Елена СКУРИХИНА,
руководитель группы развития проектов, Cbonds

Время творить историю

ОБЗОРНАЯ СТАТЬЯ ПО ИТОГАМ РАЗМЕЩЕНИЯ ИНФЛЯЦИОННО–ИНДЕКСИРУЕМОЙ ОФЗ

В середине июля Минфин разместил дебютный выпуск облигаций с индексируемым на инфляцию номиналом. По мнению аналитиков, размещение откроет новую страницу в истории российского финансового рынка: появится новый класс активов, позволяющий хеджировать инфляционные и валютные риски, а также диверсифицировать вложения в российские активы. Организаторы надеются, что успешное размещение Минфина послужит сигналом к возвращению на международные рынки капитала. ИА Cbonds обратилось к эмитенту, аналитикам и организаторам сделки с просьбой прокомментировать итоги размещения выпуска, риски инвестирования, текущую ликвидность и перспективы нового продукта на рынке.

МИРОВОЙ РЫНОК ИНФЛЯЦИОННО-ИНДЕКСИРУЕМЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Структура нового выпуска соответствует модели capital indexed bond («канадская модель»), широко используемой на развитых и развивающихся рынках, в частности в США. Выплаты по бумаге начисляются исходя из номинала облигации, скорректированного на прирост выбранного индекса инфляции с момента размещения. При этом данные по инфляции берутся с лагом в три месяца. Условия также предполагают защиту от дефляции: сумма по телу долга, выплачиваемая в конце срока обращения, не может быть ниже 100% номинала.

Облигации, привязанные к инфляции (inflation-linked bonds, ILB), — хорошо знакомый инвесторам инструмент как на развитых, так и на развивающихся долговых рынках, говорит Яков Яковлев, директор департамента анализа рыночной конъюнктуры Газпромбанка. В США и Великобритании (два крупнейших рынка инфляционных бондов) на долю ILB приходится 8% и 19% рынка госдолга соответственно, в развивающихся странах — 12–35%. Крупнейший рынок инфляционных бондов в EM-пространстве — Бразилия (более $230 млрд в обращении), приводит данные эксперт.

По подсчетам аналитиков Газпромбанка, реальная доходность ОФЗ-ИН сейчас выше, чем по инфляционным выпускам других развивающихся стран

сопоставимой дюрации: по состоянию на 5 августа она составляла ~3.4% годовых, тогда как по аналогичным бумагам ЮАР, Мексики и Турции реальная доходность находилась в диапазоне 1.5–3% годовых.

ОСОБЕННОСТИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ

Инфляционно-индексируемые ОФЗ торгуются на бирже по ценам, выраженным в процентах от текущего (проиндексированного) номинала, — аналогично большинству западных рынков инфляционных бумаг. Эти цены не учитывают накопленную с момента размещения инфляционную составляющую — так называемые реальные цены. Доходности, рассчитанные по этим ценам и фиксированным ставкам купона, в рыночной практике называются реальными доходностями, так как в них не заложена инфляционная составляющая.

Для прайсинга инфляционных облигаций относительно кривой традиционных бондов используется концепция breakeven inflation rate — средней ожидаемой инфляции на горизонте обращения бонда. В упрощенном виде номинальную доходность стандартной ОФЗ с постоянным купоном можно представить как функцию реальной доходности ОФЗ-ИН и ожиданий по инфляции (breakeven):

(1 + доходность стандартной ОФЗ) = (1 + реальная доходность инфляционной бумаги) • (1 + breakeven inflation).

При этом breakeven inflation (BEI) состоит из инфляционных ожиданий инвесторов и премии за инфляционные ожидания. Само по себе BEI — это значение инфляции, при котором инвестору безразлично: покупать ОФЗ-ИН или традиционную ОФЗ с постоянным купоном.

