Облигации с индексацией номинала: опыт стран Европы

Кирилл АНДРИАНОВ,
руководитель группы развивающихся рынков, Cbonds

В периоды высокой инфляции особое внимание рынка привлекают инструменты, способные защитить капитал от обесценения. Не стал исключением и период последних двух лет. Основными инструментами долгового рынка для защиты от инфляции служат бумаги с плавающими ставками и бумаги с индексацией номинала. В статье разобран механизм действия защиты индексируемых бумаг от инфляции и приведен опыт крупнейших европейских экономик в выпуске подобных инструментов.

Оценка инфляции со стороны инвесторов является важнейшим фактором оценки доходности подобных облигаций при их сравнении с другими рыночными инструментами

2022–2023 годы ознаменовались для облигационных инвесторов ростом интереса к инструментам с защитой от инфляции.

Пожалуй, самый известным и популярным из таких инструментов стали бумаги с плавающей ставкой процента — так называемые флоатеры, бумаги, купонные выплаты по которым привязаны к тому или иному индексу или показателю.

Однако существует на рынке и другой, менее популярный, но от того не менее эффективный инструмент — облигации с индексацией номинала (или «линкеры»). Их особенность заключается в том, что номинал такой облигации ежедневно изменяется в зависимости от значения некоторого индекса, определенного на этапе выпуска бумаги. Преимущественно в качестве индекса берутся значения, отражающие инфляцию в стране, таким образом получается, что номинальная стоимость бумаги будет изменяться вместе со значением инфляции.

Купонные выплаты по таким облигациям устанавливаются в виде фиксированного процента от величины номинала в дату выплаты купона. Это приводит к ситуации, когда при фиксированной ставке купона размер самой купонной выплаты неизвестен до момента публикации индекса и определения величины номинала на дату выплаты купона.

Преимуществом такого инструмента над бумагами с плавающей ставкой является то, что от инфляции защищен не только купон, но и номинал бумаги. Рассмотрим на примере потоков двух гипотетических бумаг — флоатера со ставкой купона «2% + величина инфляции» и линкера с привязкой номинала к инфляции и ставкой купона в 2%.

Информация по выплатам приведена в Таблице 1. Исходя из столбца 7 таблицы можно заметить, что за счет кумулятивного эффекта облигация с индексируемым номиналом приносит чуть больший суммарный доход, чем бумага с плавающей ставкой схожих условий выпуска.

При этом при более высокой инфляции разрыв в итоговой доходности будет все

Таблица 1
Сравнение выплат по облигации с плавающей ставкой и облигации с индексируемым номиналом

Источник: расчеты автора

Год от размещения	Величина инфляции	Номинал флоатера	Номинал линкера	Сумма выплат по флоатеру (купон + номинал)	Сумма выплат по линкеру (купон + номинал)	Сумма выплат купона и приращения номинала
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1	5 %	1000	1050.00	70	21.00	71.00
2	5 %	1000	1102.50	70	22.05	74.55
3	5 %	1000	1157.63	70	23.15	78.28
4	5 %	1000	1215.51	70	24.31	82.19
5	5 %	1000	1276.28	1070	1301.81	86.30
Сумма	-	-	-	**1350**	**1392.32**	

сильнее увеличиваться в пользу индексируемой облигации, что и обуславливает привлекательность подобного типа бумаг в периоды высокой инфляции.

Помимо непосредственно доходности, привлекательность для инвестора индексируемых облигаций обуславливается и факторами, которые можно отнести к поведенческим. Так как подобные инструменты выпускаются в основном государством, они обладают в глазах инвесторов повышенной надежностью. Это является ценной характеристикой в кризисные периоды, которые, как правило, являются причиной высокой инфляции. Кроме того, привязка номинала бумаг к инфляции позволяет производить вычисления ее ожидаемой доходности в реальном выражении — так, в нашем примере «2 %» будет являться оценкой реальной доходности по бумаге при любых значениях инфляции.

