлена динамика курса доллара на временном отрезке с 1998 по 2016 гг. Виден резкий скачок в 1998 г., временный спад позднее и, наконец, уверенный рост курса валюты. Аналогичная ситуация в конце графика. Отчетливо видны два периода высокой волатильности курса и, как следствие, высоких темпов инфляции.

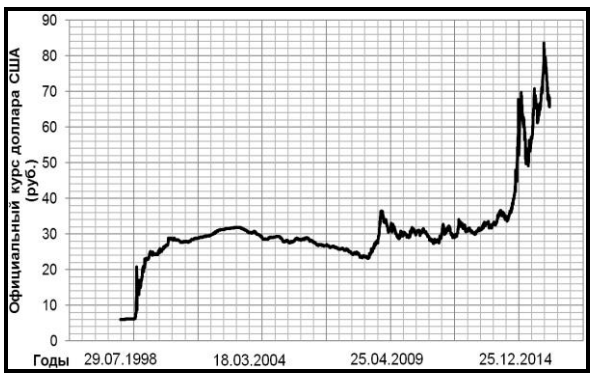

Рис. 10. Динамика официального курса доллара США с 1 января 1998 г. по 20 апреля [3]

Таким образом, экономические условия во время выпуска инфляционно-индексируемых облигаций в 2015 г. практически аналогичны условиям 2000 г. Рост дефицита государственного бюджета в условиях прогрессирующей инфляции обуславливал необходимость привлечения финансовых ресурсов на внутреннем рынке. Чтобы обезопасить потенциальных инвесторов от негативного воздействия инфляции, необходимо было предоставить населению финансовый инструмент, купон и номинал которого пересчитывался бы с учетом изменения темпов роста цен. Крупнейшее размещение ОФЗ-ИН на российском рынке оказалось преимущественно беспрецедентным. Это были фактически первые облигации, полностью защищающие вложения от инфляции, первое размещение с использованием сформированной книги заявок и открытием ее на 36 ч с целью максимального охвата потенциальных инвесторов всех часовых поясов. По сравнению с традиционными облигациями федерального займа (ОФЗ), новый финансовый инструмент позволяет эффективно застраховать инфляционные риски, обладает сравнительно низкой ценовой волатильностью (в отличие от ОФЗ-ПК), способен снизить валютные риски нерезидентов (с учетом высокой корреляции курса рубля и уровня инфляции), а также качественно диверсифицировать инвестиционные портфели. Успешное размещение облигаций позволило ОФЗ-ИН стать новым удобным бенчмарком для эмитентов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Итак, как показал проведенный анализ, бесспорным лидером на рынке ценных бумаг в общем, и индексируемых облигаций в частности, являются США. За ними уверенно развивает рынок ценных бумаг и Великобритания, где предлагается широкий спектр финансовых инструментов, что позволяет комбинировать их, диверсифицируя инвестиционные портфели.

Может ли наша страна пойти по пути количественных изменений, просто внедряя новые финансовые инструменты, аналогичные американским? Финансовый рынок в Российской Федерации очевидно менее развит, чем во многих других странах, как уже было отмечено ранее. Распределение финансовых ресурсов через банковский сектор, отчетливое доминирование кредитных организаций вне зависимости от складывающихся экономических условий – не та стратегия на пути к высокому экономическому развитию, которую можно считать эффективной.

В начале 2000-х гг. в мировой финансовой системе стремительными темпами начали нарастать глобализационные процессы. Интернационализация рынков ценных бумаг и развитие мирового рынка финансов в целом осложнилось обострением глобальных кризисных явлений в 2008 г. Именно этот этап стал точкой отсчета в зарождении новой стратегии развития отечественного финансового рынка. Тогда указанное направление наконец стало приоритетным. Основными направлениями стратегии из года в год назывались расширение спектра финансовых инструментов, повышение уровня информированности россиян о перспективах инвестирования в ценные бумаги, ведь участие граждан на финансовом рынке – своего рода индикатор его зрелости и финансового развития страны в целом. Однако что тогда, что сейчас, но уже в меньшей степени, в корне недостаточной вовлеченности не специалистов, а обычных граждан, лежит отсутствие двух ключевых аспектов: информированности и доверия.

Конечно, сейчас уже не те времена, когда большая часть населения не знает другой альтернативы, кроме использования краткосрочных банковских депозитов и вложений в иностранную валюту, а те, что знают, опасаются участившихся тогда случаев создания финансовых пирамид и других подобных негативных явлений. Это одна из ключевых трудностей популяризации рынка ценных бумаг среди населения: негативный опыт, помноженный на незнание, приводит зачастую даже к нежеланию разбираться в тонкостях работы данного механизма. Да и незнание – вещь относительная: одни не разбираются в многочисленных возможностях вложений средств и просто идут по примеру большинства, а другие и хотели бы разобраться, но, например, в 2006-2008 гг., вместо прозрачного финансового рынка сталкивались с усложненными процедурами правового регулирования и налогообложения.

Отечественные эмитенты тоже сталкивались со сложными процедурами регистрации выпусков и иными административными барьерами. Поэтому попытка в 2000 г. пойти по пути зарубежного опыта и выпустить принципиально новый класс индексируемых активов не увенчалась

успехом: отечественный рынок оказался не готов к расширению спектра предоставляемых финансовых инструментов без снятия многих административных барьеров и тщательной работы над финансовой грамотностью граждан, чем в начале 2000-х и занялся Центральный банк РФ.