По мнению аналитиков Газпромбанка, наличие премии за неопределенность инфляции в России более чем оправданно. Исторически фактическая инфляция в РФ часто превышала официальные прогнозы. В прошлом году на фоне существенного эффекта девальвации рубля и введенных торговых ограничений отклонение от изначального прогноза достигло 6.4% (прогноз 5% против фактического значения 11.4%). Волатильности показателю инфляции в России добавляет высокая доля продовольственных товаров в потребительской корзине (37%) — выше, чем в развитых (США, Великобритания) и сопоставимых развивающихся (Турция, Мексика, Бразилия) странах. Кроме того, существенными факторами волатильности начиная с 2014 года стали эффект переноса девальвации рубля на импортные и внутренние цены и введенные торговые ограничения, подытожил Яков Яковлев.

Математически более точно breakeven rate можно определить как среднюю инфляцию на горизонте жизни выпуска, при которой текущая стоимость денежных потоков по инфляционной облигации, продисконтированная по доходности обычного выпуска облигаций

СТРУКТУРА И ПАРАМЕТРЫ ВЫПУСКА «РОССИЯ, 52001» (ОФЗ–ИН)

Эмитент: Министерство финансов Российской Федерации

Объем эмиссии: 150 млрд руб.

Объем в обращении (на дату выхода материала): 75 млрд руб. (по номиналу на дату начала размещения)

Дата начала размещения: 17.07.2015

Дата погашения: 16.08.2023 (совпадает с датой погашения выпуска «Россия, 26215»)

Ставка купона: 2.5% годовых (фиксированный, периодичность выплат — два раза в год)

Номинал: в дату начала размещения — 1000 руб.

Для каждой даты, следующей за датой начала размещения (даты t), номинал определяется по формуле:

$N_t = 1000 \times I_t$,

где

$I_t = Index_t / Index_{base}$,

где

$Index_t = CPI_{t-4} + (CPI_{t-3} - CPI_{t-4}) \times (n - 1)/d(t)$,

где

$Index_{base}$ — индекс потребительских цен к среднегодовым ценам 2000 года, рассчитанный в дату начала размещения облигаций;

$Index_t$ — индекс потребительских цен к среднегодовым ценам 2000 года, рассчитанный в дату t;

CPI_{t-4} — индекс потребительских цен к среднегодовым ценам 2000 года, рассчитанный в четвертом месяце, предшествующем месяцу даты t;

CPI_{t-3} — индекс потребительских цен к среднегодовым ценам 2000 года, рассчитанный в третьем месяце, предшествующем месяцу даты t (индексы CPI_{t-4} и CPI_{t-3} публикуются Федеральной службой государственной статистики на официальном сайте www.gks.ru);

n — порядковый номер календарной даты t в соответствующем месяце;

d (t) — количество дней в месяце, соответствующем дате t.

Номинальная стоимость облигации при погашении не может быть меньше номинальной стоимости облигации на дату начала размещения и определяется по формуле: max {1000 руб., индексированная номинальная стоимость, рассчитанная на дату погашения}.

Купонный доход: рассчитывается отдельно для каждого периода выплаты, исходя из фиксированной ставки купона и номинальной стоимости облигаций в дату выплаты купона (база расчета — 365 дней).

Накопленный купонный доход: рассчитывается, исходя из фиксированной ставки купона и номинальной стоимости облигаций на дату расчета (база расчета — 365 дней).

Организаторы: Газпромбанк, «ВТБ Капитал», Sberbank CIB.

На сайте cbonds.ru информация о выпуске «Россия, 52001 (ОФЗ–ИН)» доступна по ссылке http://cbonds.ru/emissions/issue/155637)

Таблица 1
Объем инфляционных бумаг в обращении на развитых и развивающихся рынках, $ млрд

	Турция	Бразилия	Мексика	ЮАР	Израиль	Италия	США	Великобритания
Локальный рынок госдолга	152	683	290	121	106	1801	13 107	2 270
Бумаги, привязанные к инфляции	33	234	36	19	151	234	1 017	435
Доля	22%	34%	12%	15%	37%	13%	8%	19%

Источники: Cbonds, Bloomberg

Максим ОРЕШКИН,
заместитель министра финансов РФ

ИНТЕРВЬЮ CBONDS ПО ИТОГАМ РАЗМЕЩЕНИЯ ИНФЛЯЦИОННО-ИНДЕКСИРУЕМОЙ ОФЗ

– Как вы в целом оцениваете итоги размещения (спрос, основные инвесторы)? Какой был интерес к выпуску со стороны рынка?