Подобная привязка создает еще одно интересное применение этих бумаг уже для аналитиков: сопоставление цен на эти облигации с неиндексируемыми аналогами позволяет производить оценку рыночных ожиданий относительно инфляции.

Оценка инфляции, но уже со стороны инвесторов является важнейшим фактором оценки доходности подобных облигаций при их сравнении с другими рыночными инструментами.

Так, при сравнении между собой двух линкеров можно использовать те же методы, что и при сравнении обычных облигаций с фиксированным потоком, разница будет лишь в том, что при сравнении линкеров рассчитываемые метрики будут относиться к категории реальной доходности.

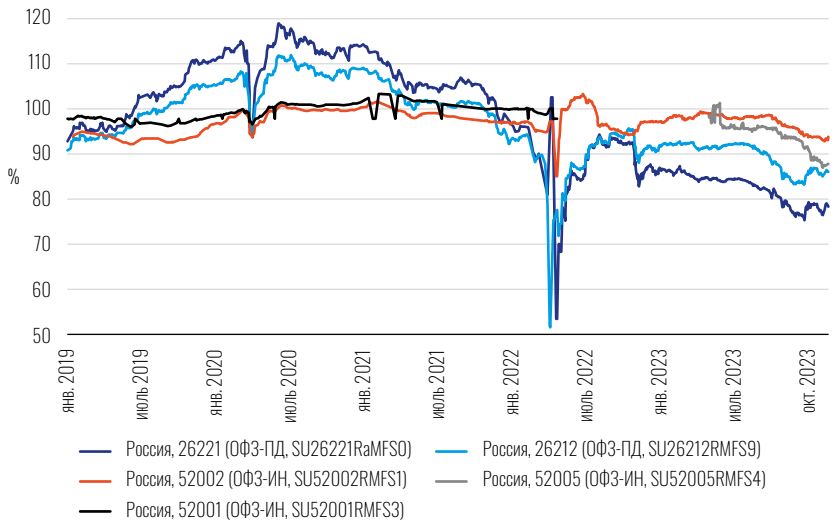
При сравнении линкеров со стандартными бумагами с номинальной доходностью более важную роль начинает играть точность оценки инфляции. Например, при низких значениях инфляции (ниже ожиданий, закладываемых при определении приемлемой для инвестора цены покупки линкера) итоговая доходность облигации с фиксированным доходом будет выше, чем по бумаге с индексацией номинала. Если же инфляция будет выше, чем та, которую закладывал инвестор при покупке, он получит дополнительный доход от индексации.

Все эти расчеты преимущественно справедливы при удержании бумаги до погашения, однако необходимо помнить, что линкеры, как и все прочие облигации, подвержены изменению цен в зависимости от изменения реальной ставки процента в экономике.

При этом, учитывая, что в основу оценки линкеров, как правило, ложится оценка инфляции, динамика цен на индексируемые бумаги зачастую совпадает с динамикой

Рисунок 1
Динамика цен на отдельные ОФЗ

Источник: Cbonds Estimation



цен на бумаги с номинальной доходностью того же эмитента в периоды вне кризиса. При этом цены могут значительно расходиться во время периодов нестабильности и при изменении инфляционных ожиданий инвесторов. Так, на графике Рисунка 1 динамика цен на индексируемые облигации (в оранжевых тонах) совпадает с динамикой цен на обычные ОФЗ-ПД (в синих тонах) на условно-стабильных отрезках конца 2019-го, середины 2021-го и конца 2023-го, при этом расходится в динамике в периоды первой половины 2019-го и в середине 2022 года. Стоит отметить, что в силу защитного свойства таких облигаций динамика цен на них подвержена более низкой волатильности.

Далее рассмотрим этот тип бумаг на примере существующих на финансовом рынке инструментов.

