

Финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции на российском рынке капитала: первый опыт и перспективы

И.Н. Гуров,

МГУ им. М.В. Ломоносова,
Москва, Россия

<http://orcid.org/0000-0003-4057-9101>

АННОТАЦИЯ

Предмет. Предмет исследования – финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции.

Цель. Целью исследования является выявление перспектив и препятствий для развития рынка финансовых инструментов с защитой доходности от инфляции в России на современном этапе на основе анализа привлекательности таких финансовых инструментов для инвесторов и эмитентов.

Методология. При проведении исследования использовались такие методы, как анализ, синтез, лонгитюдный метод, группировка и сравнение.

Результаты. В статье показано, что в мире широко распространена практика выпуска государственных облигаций с защитой от инфляции, которая обеспечивается за счет регулярной индексации номинала облигаций на величину инфляции. В частности, в настоящее время в Великобритании на долю облигаций с защитой от инфляции приходится около 25%, а в США около 10% государственного долга. В России облигации федерального займа с индексированным номиналом впервые были эмитированы в 2015 г. В статье показано, что обеспечение защиты капитала инвестора от непредвиденного изменения цен, а также диверсификационные возможности облигаций с защитой от инфляции формируют спрос на них. В то же время высокое неравенство доходов населения и зависимость курса рубля от цен на энергоносители ограничивают потенциальный спрос на финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции.

Вывод. Для развития финансовых инструментов с защитой доходности от инфляции в России, в том числе для формирования рынка корпоративных облигаций с защитой доходности от инфляции, необходимо совершенствовать налоговое законодательство и обеспечить высокую ликвидность рынка таких инструментов.

Ключевые слова: рынок капитала; финансовые инструменты; защита доходности от инфляции; инфляция

Для цитирования: Гуров И.Н. Финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции на российском рынке капитала: первый опыт и перспективы // Финансы: теория и практика. 2017. Т. 21. Вып. 5. С. 140–149.

УДК 336Б

JEL G10, G11, G18

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-5-140-149

Financial Instruments with Inflation-Protected Security of Yield in the Russian Capital Market: First Experience and Prospects

I.N. Gurov,

Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0003-4057-9101>

ABSTRACT

Topic. Financial instruments with inflation-protected security of yield.

Purpose. The purpose of the study is to identify the prospects and constraints for development of the market of financial instruments with the protection of yield against inflation in Russia at the present stage on the basis of an analysis of the attractiveness of such financial instruments for investors and issuers.

Methodology. In the study we used following methods: analysis, synthesis, longitudinal method, grouping and comparison.

Results. The article shows that in a world there is vastly practiced issuance of government bonds with protection against inflation, which is achieved through regular indexation of nominal bonds value on the rate of inflation. In particular, currently, in the UK the share of bonds with protection against inflation accounts for about 25%, and in USA about 10% of the public debt. In Russia federal loan bonds with the indexed face value was first issued in 2015. The article shows that the protection of the investor's capital from unforeseen price changes, as well as diversification of bonds protected against inflation generate a demand for them. At the same time, the high income inequality of the population and the dependence of ruble exchange rate on energy prices limit the potential demand for financial instruments with protected income against inflation.

Conclusion. For the development of financial instruments with inflation-protected security of yield, including the formation of the corporate bond market with the yield protection against inflation, it is necessary to improve tax legislation and to ensure the high liquidity of the market for such instruments.

Keywords: capital market; financial instruments; protection of yield against inflation; inflation.

Citation: Gurov I.N. Financial Instruments With Inflation-Protected Security Of Yield in the Russian Capital Market: First Experience and Prospects. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2017, vol. 21, no. 5, pp. 140–149.

УДК 336Б

JEL G10, G11, G18

DOI 10.26794/2587-5671-2017-21-5-140-149

ВВЕДЕНИЕ

В ряде исследований показано, что традиционные классы финансовых инструментов (акции, облигации, инструменты инвестиций в недвижимость) не предоставляют своим владельцам защиту от непредвиденной инфляции [1, с. 16; 2, с. 9]. В связи с этим неопределенность относительно будущей инфляции является существенной проблемой для инвесторов, что формирует спрос на финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции, которые позволяют сохранить покупательную способность вложенного капитала. Отсутствие подобных финансовых инструментов на рынке капитала может привести к тому, что при высокой неопределенности относительно будущей инфляции норма сбережений снизится, что негативно скажется на доле инвестиций в ВВП и темпах роста выпуска в долгосрочном периоде.

