Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, БК «РЕГИОН»

Михаил КИСЕЛЕВ,
независимый эксперт

Оценка инфляционных ожиданий участников рынка и реальной доходности в ОФЗ–ИН

Более трех месяцев прошло с размещения Минфином РФ первого выпуска облигаций с индексируемым на инфляцию номиналом (ОФЗ-ИН). Впервые на российском финансовом рынке появился инструмент, являющийся индикатором долгосрочных инфляционных ожиданий участников рынка. С помощью модели, построенной на принципах расчета breakeven inflation rate (средней ожидаемой инфляции на горизонте обращения облигаций), были просчитаны показатели реальной доходности и ожидания по инфляции, которые были заложены участниками рынка при ценообразовании ОФЗ-ИН на биржевых торгах в первые три с половиной месяца обращения нового инструмента. Итоги этих расчетов представлены в настоящей публикации.

ОПИСАНИЕ МОДЕЛИ

Для оценки справедливой стоимости индексируемых по инфляции облигаций применяется концепция breakeven inflation rate (BEI) — вмененный ожидаемый уровень инфляции, при котором ожидаемые инвестором доходы при покупке ОФЗ-ИН и традиционной ОФЗ с постоянным купоном будут сопоставимы. При этом рынок постоянно стремится снять возможность арбитража между инструментами с одинаковым кредитным риском на сопоставимом горизонте инвестирования.

Математически breakeven inflation rate определяется как средняя инфляция на горизонте жизни выпуска, при которой будущий рост стоимости номинала и купонных платежей по инфляционной облигации, дисконтированный по ставке доходности обычного выпуска облигаций с сопоставимым сроком обращения, соответствует текущей стоимости инфляционной облигации. Для расчета breakeven inflation rate был смоделирован денежный поток по ОФЗ-ИН 52001, в который были включены две переменные: сама breakeven inflation rate и ставка дисконтирования.

НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ПОЯВИЛСЯ ПЕРВЫЙ ИНДИКАТОР, ПОЗВОЛЯЮЩИЙ ОТСЛЕЖИВАТЬ РЫНОЧНЫЕ ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ, А ТАКЖЕ ИХ ДИНАМИКУ

Ставка дисконтирования для расчета в модели берется как доходность по средневзвешенной цене облигации ОФЗ-ПД 26215, поскольку ее срок обращения и купонные выплаты по срокам совпадают с выплатами по инфляционной облигации.

Параметрами выпуска ОФЗ-ИН предусмотрено, что для индексации номинала на ближайший месяц берется значение инфляции с лагом в три месяца. Но поскольку значение индексации номинала на ближайший период известно рынку, мы учли это обстоятельство и включаем в модель уже известные значения реальной инфляции в момент выхода релиза Росстата.

Рассчитав значение breakeven inflation rate, мы получаем такой важный показатель, как реальная доходность, то есть доходность за вычетом инфляции. В данном случае она считается как разница между эффективной доходностью и breakeven inflation rate.

РЕЗУЛЬТАТЫ РАСЧЕТОВ

Период наблюдения за ОФЗ-ИН 52001 был слишком мал, чтобы делать какие-то серьезные математические расчеты, но уже сейчас можно отметить три различающихся этапа в жизни инструмента.

Первый — с момента размещения по 20-е числа августа, когда прогнозируемая инфляция начала расти с уровня 6.72% годовых и достигла своего максимума в районе 8.59% годовых при снижающейся реальной доходности (с 3.61% до 3.37% годовых). При этом в обозначенный период была отмечена высокая волатильность как по инфляционным ожиданиям, так и по реальной доходности.

Второй этап длился с последней декады сентября до начала октября. В это время были зафиксированы снижение

Таблица 1. Прогноз инфляции на 2016–2018 гг. (% год к году)

	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Банк России	5.5–6.5	4.0	4.0
МЭР	6.4	6.0	5.1
Среднегодовая BEI ОФЗ–ИН 52001	6.8–7.0		