ОПЫТ РОССИЙСКИХ ЛИНКЕРОВ

В России бумаги с индексируемым номиналом представлены очень ограниченным перечнем инструментов. На январь 2024 года на российском рынке имеется всего девять облигаций с индексацией номинала, четыре из которых — государственные ОФЗ-ИН с привязкой к уровню инфляции в РФ, еще три бумаги относятся к эмитенту «Новая концессионная компания», и еще по одному выпуску приходится на эмитентов «Ситиматик» и «УАХМ-ФИНАНС».

ОБЩИЙ ОБЗОР ЛИНКЕРОВ В ЕВРОПЕ

Среди европейских рынков такой тип инструментов получил значительно большее распространение. На начало 2024 года общий объем рынка индексируемых облигаций (без учета индексации) составляет чуть больше $1 трлн, 96 % всего объема подобных облигаций приходится на размещение государственных облигаций.

Лидером по объему рынка является Великобритания, где выпускается наибольший объем не только государственных, но и корпоративных и муниципальных облигаций с индексируемым номиналом по сравнению со всеми другими странами Европы. В топ-5 по совокупному объему бумаг входят такие страны, как Италия, Испания, Германия и Франция.

Полный список стран представлен в Таблице 2.

Так как рынок облигаций с индексируемым номиналом является преимущественно государственным, есть смысл более подробно рассмотреть страны с крупнейшими объемами выпусков именно с точки зрения государственных индексируемых облигаций.

Лидером по объему рынка является Великобритания, где выпускается наибольший объем не только государственных, но и корпоративных и муниципальных облигаций с индексируемым номиналом по сравнению со всеми другими странами Европы

КРУПНЕЙШИЕ РЫНКИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЛИНКЕРОВ В ЕВРОПЕ

Великобритания

Наиболее узнаваемыми являются инфляционно индексируемые государственные облигации Великобритании — Gilts. Они же являются инструментом с наибольшим совокупным объемом размещения среди всех европейских линкеров.

Эти бумаги выпускаются преимущественно два раза в год с номиналом при размещении в 0.01 фунта стерлингов. Индексация номинала происходит

Таблица 2
Объем размещения облигаций с индексируемым номиналом по стране и сектору, млн USD (по изначальному номиналу)

Источник: Cbonds

Страна	Государственный	Корпоративный	Муниципальный	Всего
Великобритания	513 780.23	28 527.39	792.22	543 099.83
Франция	236 346.91	2226.43	-	238 573.34
Италия	236 726.06	21.80	-	236 747.86
Испания	72 406.38	61.96	-	72 468.35
Германия	69 922.27	139.50	-	70 061.77
Греция	18 071.76	-	-	18 071.76
Швеция	16 344.74	47.78	-	16 392.52
Исландия	2140.45	4617.31	54.89	6812.65
Дания	4213.30	372.63	-	4585.93
Люксембург	-	2095.74	-	2095.74
Ирландия	1100.11	10.00	-	1110.11
Бельгия	980.78	-	76.28	1057.07
Нидерланды	-	472.36	-	472.36
Австрия	-	419.56	-	419.56
Джерси	-	409.90	-	409.90
Финляндия	-	172.48	-	172.48
Албания	33.75	-	-	33.75
Словакия	-	18.53	-	18.53
Венгрия	-	3.14	-	3.14
Швейцария	-	1.00	-	1.00
Итого	**975 017.68**	**39 617.50**	**923.39**	**1 015 558.57**

на индекс розничных цен Великобритании (RPI) с лагом в три месяца (для бумаг, выпущенных до 2005 года, принимался лаг в восемь месяцев). Самая «долгая» из облигаций такого типа по состоянию на начало 2024 года выпущена до 2073 года. Купон по таким облигациям выплачивается инвесторам два раза в год.

Франция

Во Франции рынок линкеров представлен 13 облигациями (OAT€i) с максимальным сроком обращения до 2053 года, а также пятью облигациями OATi, последняя из которых погашается в 2036 году. Номинал обоих типов бумаг равен €1, а периодичность выплаты купона составляет один раз в год. Разница между типами заключается только в используемом индексе.

