

Власик Антон Витальевич
Московская международная академия

**Роль инфляционно-индексируемых финансовых инструментов в снижении
неопределенности реальной доходности**

Аннотация. Статья рассматривает роль инфляционно-индексируемых финансовых инструментов в снижении неопределенности реальной доходности и повышении эффективности долгосрочного финансового планирования. Показано, что традиционные классы активов в среднем не обеспечивают надежной защиты от непредвиденных инфляционных шоков, что усиливает риск для экономических агентов и сокращает предложение долгого капитала. Обосновывается, что расширение рынка ценных бумаг с индексацией к показателям цен (от государственных и корпоративных облигаций до производных контрактов) способствует стабилизации покупательной способности сбережений, формированию эталонной реальной кривой доходности и повышению качества ценовых ориентиров в экономике. Анализируются институциональные детерминанты ликвидности и справедливой оценки, включая выбор индекса, лаг индексации, режим налогообложения и стандарты раскрытия информации. Предложена прикладная рамка оценки инвестиционной привлекательности, основанная на сопоставлении ожидаемой реальной доходности, риск-профиля, посленалоговой отдачи, соответствия активов и обязательств и корреляционных свойств. Показано, что совместные модели доходностей номинальных и индексируемых облигаций позволяют разложить наблюдаемую «точку безубыточности» на ожидания инфляции, премию за риск и компоненту ликвидности, повышая качество управленческих решений.

Ключевые слова: инфляционно-индексируемые облигации, реальная доходность, точка безубыточности инфляции, управление активами и обязательствами, долгосрочные сбережения и инвестиции.

Vlasik Anton Vitalyevich
Moscow International Academy

**The role of inflation-indexed financial instruments in reducing the uncertainty of
real return**

Annotation. The article examines the role of inflation-indexed financial instruments in reducing the uncertainty of real returns and improving the efficiency of long-term financial planning. It shows that traditional asset classes do not provide reliable protection against unforeseen inflationary shocks, which increases the risk for economic agents and reduces the supply of long-term capital. The article argues that expanding the market for price-indexed securities, from government and corporate bonds to derivatives, helps to stabilize the purchasing power of savings, create a benchmark real return curve, and improve the quality of price references in the economy. Institutional determinants of liquidity and fair valuation are analyzed, including the choice of index, the lag of indexation, the tax regime, and disclosure standards. An applied framework for assessing investment attractiveness is proposed, based on a comparison of expected real returns, risk profiles, post-tax returns, asset-liability matching, and correlation properties. It is shown that joint models of nominal and indexed bond yields allow for the decomposition of the observed "break-even point" into inflation expectations, risk premium, and liquidity component, thereby improving the quality of management decisions.

Keywords: inflation-indexed bonds, real yield, inflation breakeven point, asset and liability management, long-term savings and investments.

Ряд эмпирических и теоретических работ демонстрирует, что традиционные классы финансовых инструментов — акции, облигации и инструменты, связанные с недвижимостью — в общем случае не обеспечивают инвестору надежной защиты от непредвиденных инфляционных шоков [1, 2]. В результате инфляционная неопределенность становится для экономических агентов значимым источником риска, повышая волатильность ожидаемой реальной доходности портфелей и усложняя долгосрочное планирование. Это обстоятельство формирует устойчивый спрос на инструменты, встроено хеджирующие инфляцию и тем самым поддерживающие покупательную способность вложенного капитала.

С макроэкономической точки зрения недостаточная представленность на финансовом рынке инструментов с индексированной доходностью может иметь неблагоприятные последствия. При возрастании неопределенности относительно будущих темпов роста цен домохозяйства и институты, ориентированные на сохранение реальной стоимости активов, склонны сокращать норму сбережений либо смещать структуру портфелей в низкорисковые, но менее продуктивные активы. Такой поведенческий сдвиг ведет к уменьшению предложения долгосрочного капитала, что, в свою очередь, отражается на доле инвестиций в ВВП и может сдерживать темпы роста выпуска в длительной перспективе.