– Размещение прошло очень удачно, мы достигли всех поставленных целей. Нам удалось создать диверсифицированную базу инвесторов, среди которых чуть меньше трети приходится на иностранных инвесторов, присутствуют российские банки и пенсионные фонды. Аллокация банковским инвесторам у нас была выше, чем пенсионным фондам, чтобы обеспечить ликвидность выпуска.

– Инструмент был рассчитан в основном на пенсионные фонды. Как вы считаете, удалось ли создать инструмент, отвечающий требованиям именно этой категории инвесторов?

– Да, действительно, мы видели очень сильный спрос от российских пенсионных фондов, не говоря уже об иностранных участниках. Инструмент им очень понравился. Они сейчас учатся с ним работать и правильно оценивать. Для оценки такого инструмента нужно иметь прогноз по инфляции и понимать, что будет дальше происходить в макроэкономике. Пенсионные фонды научатся с ним работать, и дальше, думаю, будут активно пополнять свои портфели бумагами такого типа от корпоративных заемщиков.

– Размещение ОФЗ обычно проходит в формате аукциона. Впервые был выбран формат сбора заявок (букбилдинг). Почему?

– Да, это был разовый подход. Дело в том, что это новый инструмент, более того — это новый сегмент финансового рынка России. Были выпуски с купоном, привязанным к инфляции, но они полностью не защищали от инфляционных рисков. Мы проводили много бесед с инвесторами, обучали, рассказывали, как нужно торговать этим инструментом, как оценивать. Поэтому был выбран формат размещения, который обеспечил максимально комфортное вхождение в этот инструмент инвесторам и одновременно позволил найти правильную цену и сформировать (что очень важно) оптимальную структуру инвесторов, чтобы выпуск был не мертвым после размещения, а активно торговался.

– С момента размещения выпуска прошло около двух недель. Выпуск в целом показал хорошую динамику на вторичном рынке. Рост цены можно объяснить наличием неудовлетворенного спроса на аукционе или это надо связывать с рыночной конъюнктурой?

– По мере того как инструмент показывал свою ликвидность, исчезали страхи инвесторов, что бумага пропадет в портфелях нескольких крупных участников рынка и ликвидности не будет. И инвесторы начали с удовольствием покупать новую бумагу, что, конечно же, нашло отражение в постепенном росте котировок.

Хотел бы обратить внимание на то, что в текущей ситуации (падение цен на нефть, некоторое ослабление курса рубля, которое мы наблюдаем последние две недели июля) бумага себя чувствует очень уверенно. Как раз в периоды такой волатильности на финансовых рынках новый выпуск будет гораздо устойчивее, чем бумаги с фиксированным купоном, и будет защищать от инфляционных рисков и рисков, связанных с внешней конъюнктурой. Подрастают инфляционные ожидания — растет цена данной бумаги.

– Есть ли планы по дальнейшему активному размещению такого инструмента на рынке? И как регулярно планируете проводить доразмещения?

– Выпуск в принципе становится в ряд с другими ликвидными бумагами с фиксированным купоном и будет периодически предлагаться на аукционах. Перед нами стоит задача поддержания ликвидности данного выпуска, и предложение будет поступать на рынок по мере того, как мы будем видеть спрос. К новому инструменту будет продемонстрирован такой же подход, как и к выпускам с фиксированным купоном.

– Что вы можете сказать о преимуществах и о рисках такого инструмента для вас как для заемщика?