Во многих странах, в том числе и в России, существует опыт эмиссии государственных облигаций, покупательная способность доходов по которым защищена от инфляции. Впервые такие облигации были выпущены в Массачусетсе в 1780 г. [3, с. 242]. В XX в. выпускались в Финляндии (1945 г.), Израиле, Исландии — в 1950-е гг., Бразилии, Чили, Колумбии — в 1960-е гг., Аргентине — в 1970-е гг., Австралии и Мексике — в 1980-е гг., а позднее — в Канаде, Швеции, Новой Зеландии, США и Турции. Отдельно следует выделить Великобританию, где с 1981 г. выпускаются облигации с защитой от инфляции (index-linked gilts) [4, с. 386]. По состоянию на 2016 г. около четверти государственного долга Великобритании приходится на такие облигации¹. Во многом на основе опыта Ве-

¹ По данным Государственного агентства Великобритании по управлению долгом (UK Debt Management Office). URL:

ликобритании в США с 1990-х гг. выпускаются подобные облигации [Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)], причем их удельный вес в общем объеме выпущенных казначейских облигаций растет [5, с. 1].

Существуют различные наименования таких облигаций. Облигации с защитой от инфляции (Inflation-Protected Securities), инфляции с привязкой к инфляции (Inflation-linked bonds). Несмотря на то что в названии таких финансовых инструментов, как правило, фигурирует понятие «облигация», облигации с защитой от инфляции, по мнению некоторых экономистов (Roll, 2004), фактически являются отдельным классом финансовых инструментов в силу низких корреляций с доходностями других классов финансовых инструментов.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ ОБЛИГАЦИЙ С ЗАЩИТОЙ ОТ ИНФЛЯЦИИ

Денежные потоки по облигациям с защитой доходности от инфляции формируются следующим образом. Купонная ставка облигаций с защитой от инфляции является фиксированной, а номинал облигации регулярно индексируется на накопленную инфляцию:

$$C_t = c \times N_t, \quad (1)$$

$$N_t = N \times IPC_t, \quad (2)$$

где C_t — купон, уплачиваемый в момент времени t ; c — фиксированная купонная ставка; N_t — индексированный номинал облигации на момент времени t ; N — номинал облигации в момент выпуска; IPC_t — индекс потребительских цен накопленным итогом с момента эмиссии облигаций по момент времени t (номинал может индексироваться и на другие, менее конвенциональные показатели роста цен).

Владельцы облигаций с защитой от инфляции получают индексированный купон каждый период (который растет пропорционально накопленному индексу цен), а при погашении — купон и индексированный номинал облигации.

Следует отметить, что, в частности, для определения денежных потоков по облигациям с защитой от инфляции в Великобритании применяется несколько иной механизм индексации. Денежные потоки по ним рассчитываются следующим образом²:

https://web.archive.org/web/20161110155438/http://dmo.gov.uk/index.aspx?page=gilts/about_gilts (дата обращения: 03.08.2017).

² По данным Государственного агентства Великобритании по управлению долгом (UK Debt Management Office). URL:

$$C_t = \frac{c}{2} \times \frac{RPI_t}{RPI_{base}} \times N, \quad (3)$$

$$N_T = N \times \frac{RPI_T}{RPI_{base}}, \quad (4)$$

где C_t — полугодовой купон, уплачиваемый в момент времени t ; c — фиксированная купонная ставка; RPI_{base} — индекс розничных цен (применяется вместо индекса потребительских цен) на момент выпуска облигаций; RPI_t — индекс розничных цен, применяется вместо индекса потребительских цен) на момент t ; RPI_T — индекс розничных цен, применяется вместо индекса потребительских цен) на момент погашения, N — номинал облигации на момент выпуска; N_T — индексированный номинал облигации на момент погашения.

Однако если не принимать отличия в выборе репрезентативного показателя для инфляции, различия в лагах индексации и стоимости выкупа облигации эмитентом, то структура денежных потоков по таким облигациям соответствует денежным потокам (1) и (2).

Также существует практика эмиссии облигаций, которые дают только частичную защиту от инфляции. Номинал у таких облигаций является неизменным, а купонная ставка состоит из фиксированной части и величины инфляции за период:

$$C_t = (c + \pi_t) \times N, \quad (5)$$

$$N_t = N, \quad (6)$$

где C_t — купон, уплачиваемый в момент времени t ; c — фиксированная купонная ставка; π_t — величина инфляции за период t ; N — фиксированный номинал.

Структура денежных потоков по облигациям в соответствии с формулами (5) и (6) обеспечивает только частичную защиту от непредвиденной инфляции. В строгом смысле финансовыми инструментами с защитой от инфляции являются только инструменты, денежные потоки по которым формируются в соответствии с формулами (1) и (2).

РОССИЙСКИЙ ОПЫТ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ С ЗАЩИТОЙ ОТ ИНФЛЯЦИИ

В России до 2015 г. такие компании, как ОАО «РЖД», ОАО «Вимм-Билль-Данн» и ООО «Северо-Запад-

<https://web.archive.org/web/20170501013251/http://dmo.gov.uk/documentview.aspx?docname=/giltsmarket/formulae/igcalc.pdf&page=Gilts/Formulae> (дата обращения: 03.08.2017).

