

Индексируемые облигации в Беларуси: потенциал для развития финансового рынка и долгового финансирования

Доктор Александр Леманн и Дмитрий Червяков

Берлин/Минск, октябрь 2020 г.

О Немецкой экономической группе (German Economic Team)

Немецкая экономическая группа (GET) консультирует правительства Украины, Беларуси, Молдовы, Грузии и Узбекистана по вопросам разработки реформ экономической политики и устойчивого развития рамочных условий экономики. В рамках проекта мы также работаем в других странах по отдельным темам.

В процессе постоянного диалога с принимающими решения лицами высокого уровня в странах, охваченных проектом, мы идентифицируем насущные проблемы в сфере экономической политики и предоставляем конкретные рекомендации, основанные на независимом анализе.

Кроме того, GET оказывает поддержку немецким организациям из политической, административной и деловой отрасли с помощью «ноу-хау» и прочных знаний экономики региона.

Финансирование Немецкой экономической группы осуществляется Федеральным министерством экономики и энергетики. Реализация проекта поручена консалтинговой фирме «Берлин Экономикс» (Berlin Economics).

К О Н Т А К Т

Дмитрий Червяков, менеджер проекта в Беларуси
chervyakov@berlin-economics.com

German Economic Team

c/o BE Berlin Economics GmbH
Schillerstraße 59 • 10627 Berlin
Тел.: +49 30 / 20 61 34 64 0
info@german-economic-team.com
www.german-economic-team.com

Implemented by



Наши публикации доступны по адресу: <https://www.german-economic-team.com/belarus>.

Краткое резюме

Индексируемые облигации (ИО) обеспечивают защиту «реальной стоимости» основной суммы долга и купонных выплат. Таким образом, они переносят риск инфляции от инвестора к эмитенту. Во многих странах с формирующейся рыночной экономикой ИО оказались полезным инструментом для обеспечения выпуска государственных долговых обязательств в периоды волатильной инфляции или нестабильности денежно-кредитной политики. Существенные объемы ИО находятся в обращении в десятке стран с формирующейся рыночной экономикой. Общая капитализация этих облигаций составляет 500 миллиардов долларов США. На пять стран приходится более 90% от общего объема таких долговых инструментов; на более мелких рынках выпуск ИО часто носил временный характер. Вкладываются в такие ценные бумаги, как правило, внутренние инвесторы, которые осуществляют долгосрочные инвестиции.

Денежно-кредитная политика в Беларуси не вызывает полного доверия в глазах инвесторов, которые могут требовать премию за риск помимо того дохода, который гарантирован по итогам достижения стабильности денежно-кредитной политики. В этом случае ИО позволят сэкономить на обслуживании долга. Они также могут стать долгосрочным активом для инвесторов внутри страны и помочь сократить количество финансовых активов, номинированных в долларах США.

Существует ряд препятствий и затрат, которые свидетельствуют о том, что внедрение ИО в Беларуси пока является преждевременным. Учитывая относительно высокую долю регулируемых цен в ИПЦ, обслуживание долга (купон) по таким облигациям будет зависеть от вмешательства государства. Кроме того, ИО могут фрагментировать и без того ограниченную эмиссию государственных облигаций в белорусских рублях на внутреннем рынке. Это усугубит проблему ликвидности на внутреннем рынке облигаций. Пенсионные и страховые фонды являются типичными инвесторами в ИО, однако такие фонды недостаточно развиты в Беларуси.

Содержание

1	Введение.....	2
2	Индексируемые облигации: обоснование и технические аспекты.....	2
2.1	Мотивация для суверенного эмитента и инвесторов.....	2
2.2	Планирование выпуска ИО.....	5
3	Мировой рынок индексируемых облигаций.....	6
3.1	Развитые рынки.....	7
3.2	Страны с формирующейся рыночной экономикой.....	7
4	Являются ли индексируемые облигации разумным нововведением в Беларуси?	10
4.1	Макроэкономическая стабильность и инфляционный риск.....	10
4.2	Управление суверенным долгом.....	11
	База инвесторов и влияние на развитие рынка капитала	13
4.3	Дедолларизация финансовой системы и независимость денежно-кредитной политики	14
4.4	Объективность индекса цен.....	15
5	Выводы.....	18
6	Приложение: опыт применения ИО в странах с формирующейся рыночной экономикой 19	
6.1	Южная Африка.....	19
6.2	Россия	20
6.3	Польша	21
6.4	Израиль	21
6.5	Уругвай	22
	Список литературы	23

1 Введение

Рынок капитала Беларуси все еще находится на начальной стадии развития, а глубина внутреннего рынка ценных бумаг намного меньше, чем в центральноевропейских странах-членах ЕС. Многие предприятия выпускают облигации, однако торговля этими инструментами развита недостаточно. непогашенный государственный долг в национальной валюте составляет всего около 7% ВВП, при этом в последние годы облигации были выпущены лишь несколько раз. В уточненной стратегии развития финансового рынка от 2019 года четко обозначено направление реформирования этого рынка. Ключевой вопрос, касающийся стратегии развития белорусского рынка капитала и управления государственным долгом – это отсутствие определенных инструментов и рынков и возможность их независимого развития частными компаниями-участницами рынка.

Одним из таких недостающих инструментов могут быть индексируемые облигации (ИО) – обычный инструмент, используемый во многих странах с развитым рынком государственных ценных бумаг. Они могут продаваться непосредственно по рыночной стоимости с реальной процентной ставкой и являться ключевым активом для инвесторов с долгосрочными обязательствами, которым необходимо обезопасить себя от ценовых шоков. Активы в белорусских рублях, индексируемые к уровню внутренних цен, могут использоваться более широко и включать компонент долларизации, которая на протяжении длительного времени является фактором уязвимости финансовой системы страны. Государство больше не может получать выгоду от инфляционных шоков за счет инвесторов, поэтому с меньшей вероятностью будет проводить более стимулирующую денежно-кредитную политику и инфляционное таргетирование.

В данной работе анализируется опыт применения индексируемых облигаций в странах с формирующейся рыночной экономикой, а также не согласующиеся с ними цели экономической политики, которым органы государственного управления должны дать оценку, прежде чем вводить подобные инструменты. Данная работа содержит следующие разделы:

- В Разделе 2 представлен обзор аргументов в пользу применения индексируемых облигаций (ИО) и некоторых ключевых вопросов планирования их выпуска;
- В Разделе 3 рассматривается опыт различных стран, в частности, стран с формирующейся рыночной экономикой, и выделяются ключевые предпосылки, наличие которых является обязательным условием (в Приложении рассмотрены пять примеров);
- В Разделе 4 представлена оценка степени присутствия этих предпосылок в Беларуси и целесообразности введения ИО с точки зрения управления суверенным долгом, развития рынка капитала и финансовой стабильности (дедолларизации).

2 Индексируемые облигации: обоснование и технические аспекты

2.1 Мотивация для суверенного эмитента и инвесторов

Все долговые ценные бумаги подвержены кредитному риску, а в отношении будущей реальной величины основного долга и процентов существует неопределенность. В любой юрисдикции государственный долг представляет собой финансовое обязательство наивысшего качества, однако реальная доходность ценных бумаг для инвесторов все равно может уменьшиться в силу

инфляции. Особое беспокойство неустойчивый характер инфляции в странах с формирующейся рыночной экономикой вызывал в периоды макроэкономической нестабильности. В результате в 1964 году в Бразилии появились индексируемые облигации. Даже сейчас, когда в странах с формирующейся рыночной экономикой денежно-кредитная политика стала более предсказуемой, инфляция по-прежнему остается поводом для беспокойства. Значительный вес компонента сырьевых товаров в индексах цен и быстрый перенос влияния внешних цен на внутренние может приводить к снижению ожидаемых доходов.

Инвестор, приобретающий облигации с обычным фиксированным купоном, сталкивается с уменьшением их реальной стоимости, которая является неопределенной. Чтобы компенсировать эту неопределенность, в ожидаемую доходность включается риск-премия. Отличительной чертой ИО является фиксированная реальная стоимость, по которой они предлагаются инвесторам. Этот инструмент предполагает купонный платеж и выплату по основному долгу, которая соответствует реальной стоимости на дату выпуска. По сути, инфляционный риск переходит от инвестора к эмитенту (в качестве которого практически всегда выступает государство). Если уровень инфляции меняется не так, как ожидалось, в том числе в силу внешнего шока, издержки с определенной задержкой несет эмитент, в то время как инвестор от них защищен.