Рисунок 1. Средняя месячная ожидаемая инфляция в ОФЗ-ИН 52001

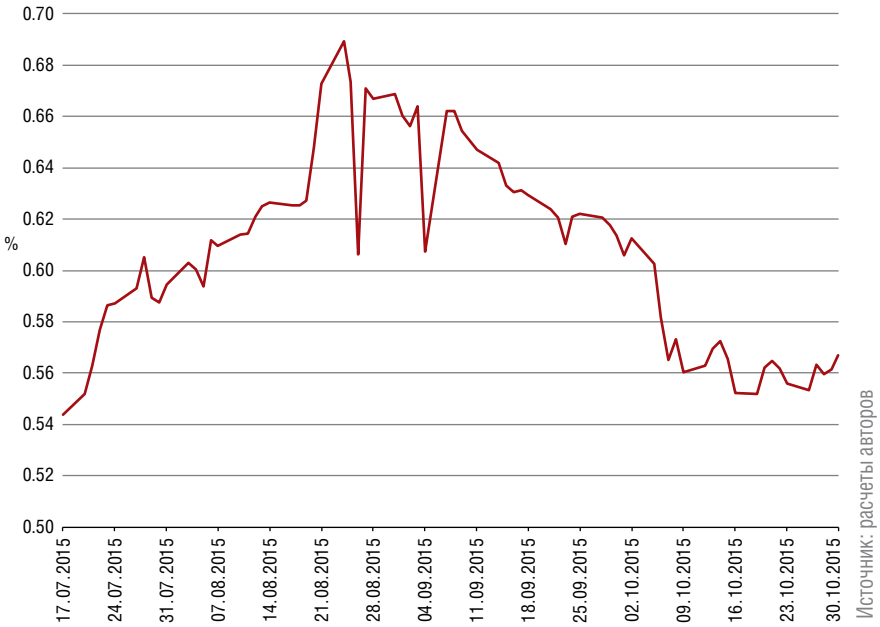
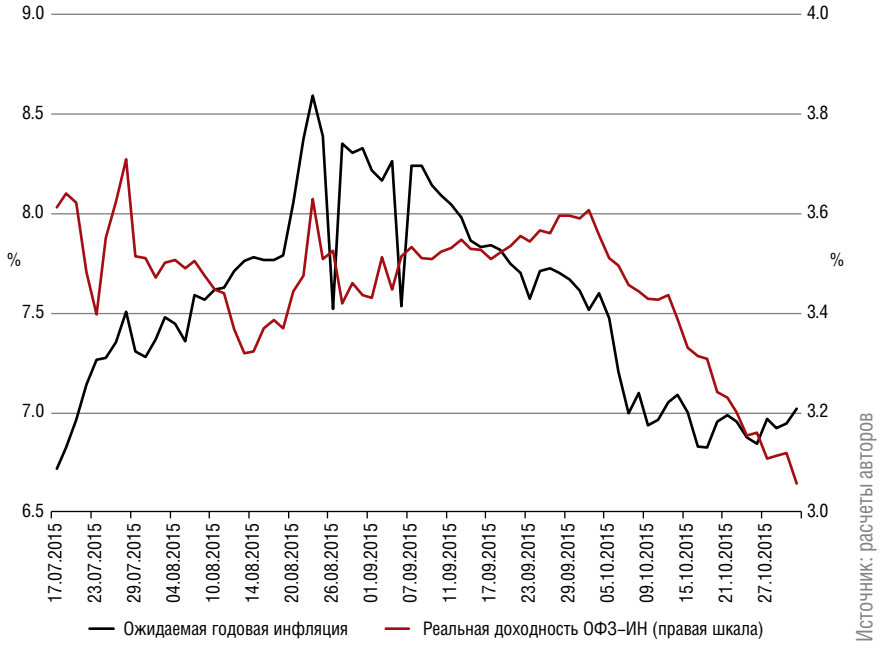
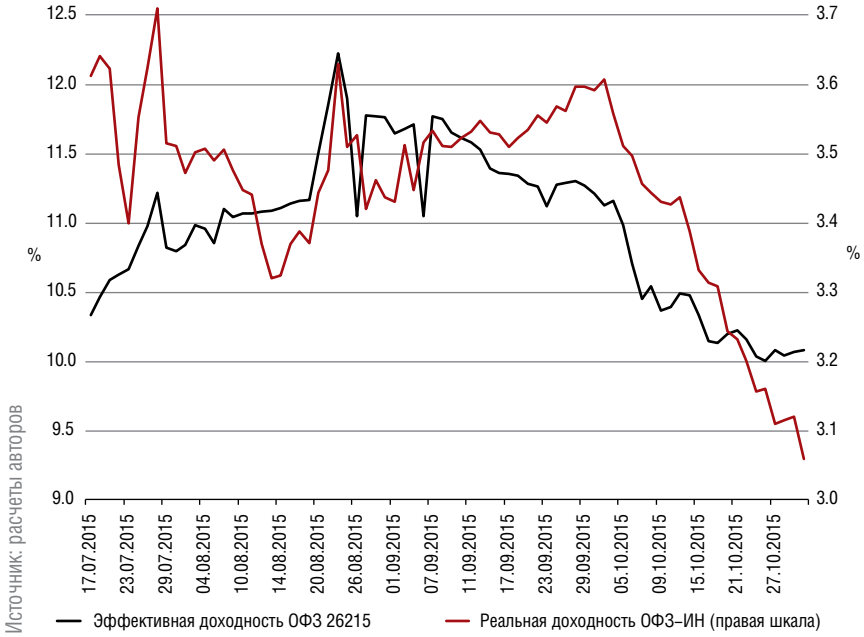