Французские OAT€i индексируются на европейский индекс HICP — Harmonized Index of Consumer Prices ex tobacco с лагом в три месяца и выплатой индексированного номинала в дату погашения.

Тип OATi обладает теми же параметрами, за исключением индекса, используемого для расчета индексированного номинала: вместо индекса HICP индексируется на внутренний французский индекс инфляции (за вычетом табака) для полного круга домохозяйств.

Италия

Вторым по объему размещения линкеров является рынок облигаций Италии. Среди стран континентальной Европы именно в Италии линкеры получили наибольшее распространение как по количеству инструментов, так и по многообразию их условий.

Все государственные бумаги с индексацией номинала на этом рынке представлены тремя основными типами — локальными BTPi и BTP€i, а также еврооблигациями с индексацией на величину инфляции.

Локальные бумаги выпускаются с номиналом в €1000 с частотой от одной до трех бумаг в год. Выплата купонов происходит два раза в год. Самая «долгая» из таких бумаг была выпущена в 2021 году на 30 лет — до 2051 года.

Этот тип бумаг разделяется на два подтипа:

BTPi — это бумаги, индексируемые на индекс «FOI ex tabacchi» — ИПЦ для семейств работников и сотрудников, за исключением цен на табачные изделия. И номинал, и купон по таким бумагам индексируются на указанный ранее индекс. При этом каждые полгода держатель такой бумаги получает не только купонную выплату, но и значение переоценки номинала, возникающее в результате индексации номинала. Этот механизм схож с амортизационной выплатой, приравниваемой к сумме приращения номинала в результате индексации. На данный момент на рынке представлено восемь бумаг этого типа. Факт выплаты суммы индексированного номинала позволяет инвестору более гибко использовать механизм защиты от инфляции с помощью реинвестирования в другие инструменты. Однако в долгосрочной перспективе этот же механизм позволяет снизить затраты на обслуживание долга в периоды низкой инфляции, приближая этот инструмент по структуре финансовых потоков скорее к бумагам с плавающей ставкой.

BTP€i — тип бумаги, похожий на BTPi за несколькими исключениями. Первое из них — это используемый бэнчмарк: для индексации используется индекс HICP — Harmonized Index of Consumer Prices ex tobacco, который измеряется и публикуется Европейским бюро статистики (EUROSTAT). Как и BTPi, этот тип бумаг имеет полугодовую периодичность выплаты купонов, однако величина индексации номинала по таким бумагам не выплачивается держателям, а «накапливается» и выплачивается только при погашении бумаги. Этот подтип инструмента наиболее схож с российскими ОФЗ-ИН. На рынке в данный момент выпущено 12 бумаг BTP€i.

Государственные еврооблигации Италии с индексацией номинала имеют чуть бóльшую вариативность в условиях. Так же как и локальные облигации, они номинированы в евро, однако их номинал составляет от €500 000 до €1 000 000. Периодичность выплаты купона может быть как один, так и два раза в год. Номинал и купон по еврооблигациям Италии привязываются преимущественно к индексу HICP, а выплата накопленного индексированного номинала происходит в дату погашения, что делает их, в сущности, схожими с бумагами типа BTP€i. Еврооблигации Италии выпускаются в среднем на чуть более долгий срок, нежели локальные бумаги: по состоянию на начало 2024 года погашение последней из них произойдет в 2062 году. Всего же на рынке представлено девять итальянских государственных еврооблигаций.

По всем типам бумаг Италии в настоящий момент используется трехмесячный лаг в расчетах индекса.

Испания

Испанские облигации с индексируемым номиналом (BONO€i) немногочисленны и представлены всего восемью выпусками, последний из которых будет погашен в 2050 году. Номинал по этим бумагам равен €1000, а купонные платежи осуществляются один раз в год.