ная Концессионная Компания» выпускали облигации, по которым величина купонных выплат была переменной и зависела от инфляции, но номинал оставался фиксированным. То есть такие облигации имели структуру денежных потоков в соответствии с (5) и (6) и давали только приблизительную защиту от непредвиденного роста цен. В целом эмиссия облигаций со структурой доходов в соответствии с (5) и (6) не стала распространенной практикой среди российских компаний и органов государственной власти.

В 2015 г. Министерством финансов России были впервые выпущены облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН) объемом 75 млрд руб. и погашением в 2023 г. В 2016 г. Министерство финансов России провело новое размещение облигаций ОФЗ-ИН, объем эмиссии составил 150 млрд руб., срок погашения — 2021 г. Облигации ОФЗ-ИН являются облигациями с защитой от инфляции [в соответствии с уравнениями (1) и (2), номинал индексируется на основе публикуемых Росстатом данных по индексу потребительских цен]. Купонные выплаты по ОФЗ-ИН осуществляются два раза в год, годовая купонная ставка составляет 2,5%.

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ С ЗАЩИТОЙ ДОХОДНОСТИ ОТ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

При инвестировании капитала экономические агенты учитывают общеэкономические ожидания, склонность к риску, специфику финансовых инструментов. В России для инвесторов доступны такие классы финансовых инструментов, как, в частности, акции (российских и зарубежных компаний), облигации (номинированные в рублях и в иностранной валюте), облигации с защитой доходности от инфляции, структурные финансовые продукты³.

По структуре рисков и доходности облигации с защитой от инфляции предоставляют для инвесторов

³ В качестве критерия для выделения классов финансовых активов выступает низкая величина корреляций между доходностями отдельных классов финансовых активов, их подверженность различным рискам. Строго говоря, акции российских компаний и акции зарубежных компаний принадлежат к разным классам финансовых активов. Аналогично, номинированные в рублях облигации и номинированные в иностранной валюте облигации относятся к различным классам финансовых активов. Однако в целях более удобного представления в таблице они рассматриваются в общих столбцах. Структурные продукты представляют собой достаточно разнообразный перечень финансовых инструментов, однако все они могут характеризоваться невозможностью снижения инфляционных рисков для инвестора.

ряд уникальных среди других финансовых инструментов возможностей.

Во-первых, облигации с защитой от инфляции, которые инвестор держит до погашения, позволяют избежать рисков инфляции значительно лучше относительно других финансовых инструментов. Таким образом, они обеспечивают защиту покупательной способности капитала инвестора в долгосрочном периоде. Инфляция в России сильно зависит от цен на энергоресурсы, от величины урожая и от ряда других факторов. В связи с этим, несмотря на существенные успехи в проведении антиинфляционной политики в 2011–2013 и 2015–2017 гг., неопределенность относительно инфляции в долгосрочном периоде в России остается высокой. В связи с этим защита покупательной способности активов в долгосрочном периоде является актуальной задачей для российских инвесторов. Данные особенности российской экономики положительно влияют на спрос на финансовые инструменты с защитой от инфляции.

Во-вторых, низкие корреляции доходностей облигаций с защитой от инфляции с доходностями других классов финансовых инструментов создают потенциал для использования возможностей по диверсификации инвестиционных портфелей, что может способствовать существенному улучшению характеристик инвестиционных портфелей с точки зрения соотношения их риска и доходности. Диверсификационные возможности, наряду с потенциалом хеджирования риска инфляции, формируют спрос на облигации с защитой от инфляции со стороны инвесторов.

Поскольку облигации с защитой доходности от инфляции являются менее рискованными, то в соответствии с концепцией риск-доходность требуемая доходность по ним должна быть ниже, чем по обыкновенным облигациям с таким же уровнем других рисков. Также некоторым недостатком облигаций с защитой от инфляции можно считать сравнительно низкую купонную доходность. Однако этот недостаток является субъективным, так как отражает предпочтение инвестора к получению текущего дохода относительно роста стоимости финансового инструмента. Более детально сравнительный анализ доходности и рисков таких облигаций и основных классов финансовых инструментов приведен в *таблице*.

Таким образом, облигации с защитой от инфляции по ряду характеристик существенно отличаются от других классов финансовых инструментов, что может способствовать формированию спроса на них. Также, помимо отмеченных преимуществ облигаций с защитой доходности от инфляции, можно добавить, что они дают инвестору возможность частичного хеджирования валютных рисков.