Данная логика находит подтверждение в теории межвременного выбора, согласно которой при росте неопределенности относительно реальной доходности ожидаемая полезность от отсрочки потребления снижается, если отсутствуют доступные механизмы инфляционного хеджирования [2].

Следовательно, расширение линейки финансовых инструментов с защитой от инфляции — от государственных и корпоративных облигаций с индексируемым номиналом до производных контрактов на инфляционные индексы способно не только стабилизировать реальные доходы инвесторов, но и повысить общую эффективность трансформации сбережений в инвестиции. Для регуляторов и эмитентов это означает целесообразность развития инфраструктуры расчета надежных ценовых индикаторов, стандартизации раскрытия инфляционно индексируемых условий и формирования ликвидных рынков соответствующих инструментов, что снижает премию за инфляционный риск и поддерживает устойчивый экономический рост.

Во многих юрисдикциях, включая Россию, накоплен значительный опыт выпуска государственных облигаций, доходность по которым защищена от инфляции посредством индексации номинала и/или купонных платежей к официальным ценовым индикаторам. Исторически ранним прецедентом считается выпуск в Массачусетсе в 1780 г., когда колониальные власти использовали индексируемые обязательства для сохранения реальной стоимости выплат в условиях ценовой нестабильности, вызванной войной за независимость и денежной эмиссией того периода [4].

Современная архитектура рынков инфляционно индексируемых облигаций сформировалась значительно позже и опирается на стандартизированные методики расчета индексов цен и правовые режимы защиты инвестора. Ключевые вехи включают запуск британских индексируемых *gilt* в 1981 г. и американских Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) в 1997 г., что стало ответом на потребность институциональных инвесторов в инструменте хеджирования инфляционного риска и выравнивания реальной доходности длинных обязательств [5, 6, 7].

В российской практике сегмент облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ ИН) был институционализирован в 2015–2017 гг. на базе методологии Росстата по индексу потребительских цен, что расширило возможности долгосрочных пассивов с прогнозируемой реальной доходностью для пенсионных и страховых фондов [8].

Экономический смысл инфляционной индексации состоит в отделении инфляционной компоненты доходности от реальной премии за время и риск. В условиях неполных рынков такой инструмент снижает премию за инфляционную неопределенность, улучшает межвременную координацию сбережений и инвестиций и может способствовать формированию эталонной реальной кривой доходности, используемой в ценообразовании долгосрочных проектов [5, 9].

Для эмитента наличие устойчивого спроса на индексируемые бумаги диверсифицирует базу инвесторов и уменьшает чувствительность стоимости заимствований к временным всплескам инфляционных ожиданий; для инвесторов (особенно с длительными обязательствами) обеспечивает соответствие активов и пассивов по реальной стоимости.

Российский опыт показывает, что институциональная детализация — выбор индекса, лаг индексации, порядок налогообложения инфляционной надбавки и механизм раскрытия информации критична для ликвидности и справедливой оценки таких бумаг. Исследования отечественных авторов фиксируют, что глубина рынка ОФЗ ИН, качество статистики по индексу потребительских цен (ИПЦ) и предсказуемость регуляторного режима определяют величину и стабильность точки безубыточности «брейк ивен» инфляции, извлекаемой из спреда между номинальными и индексируемыми выпусками [10, 11, 12]. Зарубежная эмпирика также указывает на роль технических факторов (премии ликвидности, сезонности ИПЦ и коррекции индексации) в интерпретации рыночных инфляционных ожиданий [13, 14].

С практической точки зрения дальнейшее развитие рынка инфляционно индексируемых облигаций в России и других странах целесообразно связывать с:

- стандартизацией методик расчета и ревизии индексов цен, включая прозрачность пересмотров;
- синхронизацией дизайна инструментов с потребностями долгосрочных инвесторов (амортизационные профили, защита от дефляции, особенности купонной индексации);
- повышением ликвидности за счет регулярного календаря размещений, операций обратного выкупа и присутствия маркет-мейкеров;
- совершенствованием статистических и рыночных инфраструктур для извлечения и мониторинга инфляционных ожиданий.