С точки зрения подразделения, осуществляющего управление долгом в стране с формирующейся рыночной экономикой, выпуск ИО, как правило, целесообразен как прием самостимулирования в случаях, когда по мнению участников рынка, цель по инфляции не полностью выполнима. Тогда для защиты от инфляции не требуется предоставлять инвестору премию в качестве компенсации инфляционного риска. Это позволяет сэкономить бюджетные средства *при выпуске* долговых инструментов. *Фактически* ИО позволяют сэкономить по сравнению с обычными долговыми инструментами с фиксированным купоном, если при наступлении срока погашения облигаций инфляция оказывается ниже, чем ожидали инвесторы на этапе выпуска. По существу, выпуск ИО – в интересах государства, если оно уверено в том, что денежно-кредитная политика направлена на сохранение низкого уровня инфляции в большей степени, чем рынок закладывает это в стоимость в текущий момент.

Поскольку обычно инфляция имеет прямую зависимость от экономического роста (и, следовательно, доходов бюджета), ИО также позволяют сгладить затраты на обслуживание государственного долга по отношению к номинальному ВВП в течение экономического цикла. Если в период значительного экономического роста инфляция сильно меняется в большую сторону, затраты на обслуживание долга государством соизмеримо возрастают, хотя относительно номинальной величины налоговых поступлений это увеличение будет незначительным. Такие гарантии на случай шоков повысят предсказуемость управления бюджетом. Исключение составляют внешние шоки или периоды стагфляции.

Инвестор, которому предлагаются ИО и облигации с фиксированным купоном такого же срока обращения, выберет второй вариант, если номинальная доходность превышает реальную доходность ИО плюс инфляцию, ожидаемую на момент выпуска. ИО привлекательны для инвесторов, обязательства которых аналогичным образом привязаны к номинальной стоимости (например, заработной плате).¹ Кроме того, держателями ИО часто являются долгосрочные инвесторы,

¹ Термин безубыточная инфляция (break even inflation) обозначает разницу между доходностью облигаций с фиксированным купоном и ИО с одинаковым сроком погашения. Если этот показатель превышает ожидаемую инвесторами инфляцию за период обращения облигаций, то инструменты с фиксированным купоном будут более привлекательны.

которые стараются делать так, чтобы срок погашения их долгосрочных обязательств совпадал со сроком погашения активов. В странах с формирующейся рыночной экономикой такими инвесторами выступают главным образом национальные пенсионные фонды, которые являются основными держателями рассматриваемых инструментов.

В странах с формирующейся рыночной экономикой в условиях высокой и переменной инфляции включение ИО в долговые портфели способствует улучшению характеристик рискованной доходности по сравнению с портфелями, состоящими из облигаций с фиксированным купоном (Swinkels, 2018).

ИО стали важным и надежным компонентом рынков государственных облигаций, где наблюдается совпадение интересов эмитента в эффективном управлении долгом в условиях высоких премий за инфляционный риск и заинтересованности инвесторов в защите ценных бумаг от обесценения при длительных сроках обращения. Поскольку резкие изменения уровня инфляции больше не приносят доходов в бюджет, доверие к денежно-кредитной политике укрепляется. Поэтому центральные банки часто поддерживают выпуск таких инструментов.

Существуют две основные причины, по которым многие страны не решаются использовать подобные инструменты.

Во-первых, ИО "вымывают" ликвидность рынка. Они фрагментируют выпуск правительством стандартных инструментов с фиксированным купоном с определенными контрольными сроками погашения. Обычно рынки ИО намного меньше, чем рынки облигаций с фиксированным купоном. Даже в тех странах, где эти рынки достаточно велики, как в Бразилии и Израиле, типичные инвесторы, например, пенсионные фонды, придерживаются стратегии, предполагающей покупку и длительное владение ценными бумагами, и с меньшей вероятностью торгуют ИО. Соответственно, эмитенту необходимо будет уплатить премию за ликвидность при выпуске, что может свести на нет его экономию от премии за инфляционный риск. Даже для такого ликвидного рынка, как рынок США, размер премии по ИО (TIPS - казначейские облигации, защищенные от инфляции) и обычным облигациям с фиксированным купоном может существенно отличаться.²

Второй недостаток объясняет давнее нежелание Германии использовать эти инструменты. Существуют опасения, что индексирование государственного долга может затронуть и другие области, например, частные финансовые контракты и, в конечном итоге, цены и заработную плату. По мере того как частный бизнес привыкает к более высокому уровню инфляции и получает защиту от его роста, эффективность денежно-кредитной политики будет снижаться. Ситуация, когда произойдет реальная девальвация и будут наблюдаться скачки инфляции, в силу которых стоимость частных долговых контрактов снижается, окажется более трудной. Эти проблемы в контексте Беларуси рассматриваются в Разделе 4.

² Согласно работе Pflueger and Viceira (2013) премия по облигациям TIPS в США была существенной и составляла 50-70 базисных пунктов в период с 2009 года. Andreasen and Christensen (2016) выявили более существенную разницу между ценой спроса и предложения на рынке облигаций TIPS, а также премию за ликвидность схожего размера.

2.2 Планирование выпуска ИО

Ключевым показателем при оценке ИО является соотношение индексов, которое рассчитывается как отношение индекса текущих цен к индексу цен на момент выпуска. Обычно он рассчитывается с трехмесячным лагом (т.е. текущее соотношение индексов основано на индексе цен, который был опубликован тремя месяцами ранее) и интерполируется на промежуток времени между датами публикации индекса цен. Эмитент публикует этот индекс для участников рынка на каком-либо информационном ресурсе, например, Bloomberg. Номинальная стоимость ИО автоматически корректируется на основе этого индекса, благодаря чему реальная величина основного долга на момент погашения остается постоянной. По облигации выплачивается купонный доход в виде фиксированного процента от этой скорректированной номинальной стоимости, иными словами, облигация приносит постоянный реальный доход.

Недостаток этого метода расчета заключается в том, что купонные выплаты по ИО ниже в номинальном выражении, а (единовременная) выплата при наступлении срока погашения - выше. В случае обычной облигации, наоборот, постоянная купонная выплата выше, ее реальная величина со временем снижается, хотя при погашении выплачивается та же первоначальная основная сумма, которая к тому времени, конечно, в реальном выражении становится ниже.

Объективный индекс цен

Выбор индекса инфляции имеет решающее значение. Первое, что нужно принимать во внимание — это требование защитить от обесценения реальную стоимость обязательств эмитента и активов инвестора. Эмитент, в роли которого выступает государство, будет стремиться использовать индекс с широким охватом, который определяет номинальную величину его налоговой базы, например, дефлятор ВВП. Эмитент, в роли которого выступает корпорация, предпочтет более узкий индекс, который отражает динамику цен в его доходах. При этом инвесторы будут стремиться отражать структуру своих затрат: заработная плата и доходы для пенсионного фонда, индекс потребительских цен для розничного инвестора.

Задача выбрать прозрачный и надежный индекс является более важной, поэтому все страны с формирующейся рыночной экономикой, рассмотренные ниже, выбрали тот или иной вид индекса потребительских цен. Как правило, это индекс, который наиболее понятен, широко распространен, рассчитывается с кратчайшей временной задержкой и в целом доступен всем участникам рынка.³ Только при высокой волатильности инфляции по отдельным компонентам индекса цен могут наблюдаться расхождения, а инвесторы могут потерять интерес к единой схеме индексации. Выбор единого понятного индекса также предотвратит нежелательную фрагментацию рынка.

Основная сумма долга и размер купона по ИО, как и в случае других условных долговых инструментов, зависят от статистических показателей. Поэтому статистический орган должен быть независимым, а качество данных - подтверждаться документами. Подробную информацию об этом инвесторы ищут в проспекте эмиссии облигаций. Государство должно будет предоставить

³ Однако некоторые индексы не включают определенные компоненты, как, например, в Испании и Италии (ИПЦ, за исключением табачных изделий), или в Японии (за исключением свежих продуктов питания).