– Мы как эмитент теперь предлагаем рынку полную линейку всевозможных инструментов. Это и бумаги с фиксированным купоном, привязанные к плавающей ставке, и индексированные на инфляцию. С одной стороны, перед нами стоит задача выполнять программу заимствований, с другой — дальнейшее развитие внутреннего финансового рынка. Расширяя линейку и создавая базовые инструменты для отдельных сегментов рынка, мы не только увеличиваем гибкость при реализации программы заимствований, но и активно развиваем финансовый рынок. Надеемся, что вслед за нами бумаги, индексированные на инфляцию, будут выпускать и крупные российские компании. По таким инструментам эмитент платит низкий фиксированный купон: выпуск хорошо подходит для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов. Компаний, которые ведут подобные проекты, довольно много. Думаю, что скоро мы увидим аналогичные корпоративные выпуски.

– А что можете сказать про риски размещения таких выпусков?

– С одной стороны, риски есть, но с другой стороны, если правительству и ЦБ удастся достичь поставленных целей по инфляции в 4% в ближайшие годы, то объем процентного дохода, который заплатит государство по этим выпускам, окажется существенно ниже того, что мы платим, размещая бумаги с фиксированным купоном. Как сказал нам один крупный американский инвестор на встрече: «Государства начинают выпускать инфляционные облигации только тогда, когда сами становятся уверенными в снижении инфляции».

с сопоставимым сроком до погашения, равняется цене инфляционного выпуска.

При известных параметрах (купонная ставка, срок) инфляционной бумаги и доходности обычного бонда BEI определяется на основе индивидуальных ожиданий по инфляции, комментируют в Газпромбанке. При этом наблюдаемый рыночный BEI может отличаться от ожиданий инвестора: если наблюдаемый BEI (то есть разница между номинальной доходностью традиционного бонда и реальной доходностью облигации, индексируемой на инфляцию) превышает ожидаемый инвестором уровень инфляции, то традиционные бумаги выглядят предпочтительнее для покупки. Если рыночный BEI ниже ожиданий инвестора, инфляционный бонд более привлекателен по сравнению с традиционным выпуском.

ПРЕИМУЩЕСТВА И РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Структура ОФЗ-ИН позволяет инвесторам эффективно защититься от инфляционных рисков, которые могут быть проявлением как внутренних (ошибки в проводимой денежно-кредитной и фискальной политике), так и внешних шоков (падение цен на экспортные товары, геополитические риски). По наблюдениям Газпромбанка, инфляция в России демонстрирует высокую зависимость от динамики валютного курса: коэффициент корреляции между месячными значениями индекса потребительских цен г/г и курса доллара, взятого с двухмесячным лагом, в период начиная с 2012 года составляет 95%, за последние 5 лет — превышает 80%. С 2009 года накопленная инфляция в России достигла 72%, при этом курс доллара к рублю за этот же период вырос на 90%, курс евро — на 42%. Таким образом, ОФЗ с номиналом, индексируемым на инфляцию, могут обеспечить инвесторам защиту не только от инфляционных рисков, но и от рисков девальвации рубля.

ОФЗ-ИН обеспечивают меньшую ценовую волатильность по сравнению с обычными облигациями. Достоинства нового инструмента проявляются в кризисные периоды, когда интерес к обычным ОФЗ снижается, а к ОФЗ-ИН растет, говорит Антон Мальков, руководитель управления рынков капитала, управляющий директор Sberbank CIB.

Основные риски инвестирования в ОФЗ-ИН могут быть связаны с рыночным риском — отрицательной переоценкой в случае резкого роста процентных ставок, предупреждает Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН». Также есть риски дефляции, которые могут привести к снижению номинальной стоимости облигаций. Правда, в ближайшее время эти риски пока минимальны.