Сравнительные характеристики облигаций с защитой от инфляции и основных классов финансовых инструментов / Comparative characteristics of bonds protection from inflation and the main classes of financial instruments

| Вид финансового инструмента/ Критерий сравнения | Облигации с защитой от инфляции | Обыкновенные облигации | Акции | Инструменты инвестиций в недвижимость | Структурные финансовые продукты |
|--|---|---|---|---|--|
| Подверженность риску рублевой инфляции | Практически отсутствует (если держать до погашения) | Высокая для рублевых облигаций, низкая для облигаций, номинированных в иностранной валюте | Средняя для акций российских компаний, высокая для акций зарубежных компаний | Средняя | Средняя либо высокая |
| Подверженность валютному риску* | Высокая при выполнении Банком России таргета по инфляции, ниже средней при невыполнении таргета по инфляции | Высокая для рублевых облигаций, низкая для облигаций, номинированных в иностранной валюте | Низкая для акций зарубежных компаний | Высокая | Зависит от особенностей конкретного продукта |
| Средняя ожидаемая (требуемая) доходность | Ниже средней | Средняя, зависит от кредитного рейтинга эмитента | Высокая | Ниже средней | Средняя, выше средней |
| Текущая доходность | Ниже, чем для обыкновенных купонных облигаций | Средняя для торгуемых близко к номиналу; зависит от величины купона | Зависит от дивидендной политики компании (низкая для акций роста, высокая для акций дохода) | Ниже средней | Высокая для ряда продуктов |
| Потенциал роста рыночной цены финансового инструмента во времени | Выше, чем для обыкновенных облигаций | Номинал не изменяется, рост стоимости зависит только от соотношения текущей доходности и доходности к погашению | Варьируется в зависимости от дивидендной политики компании (высокая для акций роста, низкая для акций дохода) | Изменяется пропорционально динамике цен на недвижимость | Зависит от структуры конкретного продукта |

* Если в качестве целевого уровня (benchmark) использовать валютную доходность активов (фактически многие частные российские инвесторы в качестве целевого уровня используют валютную доходность активов, в частности из-за того, что существенная часть их расходов может быть номинирована в иностранной валюте). В случае если в качестве целевого уровня использовать рублевую доходность активов, то, наоборот, акции иностранных компаний, облигации, номинированные в иностранной валюте, акции российских экспортоориентированных компаний в меньшей степени защищают от валютных рисков.

Однако существуют проблемы, как общие для всех стран, так и специфические для России, которые негативно сказываются на спросе инвесторов на облигации с защитой от инфляции.

Во-первых, существенной проблемой для развития облигаций с защитой от инфляции в России может стать их невысокая ликвидность. Даже в США, где сравнительно развит рынок казначейских облигаций с защитой от инфляции, имеет место их низкая ликвидность. Это существенно влияет на способность таких облигаций к защите от непредвиденной инфляции [6, с. 26], поскольку в краткосрочном периоде высокое влияние на динамику цен данных облигаций оказывает спрос крупных институциональных инвесторов, приобретающих большие объемы облигаций с защитой от инфляции. Коэффициент корреляции между доходностями за период владения американских казначейских облигаций с защитой от инфляции и самой инфляцией составляет всего 9,89% [2, с. 3], а, по оценкам ряда экономистов, аномалии в ценообразовании облигаций с защитой доходности от инфляции доходят до 20% от их номинала и являются наибольшими из выявленных для всех остальных классов ценных бумаг [5, с. 2]. Соответственно, учитывая низкую ликвидность облигаций с защитой от инфляции, если такие облигации приобретаются не в момент эмиссии и не держатся до погашения, то их способности по защите инвестора от инфляции могут быть существенно ограничены.

Во-вторых, высокая зависимость российской экономики от цен на энергоносители и высокое неравенство доходов домохозяйств является существенным ограничивающим фактором для формирования спроса со стороны инвесторов на финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции. В российской экономике имеет место высокая неравномерность доходов домохозяйств⁴. В связи с этим в масштабах российской экономики в целом, большая часть сбережений приходится на домохозяйства с высоким уровнем дохода и меньшая часть сбережений — на домохозяйства с низким или

средним уровнем дохода⁵. Потребительская корзина домохозяйств с высоким уровнем дохода отличается от потребительской корзины домохозяйств с низким или средним уровнем дохода. Основную часть потребления домохозяйств с высоким уровнем дохода составляют товары и услуги с высокой положительной эластичностью по доходу (иностранные автомобили, отдых за границей, брендированная одежда и предметы домашнего интерьера). Цены на указанные товары изменяются пропорционально курсу рубля. В связи с высокой зависимостью курса рубля, в частности, от цен на нефть, потребительская корзина для домохозяйств с высоким уровнем дохода сильно зависит от курса рубля к иностранным валютам, и в меньшей степени от публикуемого Росстатом индекса потребительских цен. Данный фактор негативно влияет на спрос домохозяйств с высоким уровнем дохода на финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции.