Рисунок 2. Реальная доходность и ожидаемая годовая инфляция в ОФЗ-ИН 52001





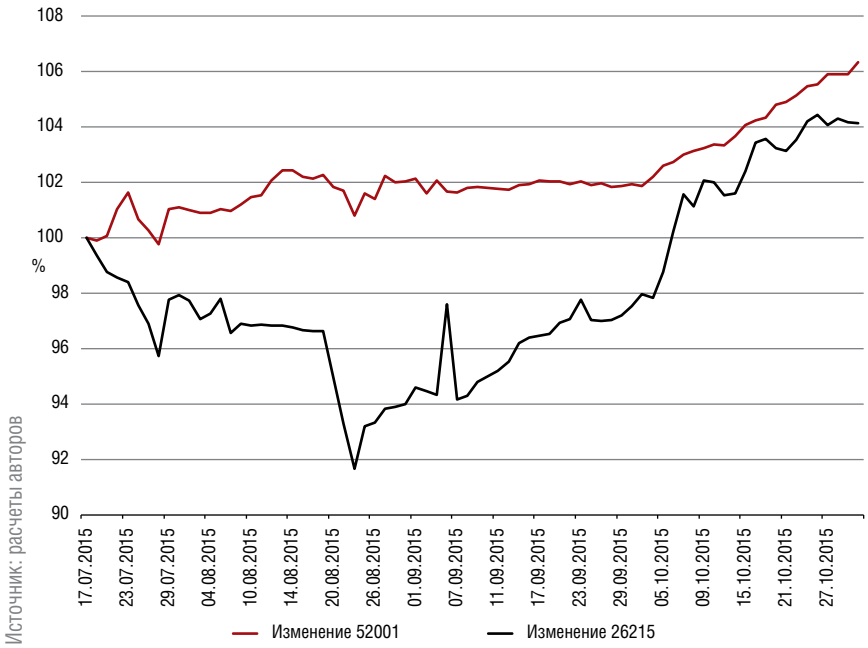
Источник: расчеты авторов

Рисунок 3
Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001 и эффективная доходность ОФЗ-ПД 26215

волатильности расчетных параметров исследуемого инструмента и противоположные тренды в динамике инфляционных ожиданий и реальной доходности. Ожидания (BEI) снизились с 8.59% до 7.5% годовых, а реальная доходность повысилась с 3.4% до 3.6% годовых.

Третий очень четко выраженный этап наблюдается в течение практически всего октября 2015 года. Резкое снижение инфляционных ожиданий (BEI) в первых числах октября с уровня 7.6% до 7.2% годовых и их стабилизация в достаточно узком коридоре 6.8–7.0% годовых

Рисунок 4
Возврат на инвестиции (Total Return) в ОФЗ-ИН 52001 и ОФЗ-ПД 26215



Источник: расчеты авторов

В ЦЕЛОМ НА КОНЕЦ ОКТЯБРЯ ДОХОД ОТ ИНВЕСТИЦИИ В ОФЗ-ИН СОСТАВИЛ БОЛЕЕ 6.34% С НАЧАЛА ВТОРИЧНОГО ОБРАЩЕНИЯ

на протяжении всего оставшегося месяца. При этом реальная доходность безо всякого периода стабилизации снизилась в течение месяца с 3.6% до 3.05% годовых.