Индексация бумаг происходит на уже знакомый нам индекс HICP — Harmonized Index of Consumer Prices ex tobacco с лагом в три месяца. Выплата суммы индексированного номинала происходит только в дату погашения.

Германия

Замыкают пятерку лидеров по объему немецкие государственные облигации с индексируемым номиналом (Bund€i). Они представлены всего четырьмя выпусками, размещение которых состоялось в 2014-м (1), 2015-м (2) и 2021-м (1) годах. На текущий момент правительство Германии заявляет, что выпускаться инструменты такого типа в будущем не будут. Самый долгий срок до погашения у бумаги, выпущенной в 2015 году, — 15.04.2046.

Выпуск немецких линкеров происходит с номиналом в €0.01 и периодичностью выплаты купона один раз в год.

По условиям индексации немецкие государственные линкеры похожи на итальянские BTP€i и испанские OBL IDX. Номинал этих бумаг также привязан к европейскому индексу HICP — Harmonized Index of Consumer Prices ex tobacco с лагом в три месяца. Выплата суммы индексированного номинала также происходит только в дату погашения.

Динамика цен

Ввиду того, что большинство линкеров крупнейших рынков Европы привязано к общеевропейскому индексу HICP, динамика цен бумаг, сопоставимых по сроку обращения, схожа. При этом примечательно, что примерно схожей динамики придерживается и цена на линкеры Великобритании, а также цены на линкеры с привязкой к локальным

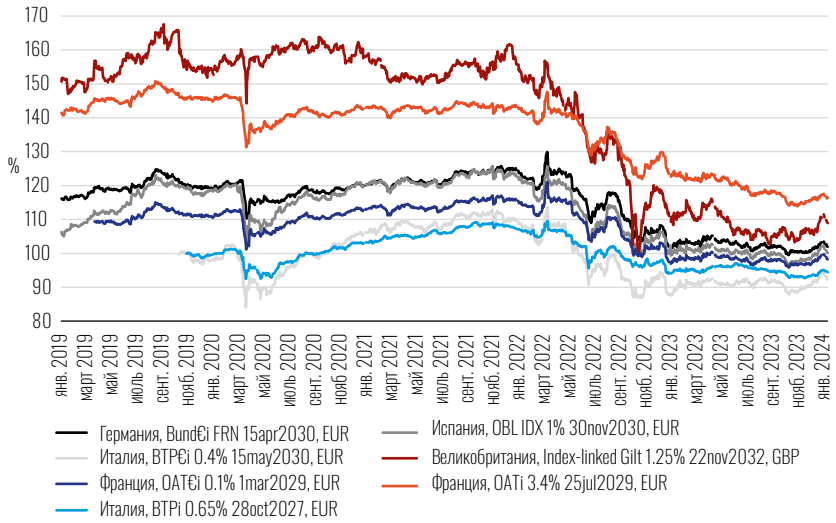


Рисунок 2
Динамика цен отдельных европейских линкеров

Источник: Cbonds Estimation

индексам. Динамика же цен на конкретные бумаги по-прежнему может быть подвержена факторам экономических рисков, специфичных для каждой конкретной страны (Рисунок 2). Помимо страновых факторов, на цену конкретной облигации могут также оказывать влияние и индивидуальные характеристики ее выпуска, как, например, размер купонной ставки — такая разница может приводить к разнице в ценовых уровнях, а также чувствительности изменения цены к ставке процента в экономике.