Влияние валютных курсов на потребительскую корзину домохозяйств с низким или средним уровнем дохода существенно ниже⁶. Персональная инфляция для домохозяйств с низким или средним уровнем дохода имеет более тесную взаимосвязь с публикуемым Росстатом индексом потребительских цен. Поэтому домохозяйства с низким или средним уровнем дохода могут быть заинтересованы в приобретении финансовых инструментов с защитой от инфляции, однако, как было отмечено ранее, общий объем инвестиций у домохозяйств с низким или средним уровнем дохода является небольшим в масштабах российской экономики.

Таким образом, домохозяйства с высоким уровнем дохода имеют существенные инвестиционные ресурсы для приобретения облигаций с защитой от инфляции, но меньше стимулов (относительно домохозяйств с низким и средним уровнем дохода) по хеджированию рублевой инфляции. Домохозяйства с низким и средним уровнем дохода имеют стимулы к хеджированию рублевой инфляции, но не имеют существенных по объему инвестиционных ресурсов. Исходя из этого, можно сделать вывод, что для ро-

⁴ По факту спрос на финансовые инструменты со стороны домохозяйств зависит как от уровня их доходов, так и от объема запаса капитала домохозяйств. В целях краткости изложения в настоящем исследовании рассматривается именно влияние неравенства доходов домохозяйств на спрос на финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции. Влияние неравенства запаса капитала (накопленных сбережений) домохозяйств на спрос на финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции имеет такую же природу и направленность. При этом неравенство запаса капитала домохозяйств в российской экономике также является высоким, а в целом в масштабах экономики объем запаса капитала домохозяйства сильно коррелирует с доходом домохозяйства.

⁵ Отметим, что описанные рассуждения о влиянии неравенства доходов на спрос на облигации с защитой от инфляции справедливы и для ситуации, когда финансовые институты покупают облигации с защитой от инфляции, поскольку домохозяйствам по факту принадлежат пассивы финансовых институтов.

⁶ Отметим, что падение курса рубля приводит к росту потребительских цен в России. Однако в силу действий Банка России, направленных на выполнение заявленных целей по инфляции, при падении курса рубля цены на произведенные в России товары и услуги растут в меньшей степени, чем выраженные в рублях цены на товары и услуги, потребляемые домохозяйствами с высоким уровнем дохода.

ста спроса на финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции со стороны домохозяйств необходимы позитивные структурные изменения в российской экономике, которые приведут к снижению зависимости цен на товары с положительной эластичностью спроса по доходу от динамики цен на энергоносители, а также к росту благосостояния домохозяйств с низким и средним уровнем дохода.

Помимо указанных выше факторов, на привлекательность финансовых инструментов с защитой от инфляции для инвесторов может негативно влиять то, что у таких облигаций индексация осуществляется с лагом относительно фактического изменения цен⁷.

Указанные особенности финансовых инструментов с защитой от инфляции являются негативными для инвесторов, однако серьезные преимущества и диверсификационные возможности таких финансовых инструментов являются достаточно существенными для формирования спроса на них на российском рынке капитала. На возможности роста спроса на финансовые инструменты с защитой от инфляции также указывает тот факт, что инвесторы в России еще не адаптировались к новому классу финансовых инструментов. Так, директор департамента госдолга и государственных финансовых активов Министерства финансов Российской Федерации Константин Вышковский отмечает, что в условиях замедления инфляции в 2017 г. снизился спрос на такие облигации⁸. То есть инвесторы в 2015–2016 гг. покупали такие облигации в условиях сравнительно высокой инфляции для получения краткосрочной номинальной доходности, в то время как эти облигации являются наиболее ценными в силу обеспечения фиксированной реальной доходности в долгосрочном периоде. Вероятно, что активное информирование инвесторов о специфике и преимуществах облигаций с защитой от инфляции позволит создать на них устойчивый спрос.

Важно добавить, что инвесторы будут готовы предоставлять по облигациям с защитой от инфляции сравнительно более долгосрочное финансирование (относительно обычных облигаций), поскольку в условиях невысокого доверия к денежным властям покупательная способность доходов по обычным облигациям не известна. В таких условиях облигации с защитой доходности от инфляции выглядят

перспективным источником вложения средств на долгосрочный период. Соответственно, наличие развитого рынка финансовых инструментов с защитой от инфляции будет благоприятно отражаться на формировании долгосрочных финансовых ресурсов в экономике.

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ С ЗАЩИТОЙ ОТ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ

И государство, и коммерческие компании (включая компании реального сектора и финансовые институты) могут использовать финансовые инструменты с защитой от инфляции в качестве средства привлечения капитала. Как было отмечено ранее, финансовые инструменты с защитой от инфляции являются при прочих равных условиях менее рискованными, в связи с этим эмитенты с их помощью могут привлекать сравнительно более дешевое финансирование.