КОММЕНТАРИИ

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

Ценообразование по ОФЗ–ИН — это достаточно сложный процесс, так как мы имеем дело с множеством неизвестных, с одной стороны, и влиянием нескольких факторов — с другой. На текущий момент мы не можем точно определить размер будущих купонных выплат, которые зависят от проиндексированного в соответствии с инфляцией номинала облигации. Известно, что на 1 сентября 2015 года номинал ОФЗ–ИН вырастет на 5 руб. 68 копеек (0.568%). И можно ожидать, что по итогам следующих двух месяцев рост номинала составит еще 1%. Первый купонный доход составит 2.75 руб. на одну облигацию, или 2.51% годовых к первоначальному номиналу. Так, например, при условии снижения инфляции с 6–7% до 4–5% купонный доход в последний год обращения может вырасти до 3.5–3.6% от первоначального номинала (в 1000 руб.). Очевидно, что на процесс ценообразования будут влиять инфляционные ожидания, экономически обоснованный размер премии к инфляции и уровень процентных ставок по классическим ОФЗ. Именно соотношение всех этих факторов и вес каждого из них в определенный момент времени и будет определять цену ОФЗ–ИН. Дюрация ОФЗ–ИН существенно выше (порядка 7.3 года), чем у традиционных ОФЗ с сопоставимыми сроками обращения (5.82 года), в силу относительно небольших купонных выплат в течение всего срока обращения и получения основного дохода только при погашении облигаций. Несмотря на длинную дюрацию, мы не ожидаем высокой волатильности цен по ОФЗ–ИН, так как основной доход будет получен от индексации номинальной стоимости, а цена в большей мере будет определять размер премии к инфляции.

НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ, НАЛОГОВЫЕ ЭФФЕКТЫ

Порядок налогообложения нового инструмента аналогичен традиционным ОФЗ. Процентный доход по ОФЗ-ИН, облагаемый налогом на прибыль организаций по ставке 15%, складывается из дохода, определяемого исходя из фиксированной процентной ставки купона и дохода от индексации номинала.

Таблица 2
Ставки налогов на доходы от ОФЗ-ИН для различных категорий инвесторов

Категории инвесторов		Доход от реализации, %	Купонный доход, %	Доход от индексации номинальной стоимости, %
Резиденты	Юридические лица	20	15	15
	Физические лица	13	0	0
	НПФ*	20	15	15
Нерезиденты	не удерживается			

* Налог взимается при уровне доходности, превышающей ставку рефинансирования Банка России

На практике относительная налоговая привлекательность ОФЗ-ИН по сравнению с традиционными ОФЗ будет определяться рядом факторов, включая абсолютный уровень инфляции и ее динамику, а также параметры традиционных ОФЗ (цена покупки), анализирует Яков Яковлев. Например, в случае замедления инфляции в период обращения ОФЗ–ИН налоговые преимущества по сравнению с традиционными госбумагами могут увеличиваться и, наоборот, уменьшаться в случае ее ускорения.

ИТОГИ РАЗМЕЩЕНИЯ, СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ

При потенциальном объеме выпуска в 150 млрд руб. совокупный спрос на бумаги заметно превзошел финальный размер сделки, продемонстрировав широкую диверсификацию как по категориям инвесторов, так и по географии, прокомментировал итоги размещения ОФЗ-ИН Антон Мальков. Заметное превышение спроса над предложением позволило разместиться в верхней границе диапазона (87–92%) — 91% от номинала.

«Облигации федерального займа с привязкой к инфляции — это новый продукт на российском рынке, поэтому мы активно работали с инвесторами, чтобы объяснить структуру инструмента, — говорит Андрей Соловьев, руководитель управления рынков долгового капитала «ВТБ Капитала». — Иностранные инвесторы хорошо знакомы с подобными бондами, многие развивающиеся страны, включая Мексику и Турцию, ранее выпускали облигации с привязкой к инфляции, поэтому интерес иностранцев был вполне обоснован». По словам Антона Малькова, благодаря букбилдингу у организаторов размещения была возможность индивидуально взаимодействовать с потенциальными инвесторами, разъясняя специфику и преимущества абсолютно нового для российского рынка инструмента, а также лучше понять их ценовую чувствительность. Кроме того, данный формат позволял предложить ОФЗ-ИН более широкому кругу инвесторов, поскольку расчеты осуществлялись как на биржевом, так и на внебиржевом рынке. В итоге книга заявок была переподписана в три раза: инвесторы подали заявки на сумму порядка 215 млрд руб., привели цифры в «ВТБ Капитале».