гарантии, что статистический орган обладает достаточной степенью независимости и что отсутствует вмешательство в его работу. Статистический орган со своей стороны должен:

- Предоставить полное раскрытие компонентов и методики статистического расчета индекса;
- Объяснять формирование индекса и своевременно его публиковать;
- Предоставлять гарантии от распространения инсайдерской информации и преждевременной утечки данных о ценах;
- Разъяснять подходы к пересмотру индекса и разработке альтернативных показателей в дальнейшем.

Нижний порог дефляции

Логика защиты реальной стоимости облигации от обесценения предполагает, что цена основного долга будет корректироваться в сторону понижения в случае снижения цены. В некоторых развитых странах этот риск корректируется путем защиты от дефляции по основной сумме (а не по купону). Инвесторы могут требовать именно такой защиты, однако это подрывает первоначальный смысл фискального страхования. Возможность выкупа по номинальной стоимости, даже если значение индекса упало ниже 100, повлияет на оценку инструмента.

Угроза прямой дефляции уже не такая отдаленная, как в случае, когда индексируемые облигации были выпущены впервые. На некоторых ключевых рынках, в частности в Великобритании и Японии, механизмы защиты от дефляции не используются. Для стран с формирующейся рыночной экономикой это тоже нетипично, хотя в Мексике, Польше, Таиланде и России в отношении облигаций введено понятие минимальной стоимости.

3 Мировой рынок индексируемых облигаций

В апреле 2019 года объем мирового рынка индексируемых облигаций составил около 3,6 триллиона долларов США. Из них порядка 500 миллиардов составили облигации, выпущенные правительствами стран с формирующейся рыночной экономикой. Индексируемые облигации характерны для стран с развитым рынком капитала и эмитируются лишь небольшим количеством стран с формирующейся рыночной экономикой.⁴

⁴ Данные относятся к Мировому индексу государственных индексируемых облигаций «Bloomberg Barclays» (WGILB) для промышленно развитых стран и к Индексу государственных индексируемых облигаций в странах с формирующейся рыночной экономикой «Bloomberg Barclays» (EMGILB) для стран с формирующейся рыночной экономикой. Цифры от «HSBC» (2019 г.) за апрель 2019 г.

3.1 Развитые рынки

В послевоенный период на мировом рынке индексируемых облигаций доминировала эмиссия правительств развитых стран. Великобритания начала эмиссию в 1981, году, а США - в 1997. На сегодняшний день на эти две страны приходится почти 3/4 мирового рынка таких инструментов.⁵

- В Великобритании на конец 2019 года находились в обращении государственные ценные бумаги на сумму 451 миллиардов фунтов стерлингов. Причем бумаги с самым длинным сроком погашения, который составляет 55 лет, были выпущены в 2013 году. Средний срок обращения составил 20 лет, что больше, чем для облигаций с фиксированным купоном (в целом, срок обращения в 16 лет является значительно большим, чем в других развитых странах). По оценкам, в Великобритании порядка 80% пенсионных планов с установленными выплатами представлены долгосрочными ИО. Все выпуски облигаций индексируются по более широкому индексу розничных цен (ИРЦ). Даже несмотря на то, что ИРЦ утратил свою значимость ввиду недостатков методики оценки, более ограниченный ИПЦ до сих пор не применялся. Считается, что ИО повысили финансовую устойчивость за счет увеличения среднего срока погашения долговых обязательств и диверсификации круга инвесторов. Ввиду относительно большой доли таких инструментов в общем объеме непогашенной задолженности существует стратегия по сокращению их доли в общем объеме выпуска в ближайшие годы.
- В США объем рынка Казначейских облигаций, защищенных от инфляции (TIPS), превысил 1500 миллиардов долларов США в 2019 году. Это гораздо меньшая доля от общего долга США (всего 9%) по сравнению с примерно 25% в Великобритании. TIPS индексируются по субкомпоненту ИПЦ США с временным лагом в 3 месяца. Срок погашения варьируется от 5 до 30 лет, и по каждому выпуску есть возможность осуществить дополнительный выпуск дважды.

За внедрением таких инструментов в Великобритании и США последовало их появление во Франции (1998 г.), Италии (2003 г.) и Японии (2006 г.). Примечательно, что Германия ввела такие облигации достаточно поздно, только в конце 2006 года, и этот рынок пока остается очень маленьким. Это было связано с традиционным скептицизмом по поводу последствий индексации, который вызван пережитым опытом гиперинфляции в межвоенный период. Кроме того, некоторые крупные эмитенты, такие как Нидерланды или Новая Зеландия, решили не выпускать такие облигации или прекратили их выпуск. Отчасти это объяснялось затратами на восполнение ликвидности по стандартным инструментам.

3.2 Страны с формирующейся рыночной экономикой

В странах с формирующейся рыночной экономикой внедрение ИО зачастую было необходимым для поддержания жизнеспособности государственного долгового рынка в периоды высокой и постоянно меняющейся инфляции.

В послевоенные времена Израиль был первой страной, выпустившей индексируемые облигации в 1955 году, а в 1964 году за ним последовала Бразилия, где в период гиперинфляции ИО стали

⁵ Практика привязки выплат по процентам к иным ценам существует с 1742 года, когда штат Массачусетс выпустил долговые инструменты, привязанные к цене серебра.

основным инструментом финансирования для государства. Совсем недавно правительства других стран с формирующейся рыночной экономикой взяли на вооружение этот тип ценных бумаг, при этом Мексика (в нынешнем формате выпустившая облигации впервые в 1996 году), Южная Африка (в 2000 году) и Турция (в 2007 году) теперь являются крупнейшими рынками (Таблица 1). На эти пять крупнейших эмитентов приходится 93% ИО в странах с формирующейся рыночной экономикой. Существуют ИО, выпущенные частными организациями, хотя в подавляющем большинстве это рынок суверенных облигаций.

В приложении представлен обзор опыта пяти стран: Южная Африка, Израиль и Уругвай, которые являются регулярными эмитентами, а также Россия и Польша, которые лишь иногда использовали данный инструмент финансирования. На основании опыта этих и других стран с формирующейся рыночной экономикой, можно сделать вывод, что предпосылками для успешного внедрения ИО являются следующие:

- Индекс цен является достоверным, прозрачным и рассчитывается независимым органом (см. Раздел 2.2).
- Существует устоявшийся круг местных инвесторов.
- Основной рынок государственных облигаций уже относительно ликвиден (хотя в Латинской Америке периоды гиперинфляции часто прерывали регулярные выпуски государственных облигаций и стимулировали выпуск ИО).
- Процесс первичного выпуска хорошо проработан, особенно в части регулярных аукционов и системы первичных дилеров.

Ограниченный внутренний рынок не обязательно является препятствием для выпуска ИО. В Уругвае, например, ИО являются стандартным компонентом первичного выпуска ценных бумаг как для внутренних, так и для иностранных инвесторов, а на долю ИО приходится более половины долгового рынка в местной валюте (см. Приложение). Применение индексации широко распространено как в кредитных договорах, так и в ценах и заработной плате, хотя при текущих обменных курсах примерно половина объема внутренних кредитов все еще номинирована в долларах США.

Некоторые страны внедрились инструмент ИО, проведя лишь небольшое количество выпусков. В Польше, например, первоначальное внедрение этого инструмента пришлось на пик присутствия иностранных инвесторов на местном рынке (более 40% на пике). Сейчас ИО доступны только для розничных инвесторов, поскольку в 2014 году местным пенсионным фондам было запрещено инвестировать в государственные облигации.