Некоторые экономисты отмечают, что государство при эмиссии облигаций с защитой от инфляции теряет стимулы для проведения дискреционной денежно-кредитной политики, поскольку более высокая инфляция не будет приводить к снижению затрат на выплату государственного долга в реальном выражении [6, с. 27]. Более того, выпуск облигаций с защитой от инфляции в существенных (относительно общего объема эмиссии государственных долговых бумаг) масштабах будет выступать позитивным сигналом для экономических агентов, поскольку свидетельствует о стремлении государства обеспечить контроль над ростом цен, что особенно важно в условиях действия режима инфляционного таргетирования. Тем не менее в России выпуск облигаций с защитой от инфляции является именно знаковым сигналом и не дает возможности прогнозировать действия денежных властей по следующим причинам. Во-первых, за достижение заявленных целей по инфляции несет ответственность Банк России, а не Министерство финансов. Во-вторых, объем государственного долга, который не имеет привязки к инфляции, многократно превосходит объем эмиссии облигаций с защитой доходности от инфляции, поэтому рост инфляции в будущем в совокупности будет приводить к уменьшению рублевого государственного долга в номинальном выражении.

Как отмечалось ранее, некоторые российские компании имеют опыт выпуска облигаций, купонная доходность по которым зависела от инфляции [с денежными потоками, определяемыми в соответствии с формулами (5) и (6)]. При эмиссии облигаций с защитой от инфляции [с денежными потоками, определяемыми в соответствии с формулами (1) и (2)] необ-

⁷ В частности, для российских ОФЗ-ИН этот лаг составляет три месяца.

⁸ Интервью директора департамента госдолга и государственных финансовых активов Министерства финансов Российской Федерации Константина Вышковского. URL: <https://rns.online/interviews/Konstantin-Vishkovskii-o-dolgovoi-politike-Rossii-2016-10-28/?track=promointerview> (дата обращения 03.08.2017).

ходим особый контроль кредитных рисков эмитента. Во-первых, чтобы нефинансовая компания могла эмитировать облигации с защитой от инфляции без принятия на себя чрезмерных рисков, необходимо, чтобы она могла увеличивать свою прибыль пропорционально росту цен (т.е. повышать выручку с темпами не ниже инфляции и увеличивать издержки с темпами не выше инфляции). Во-вторых, учитывая растущий номинал таких облигаций, необходимо, чтобы в конце срока погашения таких облигаций компания могла аккумулировать достаточный объем средств для погашения индексированного номинала даже при существенном росте цен. При этом следует отметить более низкие текущие платежи по финансовым инструментам с защитой от инфляции относительно обыкновенных долговых финансовых инструментов (поскольку купонная ставка по облигациям с защитой от инфляции ниже, чем у обыкновенных облигаций). Это может быть привлекательно для финансирования капиталоемких проектов, поскольку сравнительно низкие текущие платежи позволят обеспечить исполнение более высокого инвестиционного бюджета, вместо того, чтобы часть денег выплачивать в качестве купонных платежей по облигациям.

Как отмечалось ранее, инвесторы будут готовы предоставлять финансирование посредством финансовых инструментов с защитой от инфляции на более длительные сроки относительно других долговых финансовых инструментов. Это является особенно важным, поскольку в России существует дефицит долгосрочного рублевого финансирования, что препятствует реализации капиталоемких инвестиционных проектов компаниям с рублевой выручкой (валютные займы для таких компаний являются чрезмерно рискованными), в том числе из таких отраслей, как транспорт, машиностроение, производство и распределение электроэнергии, ЖКХ. Привлеченные с помощью финансовых инструментов с защитой от инфляции долгосрочные финансовые ресурсы могли бы быть инвестированы в капиталоемкие инвестиционные проекты, что способствовало бы увеличению запаса капитала в экономике, производительности труда и объема выпуска.

ОСОБЕННОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ С ЗАЩИТОЙ ОТ ИНФЛЯЦИИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТИТУТАМИ

В соответствии с концепцией управления, с учетом активов и пассивов⁹ при привлечении капитала по

средством финансовых инструментов с защитой от инфляции финансовые институты не должны принимать на себя риск инфляции, а обязаны передавать его. То есть если финансовый институт привлекает средства с доходностью привлечения, привязанной к инфляции, то и предоставлять он должен средства, доходность по которым будет таким же образом зависеть от инфляции.

Касательно типов финансовых институтов, которые могут предъявлять спрос на такие ценные бумаги, можно выделить в первую очередь страховые компании, пенсионные фонды и различные инвестиционные фонды, поскольку они имеют возможность вкладывать средства на длительный период времени и их будущие расходы (либо расходы лиц, в интересах которых они вкладывают средства) растут пропорционально инфляции в долгосрочном периоде.