Итоговый объем размещения составил 75 млрд руб. Удовлетворив лишь часть заявок инвесторов, эмитент таким образом сохраняет повышенный интерес и спрос на бумаги последующих выпусков, считают в Sberbank CIB. Сокращение объема размещения вдвое по сравнению с первоначальным предложением, несмотря на высокий первоначальный спрос, было грамотным решением эмитента для поддержания спроса и роста цены ОФЗ-ИН на вторичном рынке, а также для возможности проведения дальнейших размещений в обычном порядке — в виде аукционов, согласен Александр Ермак.

ПЕРСПЕКТИВЫ НОВОГО ВЫПУСКА

ОФЗ-ИН имеют наибольшие перспективы как инструмент именно для институциональных инвесторов, в первую очередь для пенсионных фондов, для которых важно сохранить свои инвестиции, защитив их от инфляции и получив дополнительную премию над инфляцией, говорит Александр Ермак. В условиях часто меняющейся процентной ставки ОФЗ-ИН могут быть так же востребованы, как и облигации, ставка которых привязана к ставке рынка МКБ RUONIA.

КОММЕНТАРИИ

Андрей СОЛОВЬЕВ,
руководитель управления рынков долгового капитала, «ВТБ Капитал»

В результате активной работы с инвесторами около 30% объема купили иностранные инвесторы, еще 30% выкупили негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании и другие участники рынка. Для них это идеальный продукт, поэтому спрос был значительный, но Минфин был заинтересован в том, чтобы первый выпуск ОФЗ–ИН был ликвидным, поэтому 40% бондов приобрели банки. Думаю, именно активное участие Минфина в распределении бумаг между участниками рынка способствовало тому, что сейчас выпуск торгуется выше цены первичного размещения, он ликвидный, и есть возможность для последующих доразмещений.

Антон МАЛЬКОВ,
руководитель управления рынков капитала, управляющий директор, Sberbank CIB

В ходе формирования книги мы увидели существенный неудовлетворенный спрос, в том числе от розничных клиентов. Он, на наш взгляд, будет поддерживать вторичный рынок.

Существенный спрос пенсионных фондов был ожидаемым, но активность остальных категорий игроков приятно удивила. Спрос со стороны иностранных участников в большей степени обеспечили фонды из США и Великобритании, что свидетельствует об интересе международных инвесторов к российским ценным бумагам.

ОФЗ-ИН могут быть удобным инструментом как для инвесторов-резидентов, например пенсионных фондов, которым важно гарантировать доходность, превышающую инфляцию, так и для инвесторов-нерезидентов, которым эти бумаги помогут снизить валютные риски, добавил Антон Мальков.

Облигации, предлагающие защиту от инфляции, — естественный инструмент для пенсионных фондов, целью которых является сохранение реальной стоимости инвестиций, считают в Газпромбанке. Исторические данные показывают, что за последние десять лет средняя доходность вложений пенсионных фондов не покрывала инфляцию, — что подчеркивает необходимость такого инструмента, как ОФЗ-ИН. До настоящего времени единственным инструментом, частично удовлетворяющим цели получения положительного реального дохода, были корпоративные бумаги, ставка купона по которым привязана к инфляции. Однако выплата номинала по таким выпускам не защищена от «размывания» из-за инфляции. Структура ОФЗ-ИН с индексируемым на инфляцию номиналом предоставляет максимальную защиту реальной стоимости инвестиций: защищены и номинал, и купонные платежи.