Тем самым историческая линия от ранних индексируемых обязательств конца XVIII века к современным TIPS, британским gilt и российским ОФЗ ИН иллюстрирует эволюцию институциональных решений, направленных на стабилизацию реальных доходностей.

Комплексная настройка правовых, статистических и рыночных механизмов повышает эффективность этих инструментов как для хеджирования инфляционных рисков, так и для формирования надежных ценовых ориентиров в экономике.

По мнению И.Н.Гурова: «При инвестировании капитала экономические агенты учитывают общеэкономические ожидания, склонность к риску, специфику финансовых инструментов» [10]. По мнению автора настоящей статьи, инфляционно-индексируемые инструменты привлекают инвесторов благодаря тому, что отделяют инфляционную компоненту доходности от реальной, обеспечивая более стабильную межвременную полезность и предсказуемые реальные денежные потоки. В классике межвременного выбора инфляционная неопределенность понижает ожидаемую полезность отсрочки потребления; наличие активов, индексируемых к надежному ценовому индикатору, восстанавливает стимулы к долгосрочным сбережениям и инвестициям [6]. На уровне структуры процентных ставок спред между доходностями номинальных и индексируемых облигаций приближенно отражает ожидаемую инфляцию, скорректированную на ликвидностные и иные премии, что делает рынок инфляционно-защищенных бумаг не только средством хеджирования, но и источником информации для макрооценок и ценообразования проектов с длинным горизонтом [7, 14].

Рассмотрим группы инвесторов и мотивы их участия:

1. Институциональные инвесторы с долгими обязательствами. Пенсионные фонды и страховщики стремятся минимизировать разрыв между реальной стоимостью активов и пассивов. Индексируемые облигации снижают волатильность коэффициентов покрытия и уменьшают потребность в деривативах на инфляцию, особенно при длительной дюрации обязательств [6, 9].

2. Банки и управляющие активами. Для банков инструменты с защитой от инфляции выступают элементом управления процентным и инфляционным риском банковской книги. Активные управляющие используют позиции в breakeven-инфляции для выражения макроожиданий, учитывая ликвидностную скидку и сезонные эффекты ИПЦ [13, 14].

3. Домохозяйства и розничные инвесторы. Привлекательность повышается при наличии прозрачной методологии индексации, понятного налогового режима и стандартных продуктов (например, ETF на TIPS); образовательные материалы, поясняющие различие номинальной и реальной доходности, дополнительно стимулируют спрос [5].

Отметим, что несмотря на хеджирующие свойства, привлекательность инструмента формируется как разность выгод и издержек. Рассмотрим их подробнее:

1. Ликвидностная премия. На большинстве рынков индексируемые выпуски торгуются с ликвидностной скидкой к сопоставимым номинальным облигациям; величина скидки вариативна по времени и возрастает в периоды стрессов, искажая наблюдаемый показатель breakeven-инфляции [7, 13].

2. Технические эффекты индексации. Лаг индексации, сезонность ИПЦ и механизмы защиты от дефляции влияют на доходность к погашению и реальную волатильность потока платежей; корректная интерпретация требует явных поправок [14].

3. Налоговый режим. Налогообложение инфляционной надбавки может снижать посленалоговую реальную доходность, в особенности для инвесторов вне льготных режимов. Напротив, специальные режимы для пенсионных активов и страховых резервов увеличивают относительную привлекательность индексируемых бумаг [15, 16].

Для российского сегмента ОФЗ-ИН ключевыми факторами остаются качество и прозрачность статистики по ИПЦ, предсказуемость регуляторных практик и регулярность первичных размещений. Исследования показывают, что стабильность «точки безубыточности» инфляции, извлекаемой из спреда между номинальными ОФЗ и ОФЗ-ИН, существенно зависит от ликвидности отдельных выпусков, выбора базового индекса и параметров индексации.