Держателями существенной части пассивов пенсионных фондов являются будущие пенсионеры. Поскольку пенсионные фонды должны действовать в их интересах, то следует ожидать, что они будут предъявлять высокий спрос на облигации с защитой от инфляции. Таким образом, развитие накопительной пенсионной системы могло бы способствовать развитию рынка облигаций с защитой от инфляции более быстрыми темпами, чем в условиях заморозки пенсионных накоплений. Особенно это является важным фактором спроса на облигации с защитой от инфляции в контексте того, что расходы большей части будущих пенсионеров, представленных домохозяйствами с низким и средним уровнем дохода, существенно сильнее зависят от рублевой инфляции, чем расходы населения с высоким уровнем дохода.

Коммерческие банки также могут быть заинтересованы в эмиссии финансовых инструментов с защитой от инфляции. Известно, что «Бинбанк» рассматривает возможность размещения облигаций с привязкой доходности к инфляции¹⁰. Однако помимо эмиссии облигаций с защитой от инфляции коммерческие банки также могут организовать привлечение депозитов, доходность по которым будет привязываться к инфляции, однако для этого им необходимо предоставлять финансирование нефинансовым компаниям, доходность по которому также будет зависеть от инфляции. При этом возможность вывода на рынок таких банковских продуктов существенно зависит от

честве более совершенной по сравнению с Концепцией управления только активами (Asset Only, AO). В соответствии с концепцией ALM финансовый институт должен учитывать подверженность всевозможным рискам не только свои активы, но и свои пассивы.

¹⁰ URL: http://1prime.ru/Financial_market/20150717/815723602.html (дата обращения: 03.08.2017).

⁹ Концепция управления активами и пассивами (Asset-Liability Management, ALM) часто рассматривается в ка-

нормативной базы в области банковской деятельности. Также важным фактором является то, что коммерческие банки привлекают, как правило, сравнительно краткосрочные депозиты и, в силу требований по ликвидности, предоставляют сравнительно краткосрочные кредиты [7, с. 11–20]. Однако в условиях, когда денежным властям удалось добиться достаточно высокого уровня краткосрочного доверия к своим целям по инфляции [8, с. 1625–1665], инвестиционная привлекательность краткосрочных финансовых инструментов с защитой от инфляции не имеет явных преимуществ относительно обыкновенных облигаций. Действительно, если экономические агенты ожидают, что центральный банк выполнит цели по инфляции в краткосрочном периоде, то они не будут стремиться хеджировать свои краткосрочные инвестиции от непредвиденной инфляции. В связи с этим, вероятно, в ближайшей перспективе в России краткосрочные рублевые банковские депозиты с привязкой доходности к инфляции не будут пользоваться высоким спросом. В то же время посредством депозитов с защитой от инфляции коммерческие банки смогут привлекать долгосрочные финансовые ресурсы, что позволит им предоставлять более долгосрочное (относительно текущих средних сроков) рублевое финансирование.

Для того чтобы привлечь капитал посредством финансовых инструментов с защитой от инфляции, банкам целесообразно и выдавать кредиты, долг по которым будет индексироваться на инфляцию. Однако вероятно, что выдача таких кредитов физическим лицам будет чрезмерно рискованной, поскольку если номинальная заработная плата будет расти темпами ниже инфляции, то заемщик столкнется с трудностями при выплате увеличенного тела долга по кредиту. Для России высока вероятность того, что при росте цен будет наблюдаться одновременное снижение выпуска, в результате рост цен будет опережать рост номинальной заработной платы (что, в частности, имело место в 2014–2016 гг.). В то же время компании, которые могут увеличивать свою выручку пропорционально инфляции и выплачивать увеличивающееся тело долга, имеют возможность привлекать кредиты, эффективная ставка процента по которым будет зависеть от инфляции.

НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ ДОХОДОВ И РАСХОДОВ ПО ФИНАНСОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ С ЗАЩИТОЙ ОТ ИНФЛЯЦИИ

В соответствии с приказом Минфина от 14.07.2015 № 03–03/40395 для юридических лиц и НПФ предусмотрена льготная ставка налога на получаемые по ОФЗ-ИН купонные доходы и доходы от индексации

(15% от доходов вместо обычных 20% налога на процентные доходы)¹¹. Физические лица освобождены от уплаты налога по облигациям ОФЗ-ИН. В то же время доход от продажи составляет, как и для большинства других видов дохода, 20% для юридических лиц и НПФ и 13% для физических лиц.

В связи с тем, что в настоящее время многие нефинансовые компании и финансовые институты рассматривают возможность эмиссии финансовых инструментов с защитой от инфляции, для развития рынка финансовых инструментов с защитой от инфляции необходимо создавать нормы налогового законодательства, регулирующие налогообложение финансовых инструментов с защитой от инфляции, выпущенных коммерческими компаниями. В частности, признание расходов эмитента финансовых инструментов с защитой от инфляции имеет свои особенности. При высокой инфляции увеличенное тело долга по облигации может рассматриваться либо как погашение долга, либо как расход. Данная неясность создаст дополнительные налоговые риски для эмитента облигаций с защитой от инфляции. Поскольку в соответствии с налоговым законодательством индексированный номинал является доходом владельца облигации, то целесообразно и погашение индексированного номинала рассматривать в качестве расхода эмитента при определении налогооблагаемой базы по налогу на прибыль.