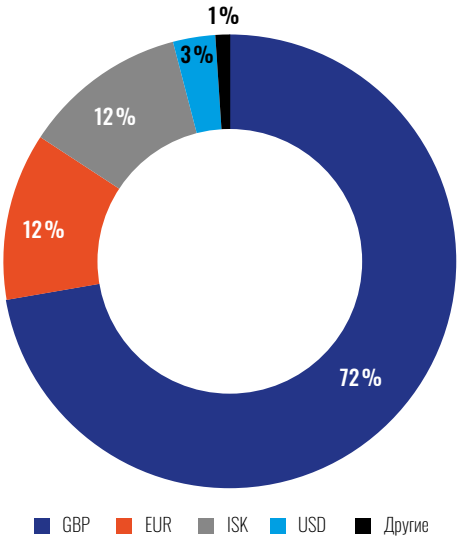
Помимо страновых факторов, на цену конкретной облигации могут также оказывать влияние и индивидуальные характеристики ее выпуска

Другие европейские страны

Что касается других стран Европы с меньшими рынками линкеров, они сконцентрированы преимущественно в странах северной Европы. Выпуск бумаг происходит с различными номиналами как в евро, так и в локальных валютах. Периодичность выплаты купонов — преимущественно один раз в год, а номиналы бумаг индексируются на локальные инфляционные индексы стран.

Рисунок 3
Валютная структура корпоративных облигаций с индексируемым номиналом в Европе

Источник: Cbonds



Корпоративный рынок

Корпоративный рынок линкеров в Европе имеет совокупный размер в $39 млрд. Основная часть этого рынка представлена еврооблигациями, выпущенными в Великобритании. Основной валютой (при оценке объемов) является фунт стерлингов, выпуски происходят также в евро, исландских кронах, долларах США и других валютах, доля которых составляет 1 % (Рисунок 3). Купоны по таким бумагам платятся один или два раза в год. Для бумаг, выпущенных в Великобритании, в качестве базы для индексации бумаг используется тот же индекс, что и для великобританских государственных бумаг Gilts — RPI. На прочих рынках номинал бумаг привязывается к уровню национальной инфляции. Помимо индексов инфляции может также использоваться привязка к биржевым индексам, например EUROSTOXX 50 (FR0013456191).

Подводя итог, можно сказать, что рынок индексируемых бумаг стран Европы весьма многообразен по формам, но единообразен по своему содержанию. Большая часть государственных бумаг предоставляет защиту от инфляции на основании ее оценки либо через национальные индексы, либо через общеевропейский HICP. Корпоративный рынок чуть более разнообразен по условиям выпусков, но представлен преимущественно еврооблигациями, бóльшая часть которых сосредоточена в Великобритании.

Создайте ваш индекс вместе с Cbonds

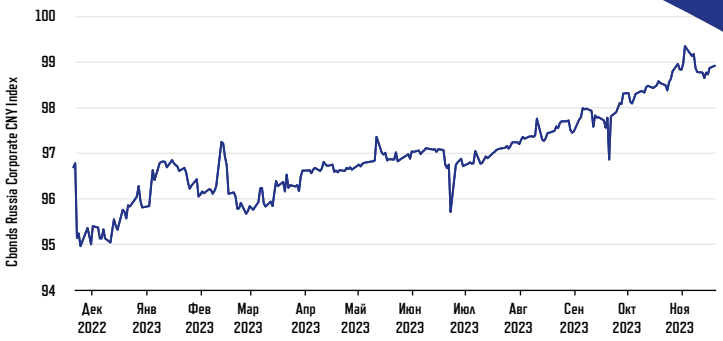
- Для измерения эффективности управления портфелем
- При использовании индексной стратегии управления
- Создание собственного бенчмарка

- Использование гибких методов построения индекса
- Ограничение долей эмитентов в портфеле
- Обновление структуры индекса при перебалансировке портфеля
- Возможность создания ценовых и объемных индексов
- Разработка пользовательской методологии

У вас есть потребность, идеи для построения индекса — свяжитесь с нами

+ 7 (812) 336-97-21 доб. 146
database@cbonds.info

Cbonds Russia Corporate Onshore Index



Cbonds Russia Corporate CNY Index

Cbonds EM Sovereign USD T-spread Index

Индексы:

- полной доходности
- эффективной доходности
- ценовой индекс
- G-спред
- индекс дюрации

Cbonds

Реклама