Таблица 1. Основные эмитенты ИО в странах с формирующейся рыночной экономикой

Страна	Дата первого выпуска облигаций в их текущем формате	Индекс	Лаг индекса	Минимальная стоимость	Периодичность выплат	Облигаций в обращении (Млн долл. США, по состоянию на 30 июня 2017 г.)
Бразилия	Май 00	IPCA, IGPM	До 4 недель, включая прогнозы	Отсутствует	Каждые полгода	272118
Мексика	Май 96	Индексная единица «Unidas de Inversion» (UDI)	до 2 недель	Номинальная стоимость	Каждые полгода	76399
Израиль	Июнь 06	ИПЦ Израиля	До 1.5 месяцев с поправкой на данные по инфляции	Купон и основной долг по номинальной стоимости (Galil), отсутствует (ИПЦ Израиля)	Ежегодно	51643
Турция	Февраль 07	ИПЦ Турции	2—3 месяца	Номинальная стоимость	Каждые полгода	44979
Южная Африка	Март 00	ИПЦ ЮАР	3—4 месяца	Номинальная стоимость	Каждые полгода	36991
Южная Корея	Февраль 07	ИПЦ Кореи	2—3 месяца	Отсутствует	Каждые полгода	10026
Россия	Июль 15	ИПЦ России	3—4 месяца	Номинальная стоимость	Каждые полгода	9455
Аргентина	Декабрь 03	Индекс CER ИПЦ	T-5, T-10 до индекса ACERER	Отсутствует	Ежемесячно или каждые полгода	8586
Чили	Сентябрь 02	ИПЦ учетных единиц «UF»	1 месяц по 9 число	Отсутствует	Каждые полгода	7829
Таиланд	Июль 11	ИПЦ Таиланда	2—3 месяца	Номинальная стоимость	Каждые полгода	6198
Уругвай	Июнь 07	Единица индексирования Уругвая (Unidad Indexada)	1 месяц	Отсутствует	Каждые полгода	3000
Польша	Сентябрь 03	ИПЦ Польши	2—3 месяца	Номинальная стоимость	Ежегодно	1371
Колумбия	Октябрь 02	ИПЦ единицы реальной стоимости (Unidad de Valor Real)	1 месяц по 15 число	Отсутствует	Ежемесячно	1229
Перу	Июнь 03	Индекс VAS, привязанный к ежемесячному ИПЦ	1 месяц	Отсутствует	Каждые полгода	1130

Источник: Colchester Global Investors

Таким образом, можно сделать ряд выводов:

- ИО имеют более длительный срок погашения, чем обычные облигации с фиксированной процентной ставкой, например, в Бразилии сроки доходят до 30 лет.
- Первичными держателями являются пенсионные фонды внутри страны, у них, как правило, более длительные периоды владения.
- ИО не включаются в стандартные контрольные показатели (бенчмарки) государственных облигаций и, следовательно, менее подвержены изменениям в настроениях инвесторов.
- Индексируемые облигации в странах с формирующейся рыночной экономикой демонстрируют меньшую волатильность доходности, чем облигации с фиксированным купоном, поскольку они отражают только реальную доходность и не учитывают изменения инфляционных ожиданий.
- Ценообразование и реальная доходность, выраженные в рыночных ценах, отражают мнение инвесторов относительно устойчивой долгосрочной реальной процентной ставки в экономике.
- Реальная кривая доходности для разных сроков погашения обычно довольно плоская.

4 Являются ли индексируемые облигации разумным нововведением в Беларуси?

Перед введением инструмента ИО в Беларуси необходимо будет оценить ряд противоречивых целей экономической политики.

4.1 Макроэкономическая стабильность и инфляционный риск

Вывод 1: Степень приверженности Национального банка вопросу обеспечения стабильной инфляции не до конца вызывает доверие со стороны инвесторов, а в условиях нынешней рецессии появляются новые риски. Таким образом, внедрение ИО приведет к переходу риска от инвестора к государству как эмитенту, что может привести к экономии.

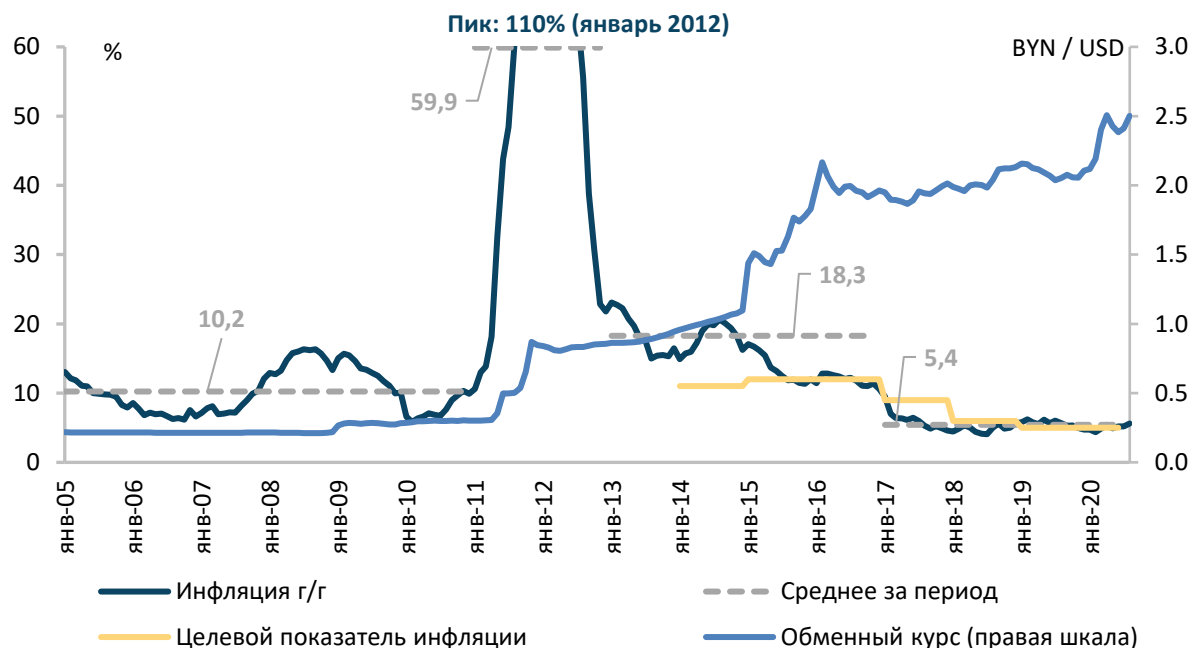
Как и в других странах региона, в Беларуси в недавнем прошлом наблюдалась высокая и нестабильная инфляция. Инфляция стабилизировалась после введения плавающего обменного курса национальной валюты в 2014 году, а с начала 2018 года НБРБ перешел на межбанковскую ставку в качестве операционной цели денежно-кредитной политики; в среднесрочной перспективе планируется переход к режиму таргетирования инфляции. В августе 2020 года уровень инфляции составил 5,6%, что близко к целевому показателю в 5%

Несмотря на этот очевидный успех, это еще не полноценный режим таргетирования инфляции. Это связано, в частности, с повсеместным контролем над ценами и регулируемые ценами; высокой долларизацией, которая снижает доверие к плавающему курсу белорусского рубля (см. ниже); и высоким уровнем государственного долга, который может еще больше оттолкнуть центральный банк от желания повышать процентную ставку при необходимости.

Рецессия 2020 года и связанная с ней нестабильность еще больше повысили инфляционный риск, поскольку банковская система испытывает отток депозитов, а белорусский рубль еще

больше обесценился. Это представляет собой конкретный риск в части стабильности финансового сектора, который сильно долларизован. Дальнейшая нестабильность может поставить под угрозу доступ к финансированию на внутреннем и внешнем долговых рынках, и в этом случае надежный и заслуживающий доверия инструмент индексируемых облигаций успокоит инвесторов.

Рисунок 1. Инфляция и обменный курс белорусского рубля с 2005 года, целевые и средние показатели НБРБ за соответствующие периоды



Источник: Международная финансовая статистика МВФ, НБРБ, расчеты Немецкой экономической группы.

4.2 Управление суверенным долгом

Вывод 2: Внедрение ИО приведет к дальнейшей фрагментации ликвидности на внутреннем рынке государственных долговых обязательств. Необходимо будет заплатить премию за неликвидность по сравнению со стандартными облигациями, а выпуск таких инструментов не обязательно приведет к снижению затрат на обслуживание долга.