Нельзя не отметить, что в октябре рынок ОФЗ в целом отыгрывал ожидания возможного снижения ключевой ставки на предстоящем в конце того же месяца заседании ЦБ РФ, но уровень средних инфляционных ожиданий, заложенный в ОФЗ-ИН, при этом оставался стабильным (в районе 7% годовых), что полностью совпадает с прогнозами Банка России по инфляции на предстоящий год (ожидаемый уровень инфляции год к году в октябре 2016 года — менее 7%). Вместе с тем, текущие значения breakeven inflation rate (BEI) превышают прогнозы и Банка России, и МЭР на 2016–2018 годы, что обусловлено наличием в BEI не только инфляционных ожиданий участников рынка, но и премии за риски изменения инфляции.

Кроме того, хотелось бы обратить внимание на относительную стабильность, которую продемонстрировали цены ОФЗ-ИН 52001 по сравнению с ценами на облигации ОФЗ-ПД 26215. Так, если по ОФЗ-ИН в течение всего времени с начала обращения переоценка была положительной, то по ОФЗ-ПД в августе был зафиксирован убыток в размере более 8%. В целом на конец октября доход от инвестиции в ОФЗ-ИН составил более 6.34% с начала вторичного обращения, доход за аналогичный период от вложений в ОФЗ-ПД составил около 4.15%.

В заключение стоит отметить, что, несмотря на относительно короткий срок жизни выпуска ОФЗ-ИН, на российском рынке появился первый индикатор, позволяющий отслеживать рыночные инфляционные ожидания, а также их динамику. Насколько оправдаются ожидания участников рынка, покажет время.

LECAP

МОСКВА
ВЛАДИВОСТОК
САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

3 ОФИСА В РФ

Занимаем уверенные позиции на рынке стран СНГ и сотрудничаем с ведущими международными экспертами в рамках трансграничных проектов

НАША ПРАКТИКА ОХВАТЫВАЕТ

- ОБЛИГАЦИИ, БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ, ПРОГРАММЫ ОБЛИГАЦИЙ
- РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИОННОГО ДОЛГА
- СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
- СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

200+	ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ
130+	ВЫПУСКОВ АКЦИЙ
50+	ДОЛГОВЫХ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЙ
45+	ПОДГОТОВЛЕННЫХ ЗАКОНОПРОЕКТОВ
40+	M&A И РЕОРГАНИЗАЦИЙ
9	КОНЦЕССИОННЫХ СОГЛАШЕНИЙ

Выстроили надежные партнерские отношения с профессиональными консультантами в Великобритании, США (Нью-Йорк), Нидерландах, Республике Кипр, Британских Виргинских островах, Каймановых островах и многих других юрисдикциях

ЛУЧШАЯ ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

3 года подряд (2012-2014) по итогам опроса мнения около 500 участников инвестиционного рынка в рамках Российского облигационного конгресса, проводимого Cbonds

ИНФОРМАЦИОННОЕ CBONDS АГЕНТСТВО

ИСКЛЮЧИТЕЛЬНЫЙ ФОКУС НА ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПВО

БАЛАНС ИНТЕРЕСОВ ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ И ЭМИТЕНТА

УНИКАЛЬНЫЙ ОПЫТ НА РЫНКЕ ПВО

ШИРОКИЙ ФУНКЦИОНАЛ

РАЗУМНОЕ ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ

ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

LECAP
119019 МОСКВА
УЛ. ВОЗДВИЖЕНКА, Д. 9
+7 (495) 122 05 17
LECAP@LECAP.RU
WWW.LECAP.RU

LCPIS
119019 МОСКВА
УЛ. ВОЗДВИЖЕНКА, Д. 9
+7 (495) 122 05 17
LCPIS@LECAP.RU
WWW.LCPIS.RU

МАГИСТРАЛЬ ДВУХ СТОЛИЦ

- выполнение функций ПВО по программе облигаций, обеспеченных залогом денежных требований, в том числе по концессионному соглашению
- выполнение функций залогодержателя
- контроль за расходными операциями
- ПВО является стороной межкредиторских отношений для целей обеспечения целостности сделки

МЕЧЕЛ

- самая быстрая реструктуризация в истории российского публичного долгового рынка
- впервые в истории рынка подписание отступного от имени владельцев облигаций
- осуществление пост-реструктуризационного контроля за эмитентом

LEGAL CAPITAL
INVESTOR SERVICES

реклама