Дополнительное значение имеют процедуры раскрытия информации эмитентом, календарь операций точки безубыточности и присутствие маркет-мейкеров, которые сокращают транзакционные издержки и повышают справедливость оценки. Для институциональных инвесторов с длинными обязательствами (НПФ, страховщики) включение ОФЗ-ИН в стратегию управления активами и обязательствами позволяет более надежно фиксировать реальную доходность и снижать чувствительность к инфляционным сюрпризам, что подтверждается практикой 2015–2023 гг. и аналитическими обзорами регуляторов и академического сообщества. При этом посленалоговая эффективность для розничных инвесторов зависит от налогообложения инфляционной компоненты и доступа к биржевым продуктам, упрощающим участие (биржевые фонды, стандартные лоты).

Стоит сказать, что рынки свопов на инфляцию, фьючерсов и опционов на индексы цен дополняют облигационный сегмент, позволяя тонко настраивать хеджирование и отделять инфляционный риск от процентного. Для инвесторов это расширяет пространство стратегий: от чистого приобретения реальной дюрации до тактических позиций в точке безубыточности с контролем ликвидностной и кредитной экспозиции [7]. На развивающихся рынках развитие таких производных повышает информативность кривой реальных ставок и улучшает качество сигналов для денежно-кредитной политики.

По мнению автора, оценка инвестиционной привлекательности инфляционно индексируемых облигаций должна опираться на системную процедуру сопоставления ключевых параметров.

Во-первых, необходимо анализировать ожидаемую реальную доходность с явной корректировкой на разницу в ликвидности и календарные колебания показателя потребительских цен.

Во-вторых, стоит оценивать совокупный риск-профиль инструмента, включая изменчивость реальной доходности и чувствительность денежных потоков к ошибкам измерения и пересмотрам индекса.

В-третьих, рассчитывать посленалоговый результат с учетом налогового статуса конкретного инвестора и особенностей налогообложения инфляционной надбавки.

В-четвертых, необходимо проверять согласованность дюрации и графика выплат с параметрами целевых обязательств, что критично для управления соответствием активов и пассивов.

В-пятых, стоит учитывать корреляционные свойства относительно основных классов активов с целью оценки диверсификационного эффекта.

Для обеспечения большей точности выводов целесообразно применять совместные модели доходностей по номинальным и индексируемым облигациям. Такие модели позволяют разделить наблюдаемую «точку безубыточности» инфляции на составляющие: ожидаемую инфляцию, премию за принятие инфляционного риска и компоненту, связанную с ликвидностью рынка. Полученная декомпозиция повышает качество решений в области управления активами и обязательствами, позволяя более надежно калибровать реальные ставки доходности, выбирать соответствующие выпуски и корректировать структуру портфеля с учетом рыночных и институциональных ограничений.

Использование облигаций с индексацией на динамику потребительских цен имеет важные последствия как для эмитентов, так и для регулирующих органов. Для заемщиков такие инструменты расширяют круг потенциальных инвесторов и уменьшают зависимость стоимости заимствований от изменения инфляционных ожиданий, что стабилизирует сервис долга на длинных горизонтах. Для органов регулирования наличие развитого и ликвидного сегмента реальных ставок повышает качество настройки мер экономической политики и делает взаимодействие с участниками рынка более содержательным благодаря появлению дополнительного потока ценовой информации.

Дальнейшее укрепление этого сегмента целесообразно связывать с несколькими направлениями работы. Во-первых, необходима высокая прозрачность методик расчета индекса потребительских цен и предсказуемые процедуры его пересмотра. Во-вторых, важен упорядоченный график первичных размещений и операции по поддержанию вторичного оборота, включая участие организаций, обеспечивающих котировки. В-третьих, требуется унификация параметров индексации, включая раскрытие механизмов защиты от снижения цен. В-четвертых, стоит развивать рынок договоров, позволяющих страховать инфляционные колебания, а также доступные для широкого круга лиц биржевые продукты. Совокупное влияние таких институциональных мер выражается в снижении надбавки за неопределенность инфляции и росте инвестиционной привлекательности соответствующих инструментов.