Государственная программа Республики Беларусь "Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка" на 2020-2025 годы предусматривает более сбалансированную структуру рынка между банками и рынками долговых обязательств, увеличение предложения облигаций на рынке ценных бумаг и развитие рыночной инфраструктуры.⁶ В частности, Министерству финансов было поручено проводить регулярные и диверсифицированные первичные выпуски государственных долговых инструментов в белорусских рублях с рыночными характеристиками и их размещением в торговой системе Белорусской валютно-фондовой биржи (БВФБ).⁷

⁶ Смотри http://minfin.gov.by/upload/bp/act/postsm_120320_143.pdf.

⁷ Целевой показатель соотношения ежегодного долга в белорусских рублях к общему объему выпущенных внутренних долговых обязательств был установлен в размере 10% в 2020 году с постепенным увеличением до 50% в 2025 году.

Объем государственных долговых обязательств, эмитированных на внутреннем рынке, относительно невелик (6,5% ВВП на 1 сентября 2020 г.). Даже эмитированный внутри страны государственный долг преимущественно номинирован в иностранной валюте.⁸ Таким образом, государство поглощает избыточную ликвидность банковского сектора в иностранной валюте. Таким образом, стоимость фондирования получается ниже, хотя и за счет сохранения долларизации и увеличения валютных рисков в балансе государственного сектора.

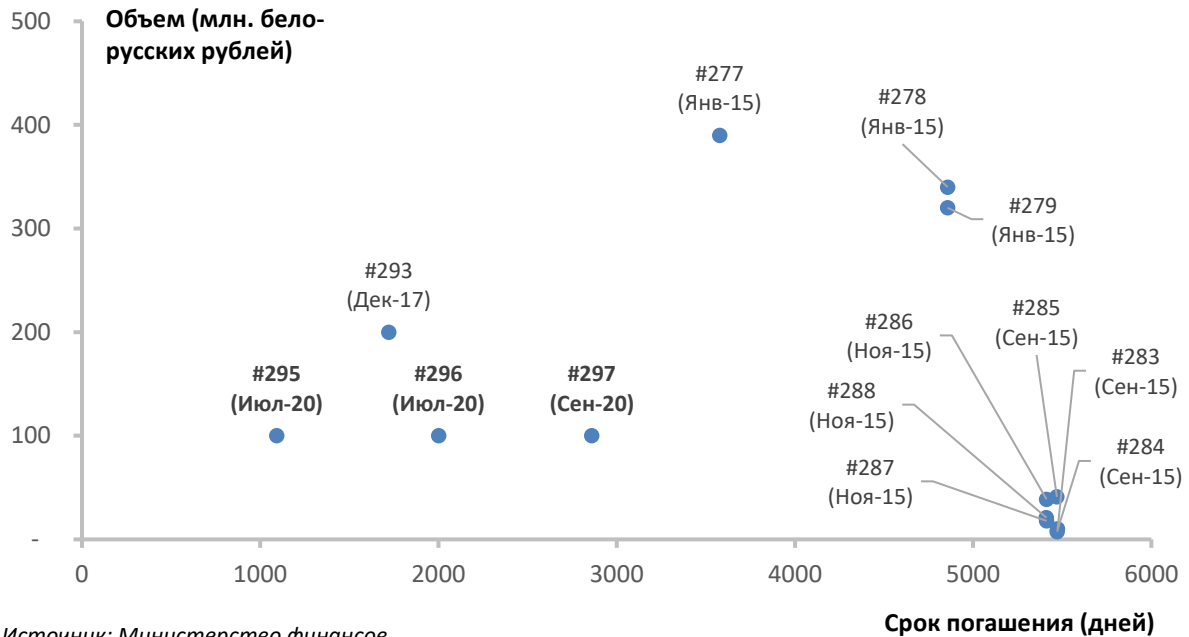
В период с 2015 г. по конец 2017 г. 14 выпусков государственных долговых обязательств были номинированы в белорусских рублях, что в совокупности составило всего 1,5 млрд. рублей. Однако в 2018-2019 гг. таких эмиссий не было. Поскольку вышеупомянутая государственная программа по управлению государственными финансами и регулированию финансового рынка предусматривает увеличение эмиссии государственных долговых обязательств в белорусских рублях, дополнительные выпуски облигаций в белорусских рублях были осуществлены в 2020 году (на Рисунке 2 показаны выпуски облигаций на внутреннем рынке в белорусских рублях, начиная с 2015 года).

Что касается долгосрочной стратегии, то в нашей предыдущей статье (GET, 2020) мы указывали, что для эффективной стратегии управления долгом целесообразно осуществлять развитие внутреннего рынка государственных долговых обязательств, номинированных в белорусских рублях. Однако для обеспечения более регулярного выпуска облигаций на внутреннем рынке подразделению по управлению долгом потребуется постепенно отказаться от прямого размещения государственного долга в отдельных банках, а также повысить прозрачность посредством подготовки плана эмиссии. Таким образом, правительство, по сути, перестало бы оказывать влияние на цены на долговом рынке. Система первичных дилеров, которая призвана гарантировать, что цены покупки и продажи котируются на постоянной основе, будет строиться на такой прозрачности, хотя она также будет зависеть от устойчивости банков.

Внедрение ИО усложнило бы задачу по созданию ликвидного внутреннего рынка государственных долговых обязательств, номинированных в белорусских рублях. Уже и так ограниченная эмиссия ценных бумаг в белорусских рублях будет еще больше фрагментирована. При выпуске государственных облигаций на внутреннем рынке неликвидность стандартных облигаций будет представлять еще большую проблему, что приведет к увеличению затрат на фондирование и затруднит определение цен.

⁸ Данные основаны на информации, предоставленной Министерством финансов: http://www.minfin.gov.by/en/public_debt/condition/. Примечание: этот показатель не совпадает с данными, опубликованными МВФ по Беларуси, так как он не включает долг и гарантированный долг местных органов власти.

Рисунок 2. Внутренние долг. обязательства в белорусских рублях, эмитированные с 2015 г.



Источник: Министерство финансов

Примечание: в скобках указана дата выпуска.

4.3 База инвесторов и влияние на развитие рынка капитала

Вывод 3: Инвесторская база в Беларуси крайне ограничена. В отличие от других стран с развивающимся рынком, которые успешно внедрились ИО, здесь нет крупных местных пенсионных фондов, осуществляющих долгосрочные инвестиции. А это ограничит спрос на ИО.

Круг внутренних инвесторов в государственные облигации пока остается очень узким и в основном ограничен коммерческими банками. На размер капитала белорусских банков и дальше будет оказываться давление по мере нарастания долговых проблем домашних хозяйств и предприятий, что, с учетом ослабления курса белорусского рубля, будет сдерживать дальнейшее наращивание государственного долга. Текущие тенденции указывают на значительную нехватку ликвидности в банковском секторе, поскольку НБРБ приостановил регулярное предоставление ликвидности в белорусских рублях, а межбанковская ставка «овернайт» значительно выросла (частично до более чем 25% в сентябре 2020 года по сравнению с 4% в августе 2020).

Международный зачет инвестиционной позиции в Беларуси все еще невозможен, что ограничивает иностранные инвестиции на местном рынке. Из-за высоких требований к объему выпуска как обычных, так и индексированных облигаций в странах с развивающимся рынком, долговые обязательства Беларуси не будут включаться в бенчмарки по облигациям в местной валюте. Некоторые страны, включая Польшу, предлагают индексированные государственные долговые обязательства также и розничным инвесторам.

Типичным инвестором в ИО являются пенсионные и страховые фонды на внутреннем рынке, имеющие долгосрочные обязательства. Для пенсионных фондов других стран с формирующейся рыночной экономикой ИО - это основной инструмент инвестирования, и такие фонды являются держателями большей части находящихся в обращении индексированных облигаций.

Пенсионные фонды, имеющие программы с заранее установленными выплатами, обычно стремятся увязать сроки погашения активов со сроками наступления обязательств, и инструмент индексированных облигаций развивается в соответствии с тенденциями развития реальной заработной платы. В странах с развивающимся рынком пенсионные выплаты часто производятся на этапе погашения облигаций.

Вышеупомянутая государственная программа по управлению государственными финансами и развитию финансового сектора Беларуси предусматривает расширение и развитие сектора страхования и дополнительных пенсий. Поэтому для внедрения ИО следует подождать более полного развития данных секторов.