Еще один фактор привлекательности для долгосрочных инвесторов — контрциклический характер нового инструмента, полагает Яков Яковлев. Бумаги, привязанные к инфляции, обеспечивают наиболее высокие денежные потоки в период ускоренного роста потребительских цен, который часто совпадает с периодом ужесточения монетарной политики — когда традиционные облигации теряют в стоимости. Таким образом, инфляционные облигации защищают долгосрочные вложения от негативной динамики экономического цикла.

Для нерезидентов важным триггером спроса может стать включение ОФЗ-ИН в один из бенчмарк-индексов для данного класса активов — в частности в индекс Barclays Emerging Markets Government Inflation-Linked Bonds (EMGILB), отмечают в Газпромбанке. Правила позволяют включать в индекс облигации развивающихся стран (в настоящее время включены 11 стран) с минимальным сроком до погашения один год. Важно отметить, что индекс не имеет ограничений по рейтингу.

Андрей Соловьев уверен, что подобные инструменты могут заинтересовать и корпоративных заемщиков. В частности, эмитенты, которые ранее рассматривали размещение бондов с привязкой к инфляции, теперь получили возможность работать с преимущественно новым инструментом. Для качественных заемщиков с высоким, квазисуверенным рейтингом, чьи доходы связаны с инфляцией, это привлекательный продукт, который предоставляет возможность выхода на международные рынки, считает он.

При подготовке статьи также использовались материалы Приказа № 80н «Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с индексируемым номиналом», презентация Министерства финансов РФ «ОФЗ с защитой от инфляции: новый инструмент — новые возможности» (июль 2015 года), «Наиболее распространенные вопросы инвесторов по ОФЗ-ИН».

КОММЕНТАРИИ

Яков ЯКОВЛЕВ,
директор департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк»

Судя по результатам аукциона, бумага привлекла большой интерес инвесторов. При этом поддержка со стороны неудовлетворенного в период размещения спроса ощущается и на вторичном рынке: с момента размещения выпуск показал динамику существенно лучше других госбумаг. Например, длинные выпуски ОФЗ с 17 июля по 6 августа потеряли в цене более 3 п.п., тогда как выпуск ОФЗ–ИН вырос на сопоставимую величину по сравнению с ценой размещения (с 91% до ~94%). Отчасти спрос на инфляционные бумаги на вторичном рынке может быть следствием возросшей рыночной волатильности на фоне снижения цен на нефть, которая может привести к переоценке инфляционных ожиданий. Появление признаков того, что текущий дезинфляционный тренд на горизонте ближайших месяцев может быть нарушен, вероятно, станет стимулом для новых покупок в инфляционной бумаге и роста цены.

В конечном счете привлекательность инструмента определяется индивидуальными долгосрочными инфляционными ожиданиями. По состоянию на 5 августа 2015 года котировки ОФЗ–ИН предполагали вмененную инфляцию на долгосрочном горизонте на уровне ~6.5%. Это выше официальных прогнозов ЦБ (4% г/г) — однако необходимо учитывать премию «за неопределенность инфляции», которая, по нашим оценкам, для развивающихся рынков колеблется на уровне 1–2%. Для инвесторов, ожидающих долгосрочную инфляцию на уровне выше 6%, выпуск ОФЗ–ИН является предпочтительным выбором для инвестиций по сравнению с другими госбумагами.

Таблица 3
Инфляционные и традиционные облигации: выбор зависит от фазы экономического цикла

Фаза экономики	Инфляционные ожидания и риск-премия	Действия ЦБ	Влияние на рынок облигаций	Позитивно для реальных или номинальных ставок
Перегрев	Низкие, но начинают расти	Начинается цикл повышения ключевой ставки	Негативное	Реальные ставки
Охлаждение	Завышенные	Повышение ключевой ставки	Менее негативное	Реальные ставки
Рецессия	Высокие, но начинают снижаться	Начинается цикл снижения ключевой ставки	Позитивное	Номинальные ставки
Восстановление	Заниженные	Снижение ключевой ставки	Менее позитивное	Номинальные ставки

Источник: Газпромбанк