И хотя спустя десять лет РФ все еще не удалось приблизиться к уровню ведущих финансовых рынков, многие проблемы все же были решены. После 2012 г. рынок начал показывать тенденцию к динамическому развитию. Медленно, но из года в год все же повышается финансовая грамотность населения страны, благодаря программам Министерства финансов РФ и Всемирного банка. В последние годы этот вопрос вышел на уровень приоритетных задач, и были разработаны программы, нацеленные в среднесрочной перспективе вывести страну на значительно более высокую долю финансово-грамотного населения. Однако, как было уже сказано, уровень финансово-грамотного населения пока еще остается критически низким.

Помимо этого, к развитию рынка можно причислить еще и то, что были упрощены процедуры налогообложения и правового регулирования, рынок ценных бумаг стал заметно прозрачнее и вышел на новый уровень раскрытия информации. Сегодня развитие фондового рынка снова является одним из приоритетных направлений политики Центрального банка РФ. После того как было сделано многое для заложения более крепкого фундамента отечественного рынка ценных бумаг, можно было приступать и к количественным преобразованиям. В 2015 г. была выявлена необходимость мер, направленных на поддержку развития пенсионного сегмента, что возможно при развитом рынке облигаций. При этом эмиссия индексируемых облигаций не только решила проблему привлечения на рынок ОФЗ пенсионных фондов, но и позволила отечественному рынку облигаций подняться на принципиально новый уровень и еще на один шаг приблизиться к лидерам.

Как видим, на этот раз рынок оказался готов к подобным инновациям и выпуск индексируемых облигаций оказался крайне успешным. Однако для дальнейшего его развития следует модернизировать качественные характеристики рынка, стремясь к показателям стран-лидеров, а также формировать сберегательное поведение россиян, что в долгосрочной перспективе должно привести к достижению индексируемыми облигациями тех же показателей спроса и предложения, как на развитых финансовых рынках. В таком случае можно ожидать успешного развития отечественного рынка индексируемых облигаций в ближайшие годы.

Литература

1. О выпуске облигаций государственного сберегательного займа РФ тридцатой серии [Электронный ресурс] : приказ М-ва финансов РФ от 20 июня 2000 г. №56н. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. О списании государственного внутреннего долга РФ по облигациям государственных сберегательных займов РФ [Электронный ресурс] : приказ М-ва финансов РФ от 13 мая 2005 г. №64н. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Динамика официального курса заданной валюты [Электронный ресурс] / Центральный банк РФ. Режим доступа: http://cbr.ru.
4. Индексы потребительских цен на товары и услуги по РФ [Электронный ресурс] / Федер. служба госуд. статистики. Режим доступа: http://www.gks.ru.
5. Клаппер Л. и др. Финансовая грамотность по всему свету: описание глобального исследования финансовой грамотности [Электронный ресурс] / Леора Клаппер, Анна-Мария Лусарди, Питер ван Аудхайзден. Режим доступа: http://www.finlit.mhfi.com.
6. Министерство финансов Бразилии [Electronic resource]. URL: http://www.tesouro.fazenda.gov.br
7. Министерство финансов РФ [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: http://minfin.ru/ru/.
8. Министерство финансов США [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: http://www.-treasury.gov.
9. Министерство финансов Соединенного королевства Великобритании [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.dmo.gov.uk/.
10. Облигации, привязанные к инфляции: новый класс от Минфина [Электронный ресурс] / Газпромбанк. URL: http://www.gazprombank.ru/upload/iblock/6d9/GPB_Inflation-linked%20bond_100715.pdf
11. Объем и состав денежных накоплений населения [Электронный ресурс] / Федер. служба госуд. статистики. Режим доступа: http://www.gks.ru.
12. О дебютном размещении облигаций федерального займа РФ с привязкой к инфляции [Электронный ресурс] : информационное сообщение от 21 июля 2015 г. Режим доступа: http://minfin.ru.
13. Рынок инструментов, обеспечивающих защиту вложений от инфляции [Текст] : обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. – 2009. –№4.
14. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: http://www.gks.ru.
15. Bloomberg [Electronic resource]. Access mode: bloomberg.com.
16. Banco central do Brasil [Electronic resource]. URL: http://-www.bcb.gov.br/pec/metas/InflationTargetingTable.pdf.

Ключевые слова

Российский фондовый рынок; индексируемые облигации; развитие национального финансового рынка; инвестиции.

Володин Сергей Николаевич

Дубова Екатерина Александровна

РЕЦЕНЗИЯ

Статья Володина С.Н. и Дубовой Е.А. посвящена анализу рынка индексируемых облигаций – весьма важной составляющей облигационных рынков развитых стран. К сожалению, в Российской Федерации такие облигации еще не получили должного распространения, несмотря на их явные преимущества как для инвесторов, так и для регулирования экономики в целом.

Представленная статья интересна тем, что в ней рассматривается опыт ряда зарубежных стран по выпуску индексируемых облигаций, раскрываются их преимущества, а также специфика применения данного инструмента в различных целях. Это позволяет шире взглянуть на рассматриваемый тип облигаций, лучше познать его особенности и механизмы использования как частными, так и корпоративными инвесторами. Изучение зарубежного опыта позволяет лучше оценить и ситуацию в РФ, понять, как следует развивать данный рыночный сегмент и какие преимущества от этого можно получить различным участникам финансовых отношений.

В ходе анализа авторами проведен анализ релевантных статистических данных, законодательных актов, используется актуальная информация, учитывающая последние изменения на рынке. Поэтому полученные в работе выводы являются хорошо аргументированными и проработанными, что говорит об их надежности и достоверности. Статья Володина С.Н. и Дубовой Е.А. может быть рекомендована к публикации.

Берзон Н.И., д.э.н., профессор, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