4.4 Дедолларизация финансовой системы и независимость денежно-кредитной политики

Вывод 4: Более широкое применение индексации могло бы стимулировать дедолларизацию в Беларуси, что привело бы к увеличению спроса на активы в белорусских рублях по сравнению с активами, номинированными в долларах США. Внедрение инструмента ИО могло бы побудить частные финансовые учреждения выдавать индексированные кредиты или побудить частные компании выпускать индексированные облигации на основе того же индекса, который используется для ИО. Вероятнее всего, была бы расширена независимость Национального банка.

Высокая долларизация остается главным фактором уязвимости финансовой системы и снижает эффективность денежно-кредитной политики.

Опыт других стран с формирующейся рыночной экономикой показывает, что заслуживающая доверия система таргетирования инфляции является одной из предпосылок для сокращения использования иностранной валюты в финансовой системе. В настоящее время отток вкладов в белорусских рублях и других активов подогревает дальнейшие девальвационные ожидания. Финансовый инструмент в местной валюте, защищенный от инфляции, мог бы выполнять функцию «безопасного актива».

В Чили, например, уже достаточно давно (с 1959 года) проводится индексация депозитов. После банковского кризиса 1982 года индексированные долговые обязательства стали основой привлечения государством финансовых ресурсов. Единица индексации, используемая для государственных долговых инструментов, затем стала все более широко использоваться банками, от которых законодательство требовало использовать ту же единицу. Полностью накопительная пенсионная система также возникла в 1980 г. и приобрела значительную долю государственных ИО. Успешная программа по снижению инфляции и переход на режим плавающего обменного курса стимулировали дедолларизацию.⁹ Эти действия были подкреплены пруденциальными мерами и индексацией, которые сохранялись длительное время после стабилизации. Объем индексированных сбережений в местной валюте быстро вырос, как только крупнейший государственный

⁹ Herrera and R. Valdes (2004): Dedollarisation, indexation and nominalization: the Chilean experience, Inter-American Development Bank.

банк предложил такого рода продукт. К 2010 году доля депозитов в песо достигла 90% от общего объема депозитов (также смотри более подробную информацию об Уругвае в приложении).¹⁰

Более широкое применение индексации в финансовой системе и для внутренних цен не должно вызывать беспокойства. В нормативных документах кредитных организаций должно быть предусмотрено использование индекса в банковских кредитных договорах. Несмотря на то, что может существовать спрос на индексированные кредитные продукты и другие финансовые активы, финансовую индексацию достаточно легко можно сдерживать.

Критики ИО также указывают на возможную индексацию зарплатных договоров и других цен. Широкое распространение индексации может привести к негибкости реальных цен и стоимости активов, что может снижать эффективность денежно-кредитной и курсовой политики (из-за невозможности спланировать ослабление реального обменного курса). Маловероятно, что такая индексация цен произойдет, если только государственный сектор не начнет индексировать заработную плату, что поставит крупный негосударственный сектор в невыгодное положение.

Есть еще два более технических контраргумента в отношении индексации: для привязки кредитных договоров к индексу цен необходимо, чтобы этот индекс вызывал доверие иностранных инвесторов и на него можно было бы ссылаться в кредитных договорах. Однако индекс, используемый для государственных долговых обязательств, может не соответствовать этому стандарту. Наконец, поскольку банкам необходимо перевести значительную часть своих активов и пассивов в индексированные единицы, потребуются значительные инвестиции в ИТ.

4.5 Объективность индекса цен

Вывод 5: ИПЦ Беларуси соответствует передовой международной практике: Белстат следует международным рекомендациям в отношении учета цен (тарифов) на товары и услуги, включенные в потребительскую корзину. Однако на значительное количество товаров (например, социально значимые товары) распространяется ценовое регулирование, что означает подверженность политическому влиянию.

Основными условиями для успешного внедрения инструмента ИО является то, что применяемый индекс должен быть актуален для широкого круга участников рынка, методология расчета должна быть прозрачной и что статистический орган, составляющий индекс должен быть независим от политического влияния. Методология, лежащая в основе формирования национальной статистики, а также независимость учреждений, собирающих такие данные, являются основным опасением инвесторов в условные долговые инструменты в странах с формирующейся рыночной экономикой.

В Беларуси ИПЦ рассчитывается Белстатом. Миссия МВФ по вопросам ИПЦ и индекса цен производителей, посетившая страну в 2014 году¹¹, установила, что индекс потребительских цен, рассчитываемый Белстатом, соответствует международным стандартам, указанным в руководствах

¹⁰ Price (1997).

¹¹ [Итоги миссии МВФ по данным Белстата.](#)

по ИПЦ, опубликованных МВФ совместно с МОТ, Всемирным банком, ОЭСР и ЕЭК ООН. Этот вывод был подтвержден в последнем отчете МВФ в ноябре 2018 года.¹²

Было отмечено, что методы, используемые для учета цен и тарифов на коммунальные услуги, соответствуют передовой международной практике, при этом были даны некоторые рекомендации по улучшению расчета средних тарифов на электроэнергию и воду. Таким образом, отсутствуют какие-либо проблемы в части технических аспектов расчета ИПЦ. Подробная разбивка по компонентам, доступная на сайте Белстата, представлена в таблице 2 ниже.¹³

Таблица 2. Структура ИПЦ Беларуси

Наименование товаров/услуг	Доля (%)
Продовольственные товары, напитки и табачные изделия	43,3
Продовольственные товары и безалкогольные напитки	38,0
Алкогольные напитки и табачные изделия	5,4
Непродовольственные товары	32,3
Одежда и обувь	7,3
Мебель, бытовая техника и прочие хозяйственные товары	6,8
Автомобили, автозапчасти, мотоциклы, велосипеды и топливо	6,1
Медикаменты	3,1
Электротовары	2,6
Прочие непродовольственные товары	6,3
Услуги	24,4
Жилищно-коммунальные и бытовые услуги	10,4
Связь	5,4
Транспорт	2,3
Культура и отдых	1,9
Образование и медицинские услуги	2,3
Прочие услуги	2,1

Источник: Белстат; по данным 2018 г.

Белстат считается достаточно независимым органом, и сообщений о несанкционированном или раннем доступе к статистическим данным не поступало. Эти ключевые аспекты (а именно «независимость при осуществлении государственной статистической деятельности» и «конфиденциальность данных») определены в Законе Республики Беларусь «О государственной

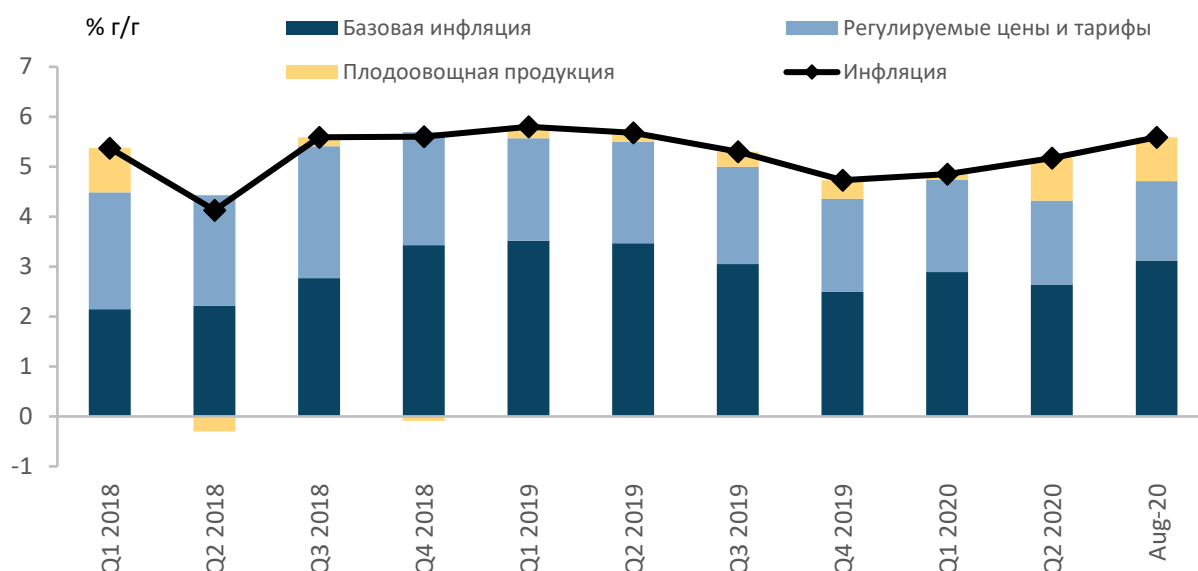
¹² МВФ – [Консультации с Республикой Беларусь в рамках IV статьи Устава МВФ](#).