Нормы налогового права в области признания доходов по финансовым инструментам с защитой от инфляции также требуют уточнения. Номинал облигаций с защитой от инфляции растет пропорционально инфляции, причем налогообложение роста стоимости номинала такой облигации может существенно снизить их способности по защите от инфляции [9, с. 46–47]. С точки зрения налогового законодательства¹² доходом владельца такой облигации признаются и получаемые купоны, и увеличенный номинал. Однако экономический смысл увеличенного номинала по таким финансовым инструментам — это компенсация за потери от инфляции, а не доход инвестора. Поэтому для развития данного инструмента возможно введение некоторых льгот по налогообложению увеличенного номинала.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Развитие ликвидного рынка финансовых инструментов с защитой от инфляции позволит инве-

¹¹ В соответствии с п. 25 ст. 217 Налогового кодекса РФ, п. 4 ст. 284 Налогового кодекса РФ, приказом Минфина от 14.07.2015 № 03–03/40395.

¹² Приказ Министерства финансов от 15.07.2015 г. № 214 (п. 3).

сторам обеспечивать защиту своего капитала от непредвиденной инфляции, а также создаст возможности для улучшения характеристик риска и доходности инвестиционных портфелей. Однако сочетание высокого неравенства доходов и волатильности курса рубля, так же как и медленное развитие пенсионной системы, негативно сказываются на спросе на финансовые инструменты с защитой от инфляции в России.

Тем не менее в настоящее время существуют объективные предпосылки для развития рынка финансовых инструментов с защитой доходности от инфляции, в том числе для эмиссии таких инструментов нефинансовыми компаниями и финансовыми

институтами. Для развития корпоративного сектора таких финансовых инструментов необходимо формирование норм налогового законодательства в области налогообложения доходов и расходов по финансовым инструментам с защитой от инфляции, а также норм, регулирующих учет рисков финансовых институтов при приобретении таких финансовых инструментов.

Перспективными направлениями дальнейших исследований, по мнению автора, являются, во-первых, детальная разработка рекомендаций по правовому регулированию рынка финансовых инструментов с защитой от инфляции в России, и, во-вторых, анализ возможностей выпуска таких инструментов нефинансовыми компаниями и финансовыми институтами.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ/REFERENCES

1. Ang A., Brière M., Signori O. Inflation and Individual Equities. National Bureau of Economic Research. Working Paper № 17798. 2012. 30 p. DOI: 10.3386/w17798. URL: <http://www.nber.org/papers/w17798.pdf>.
2. Capital Market Expectations, Market Valuation, and Asset Allocation: CFA Program Curriculum 2013 LVL III V3. New York: John Wiley & Sons, 2012. 448 p.
3. D'Amico S., Kim D.H., Wei M. Tips from TIPS: the Informational Content of Treasury Inflation-Protected Security Prices. Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2016. 88 p. URL: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2014/201424/201424pap.pdf>.
4. Downing C.T., Longstaff F.A., Rierson M.A. Inflation Tracking Portfolio. National Bureau of Economic Research, Working Paper № 18135, 2012. 23 p. DOI: 10.3386/w18135. URL: <http://www.nber.org/papers/w18135.pdf>.
5. Fleckenstein M., Longstaff F.A., Lustig H. Why Does the Treasury Issue TIPS? The TIPS-Treasury Bond Puzzle. National Bureau of Economic Research, Working Paper 16358, 2010. 50 p. DOI: 10.3386/w16358. URL: <http://www.nber.org/papers/w16358>.
6. King R.G., Lu Y.K., Pastén E.S. Managing Expectations. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2008, vol. 40, no. 8, pp. 1625–1665.
7. McGrath G., Windle R. Recent developments in sterling inflation-linked markets. *Bank of England. Quarterly Bulletin 2006 Q4*, vol. 46, no. 4, 2006. pp. 386–396. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb0604.pdf>.
8. Roll R. Empirical TIPS. *Financial Analysts Journal*, vol. 60, no. 1, 2004. pp. 31–53. <https://doi.org/10.2469/faj.v60.n1.2591>. URL: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v60.n1.2591>.
9. Матовников М. Банковская система России и долгосрочные ресурсы. Деньги и кредит. 2013. № 5. С. 11–20. Matovnikov M. Banking system of Russia and long-term resources. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2013, no. 5, pp. 11–20. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Илья Николаевич Гуров — кандидат экономических наук, экономический факультет, кафедра финансов и кредита, МГУ им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия
ingurov@mail.ru

ABOUT AUTHOR

Ilya Nikolaevich Gurov — Cand. Sci. (Econ.), Faculty of Economics, Finance and Credit Department, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia
ingurov@mail.ru