¹³ [Данные Белстата по структуре ИПЦ](#).

статистике». Общая методологическая информация публикуется Белстатом на собственном официальном сайте; в том числе и пояснения относительно того, как собираются данные и как рассчитывается индекс.¹⁴ Средние цены для всех компонентов ИПЦ на детальном уровне доступны за последние годы, а на более агрегированном уровне - за более длительный период времени. Индексы инфляции за предыдущий месяц публикуются в середине каждого месяца с соответствующими пояснениями и дополнительной информацией (в т.ч. инфляционные ожидания) со стороны Национального банка.¹⁵

Однако важно отметить, что в Беларуси длительное время осуществлялось регулирование цен на широкий спектр товаров (например, социально значимые продукты питания, алкоголь, административные услуги и тарифы, бензин и т.д.). Несмотря на то, что в последние годы была достигнута частичная либерализация, примерно 20% корзины ИПЦ все еще остаются регулируемы. В большинстве случаев рост цен на регулируемые товары и услуги превышал рост нерегулируемых цен.¹⁶ Таким образом, несмотря на то, что доля регулируемых товаров в общей корзине составляла около 20%, их вклад в итоговую инфляцию за последние два года составил в среднем 40%.

Рисунок 3. Вклад различных компонентов в рост инфляции



Источник: НБРБ.

В то время как контроль цен обычно направлен на поддержание уровня цен ниже рыночного равновесия, в литературе описываются ситуации, что они также могут оказывать повышающее давление на инфляцию из-за высоких затрат на предоставление такой субсидии; такая ситуация часто встречается в странах Центральной и Восточной Европы и приводит к более высокому росту цен на регулируемые товары. Во время кризиса, вызванного пандемией COVID-19, возникла идея введения нового ценового регулирования в отношении социально значимых продуктов

¹⁴ См. [ссылку](#).

¹⁵ См. [сайт](#) НБРБ.

¹⁶ См. Страновой отчет МВФ 15/137 (2015 г.) и 19/10 (2019 г.).

питания, однако вскоре после этого соответствующее постановление было отменено.¹⁷¹⁸ В целом это свидетельствует о том, что ИПЦ в Беларуси подвержен политическому влиянию. Обслуживание долга по индексированным облигациям будет зависеть от действий самого правительства по регулированию цен, и это будет представлять проблему для инвесторов.

5 Выводы

Индексированные облигации стали основным инструментом суверенного финансирования на внутренних долговых рынках для многих стран с формирующейся рыночной экономикой. Такие инструменты часто внедрялись во времена макроэкономической нестабильности, когда доступ к долговым рынкам через обычные инструменты был под вопросом. Как правило, держателями таких облигаций являются крупные институциональные инвесторы внутри страны, выбирающие длительные сроки инвестирования. Важным игроком являются пенсионные фонды. Индексированные облигации могут стать инструментом эффективного управления долгом, когда инвесторы ставят под сомнение надежность денежно-кредитной политики и требуют чрезмерной премии за риск. В экономике с высокой степенью долларизации, такой как Беларусь, индекс, определяемый ИО, также может помочь в создании финансовых инструментов в местной валюте, защищенных от инфляции. В долгосрочной перспективе ИО могут стать инструментом, который будет предлагаться на полностью ликвидном и должным образом функционирующем рынке Беларуси.

В настоящее время внедрение такого инструмента в Беларуси будет несколько преждевременным. Внутренний рынок долговых обязательств обладает низкой ликвидностью, а круг местных инвесторов очень узок. Следовательно, механизмы аукциона и ценообразования недостаточно развиты. Иностранные инвесторы все еще не желают выходить на местный рынок из-за отсутствия международного клиринга. Все инвесторы будут обеспокоены влиянием регулируемых цен на ценовой индекс, к которому будут привязаны новые облигации.

Приоритетной задачей должно стать увеличение выпуска государственных долговых обязательств на внутреннем рынке в белорусских рублях на основе более прозрачного плана эмиссии и рыночного механизма проведения аукционов. В рамках такой системы отдельные брокеры могли бы быть заинтересованы в том, чтобы выступить в качестве первичных дилеров и предлагать постоянные ценовые котировки по бумагам с разными сроками погашения. Данный вопрос стал более срочным и насущным, поскольку рецессия 2020 года и связанный с ней рост долларизации повысили валютные риски в частном и финансовом секторах и еще больше нарушили функционирование денежно-кредитной политики.

¹⁷ Egert (2007), Lünemann и Mathä (2010), Страновой отчет МВФ 15/137 (2015 г.).

¹⁸ Указ № 184 от 30.03.2020.

6 Приложение: опыт применения ИО в странах с формирующейся рыночной экономикой

6.1 Южная Африка¹⁹

В Южной Африке хорошо развит внутренний рынок капитала для государственных и частных облигаций. Подразделение по управлению долгом установило ограничение как на долю краткосрочного долга в общем объеме внутреннего долга, так и на долю внешнего долга в общем объеме государственного долга на уровне 15%. Эти целевые показатели были достигнуты. По стандартным облигациям с фиксированной процентной ставкой средний срок погашения в конце 2018 года составлял около 13,5 лет.

До внедрения индексированных финансовых продуктов подразделение по управлению долгом уделяло особое внимание снижению стоимости долга в рамках допустимых пределов риска, диверсификации инструментов и обеспечению доступа на внутренний и международный рынки.

Первые индекслируемые облигации были выпущены в 2000 году. Примерно с 2005 года стратегия управления долгом была сосредоточена в большей степени на структуре долга с целью оградить бюджет от волатильности процентных расходов ввиду инфляции и колебаний обменного курса.

Решение о выпуске индекслируемых инструментов на более постоянной основе принималось после тщательного анализа опыта других стран, который выявил необходимость наличия следующих условий: надежного индекса цен, регулярной эмиссии через систему первичных дилеров, ликвидности на вторичных рынках. Надежная макроэкономическая политика, направленная на сдерживание инфляции, оказалась важнейшим предварительным условием и на тот момент такая политика проводилась.

По состоянию на 2019 год этот рынок является пятым по величине среди стран с формирующейся рыночной экономикой, а объем находящихся в обращении индекслируемых облигаций составляет около 38 миллиардов долларов США. На долю индекслируемых облигаций приходится около 20% долгосрочного фондирования (без учета казначейских векселей). Это инструменты, по которым индексируется номинал, а не проценты. Срок погашения варьируется от 5 до 32 лет. Однако ликвидность индекслируемых финансовых продуктов значительно ниже, чем у стандартных облигаций, и составляет всего около 4,5% от общего оборота. По всей видимости, это связано с крайне большой долей пенсионных фондов в базе инвесторов (от 40 до 60%, по сравнению с 2-25% для обычных облигаций). Следовательно, подразделение по управлению долгом не участвует в операциях по управлению обязательствами с помощью этих инструментов и не требует от своих первичных дилеров «создавать рынок» для индекслируемых финансовых продуктов.

¹⁹ На основании презентации «Опыт Южной Африки в применении индекслируемых облигаций» на [семинаре ЮНКТАД, МВФ и Всемирного Банка](#).

6.2 Россия²⁰

Россия является одним из самых маленьких развивающихся рынков для этого класса активов. По состоянию на 1 января 2020 года объем находящегося в обращении индексируемых облигаций составлял 6 млрд. долларов США. На сегодняшний день не проводилось существенной эмиссии данного инструмента и по данным на 1 января 2020 года на долю ИО приходилось только 4% внутреннего государственного долга.

Минфин России разместил два выпуска индексируемых облигаций (ОФЗ-ИН) в 2015 и 2018 годах. Первичное размещение вызвало значительный интерес со стороны инвесторов, и спрос превысил предложение приблизительно в 2,6 раза. Всего подал заявки 71 российский и международный инвестор. В то время это было единовременное размещение на российском долговом рынке, и облигации предлагались с премией по купонной ставке (дисконтом к номинальной стоимости). Российские облигации ОФЗ-ИН теперь включены в индексы, отслеживаемые международными индексными фондами, например, в индекс государственных индексируемых облигаций стран с формирующейся рыночной экономикой (EMGILB) от "Barclays".

Согласно стратегии министерства по управлению долгом, аукцион был организован таким образом, чтобы достичь ряда целей:

- Предложить отечественным пенсионным фондам реальную защиту их инвестиций; фонды рассматривали ИО в качестве инструмента, соответствующего их функциям, который предлагает относительно безопасный реальный доход. В первичном размещении участвовали 18 российских пенсионных фондов наряду с 13 иностранными фондами. Общая доля этого класса инвесторов в выпуске составила 59% из них российских - 33%.
- Стимулировать определенное минимальное присутствие иностранных инвесторов, на долю которых пришлось 26% заявок, что рассматривалось как подтверждение доступа России на международные рынки.
- Обеспечить достаточную ликвидность. Поскольку основной упор делался на пенсионные фонды и управляющих активами, а этого казалось недостаточно для поддержания активной торговли бумагами на вторичном рынке, подразделение по управлению долгом потребовало существенного (41%) распределения облигаций среди российских банков.

В стратегии управления долгом указывается, что на стабильном рынке (с тенденцией к снижению процентных ставок) первичный выпуск будет сосредоточен на облигациях с фиксированным купоном. ИО не будут являться значительным источником финансирования и используются в основном для определения ориентира стоимости заимствования для корпоративных заемщиков и для оценки инфляционных ожиданий. В случае более высокой волатильности процентных ставок выпуск облигаций с плавающей ставкой купона и индексируемых облигаций будет увеличен.

²⁰ На основании Основных направлений государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 гг. (2017 г.).

6.3 Польша²¹

В Польше один из самых ликвидных внутренних рынков государственных облигаций среди европейских стран с формирующейся рыночной экономикой. Размер государственного долга составлял 47% ВВП на конец 2019 года, а на долг в иностранной валюте приходилось немногим более четверти этого объема. В целом иностранные резиденты являются держателями около трети государственного долга.

Последняя стратегия управления долгом ставит перед собой целью минимизировать затраты на обслуживание долга с учетом ограничений в части рефинансирования, валютных рисков и рисков процентных ставок. В этом контексте ИО рассматриваются в качестве инструмента, который играет определенную роль в управлении суверенным риском (потенциально предлагая кривую доходности по реальной ставке). Однако в настоящее время этот рынок представляет собой один из самых маленьких сегментов среди индексируемых облигаций стран с формирующейся рыночной экономикой (объем ИО в обращении составляет около 1,2 млрд. долларов США).

В нынешней модели проведения аукциона облигаций содержится лишь расплывчатое упоминание ИО, которые могут быть размещены, если интерес со стороны инвестора будет сочтен достаточным. На оптовом внутреннем казначейском рынке в последний раз ИО были выпущены в 2016 году. От общей суммы государственного казначейского долга доля индексируемых облигаций составляет всего лишь 0,7%, хотя эти облигации популярны в качестве сберегательных облигаций среди розничных инвесторов.

6.4 Израиль²²

В Израиле действует один из самых известных рынков индексируемых облигаций. Страна имеет опыт работы с этим инструментом с 1955 года. В то время страна боролась с высокой инфляцией, поэтому в качестве средства инвестирования население принимало только иностранную валюту или индексируемые облигации.

В результате большая часть государственного долга стала индексироваться по ИПЦ. Однако инфляционное давление сохранялось в 1970-х годах, и правительству не удалось сдержать ценовое давление.

Опыт Израиля также демонстрирует проблемы, которые могут возникнуть в связи с временным лагом индекса. До 1984 года было кварталный временной лаг, в результате держатели ИО были слабо защищены при ускорении инфляции. С тех пор временной лаг был уменьшен до одного месяца, однако эта ситуация показала, что ключевая функция индексируемых облигаций, а именно защита от инфляции, может дать сбой во время высокой инфляции.

В 1980-х годах инфляцию удалось снизить, что положило начало выпуску внутренних долговых инструментов с фиксированным купоном, которые с тех пор стали важной частью

²¹ На основании Стратегии управления долгом в государственном финансовом секторе на 2020-2023 гг. (2019 г.).

²² На основании исследований Price (1997), Kleiman (1977), а также годового отчета подразделения по управлению долгом при Службе главного бухгалтера за 2018 год.

государственного долгового портфеля. По состоянию на конец 2018 года долг, привязанный к ИПЦ, составлял 52% от общего объема долга и равнялся примерно 410 млрд. долларов США. Подразделение по управлению государственным долгом отмечает, что причинами сохранения инструментов, привязанных к ИПЦ, являются диверсификация источников финансирования, удовлетворение рыночного спроса на инструменты с защитой от инфляции и выпуск неторгуемых облигаций, предназначенных в первую очередь для пенсионных фондов. Тем не менее, текущая стратегия отдает предпочтение облигациям с фиксированным купоном перед ИО. В то время как в 2018 году объем накопленного торгуемого долга, привязанного к ИПЦ, составлял 40%, объем вновь выпущенного долга с привязкой к ИПЦ, составил только 24%.

6.5 Уругвай²³

Уругвай также внедрил инструмент ИО после периода высокой инфляции в 1980-х годах. В стране постепенно возрастала роль облигаций, привязанных к ИПЦ, объем которых на конец 2019 года составил 28% от общего размера долга центрального правительства и около 58% от всех долговых обязательств в местной валюте. По состоянию на январь 2020 года в стране в обращении находилось четыре вида международных и девять видов отечественных облигаций с защитой от инфляции на общую сумму 8,9 млрд. долларов США.

На внутреннем рынке выпускались облигации со сроками обращения от 4 до 15 лет. Международные облигации имеют срок погашения от 17 до 30 лет. По состоянию на конец 2019 года держателями 79% международных индексированных облигаций были местные инвесторы. Стратегия финансирования в последнее время была сосредоточена на продаже долговых обязательств с номинальной фиксированной ставкой международным инвесторам, тем самым диверсифицируя базу инвесторов и снижая валютные риски.²⁴

Расчетная единица для финансовых активов, индексированная на величину инфляции, была введена в 2001 году. С тех пор произошло существенное сокращение уровня долларизации экономики, при этом доля кредитов в иностранной валюте упала с примерно 80% в 2002 году до 51% в 2018 году; этому также способствовала общая стабилизация инфляции.

²³ На основании отчета по суверенному долгу Уругвая (январь 2020 г.).

²⁴ См. Отчет по суверенному долгу Уругвая (январь 2018 г.), а также информацию по [ссылке](#).

Список литературы

- Andreasen, M. and J. Christensen (2016): TIPS liquidity and the outlook for inflation, FRBSF Economic Letter 2016-35.
- Campbell, J., R. Shiller, and L. Viceira (2009): Understanding inflation-indexed bond markets, NBER Working Paper no. 15014.
- Ègert (2007): Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation in Europe, Bruegel Working Papers 267
- Lønnemann and Mathä (2010): Rigidities and Inflation Persistence of Services and Regulated Prices, Managerial and Decision Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 31(2-3), pp. 193–208.
- HSBC (2019): Inflation-linked bonds in emerging markets, HSBC Global Asset Management.
- IMF, World Bank, UNCTAD (2018): Indexed instruments: inflation-linked bonds.
- Kleiman, E. (1977): Monetary correction and indexation: the Brazilian and Israeli experience, Explorations in Economic Research, vol. 4, no. 1 (Indexation, the Brazilian experience), NBER.
- Pflueger, C. and L. Viceira (2013): Return predictability in the treasury market: real rates, inflation and liquidity; Harvard Business School Working Paper no. 11-094.
- Price, R. (1997): The rationale and design of inflation-indexed bonds, IMF Working Paper no. 9712.
- Swinkels, L. (2018): Emerging Market inflation-linked bonds, Financial Analysts Journal, vol. 68, no. 5.