В заключение следует отметить, что ценные бумаги с защитой реальной доходности занимают устойчивую нишу в портфелях долгосрочных инвесторов. Они позволяют сгладить колебания реальной доходности, улучшить согласование активов и обязательств и обеспечить надежные ориентиры для оценки инфляционных ожиданий. Величина вознаграждения за страхование инфляционных рисков зависит от качества институтов, глубины рынка и конструкторских характеристик выпусков. Рациональная стратегия для инвесторов предполагает комбинирование облигаций с индексацией и инструментов страхования рисков с учетом налоговых и регуляторных ограничений. Для эмитентов и регулирующих органов приоритетом остаются меры по повышению ликвидности,

улучшению качества статистики и стандартизации практик. Реализация этих шагов укрепляет роль инфляционно индексируемых активов в перераспределении сбережений в инвестиции и создает условия для более устойчивого экономического роста.

Список источников

1. Ang A., Brière M., Signori O. Inflation and Individual Equities. National Bureau of Economic Research. Working Paper № 17798. 2012.
2. Capital Market Expectations, Market Valuation, and Asset Allocation: CFA Program Curriculum 2013 LVL III V3. New York: John Wiley & Sons, 2012.
3. Мишин С. И. Межвременные предпочтения в принятии решений: опыт экспериментального исследования в России / С. И. Мишин // Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2012. – Т. 16, № 3. – С. 404-426.
4. Sylla R. Financial Systems and Economic Modernization. Journal of Economic History, 2002. URL:<https://www.semanticscholar.org/paper/FINANCIAL-SYSTEMS-AND-ECONOMIC-MODERNIZATION-Sylla/7ab563146a495d03620db009a4c33b9860904a17> (дата обращения 11.10.2025 г.)
5. Campbell J. Y., Shiller R. J. A scorecard for indexed government debt. NBER Working Paper 5587, 1996. URL:https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5587/w5587.pdf (дата обращения 11.10.2025 г.)
6. Campbell J. Y., Viceira L. M. Strategic Asset Allocation. Oxford University Press, 2002. URL:https://archive.org/details/strategicassetal00camp_0 (дата обращения 11.10.2025 г.)
7. D'Amico S., Kim D. H., Wei M. Tips from TIPS. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2018. vol. 53, issue 1, 395-436 URL:https://econpapers.repec.org/article/cupjfinqa/v_3a53_3ay_3a2018_3ai_3a01_3ap_3a395-436_5f00.htm (дата обращения 11.10.2025 г.)
8. Отдельные характеристики облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН). URL:https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=64938 (дата обращения 11.10.2025 г.)
9. Pflueger C., Viceira L. Return predictability in the Treasury market: Real rates and inflation. NBER, 2016. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/nbrnberwo/16892.htm> (дата обращения 11.10.2025 г.)
10. Гуров И. Н. Финансовые инструменты с защитой доходности от инфляции на российском рынке капитала: первый опыт и перспективы / И. Н. Гуров // Финансы: теория и практика. – 2017. – Т. 21, № 5(101). – С. 140-149.
11. Галазова С. С. Финансовая грамотность как инструмент защиты инвесторов на рынке криптовалют / С. С. Галазова // Финансовые исследования. – 2022. – № 4(77). – С. 7-14.
12. Глаголева И. В. Индивидуальные инвестиционные счета как инновационный инструмент инвестирования на российском финансовом рынке / И. В. Глаголева // Инфраструктурные отрасли экономики: проблемы и перспективы развития. – 2015. – № 11. – С. 47-49.
13. Fleckenstein M., Longstaff F. A., Lustig H. The TIPS–Treasury Bond Puzzle. Journal of Finance, 2014 (SSRN). URL:<https://www.anderson.ucla.edu/sites/default/files/documents/areas/fac/finance/longstaff%20TIPS.pdf> (дата обращения 12.10.2025 г.)
14. Christensen J. H. E., Gillan J. TIPS Liquidity, Breakeven Inflation, and Inflation Expectations. FRBSF ECONOMIC LETTER. 19, 2011. URL:<https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/el2011-19.pdf> (дата обращения 12.10.2025 г.)
15. Е. Л. Горюнов и др. Причины и уроки ускорения глобальной инфляции / Горюнов, Е.Л., Дробышевский С.М., Кудрин А.Л., Трунин П.В. // Вопросы экономики. 2023. № 7. С. 5—34.

16. Финансы: учебник и практикум для вузов / Н. И. Берзон [и др.]; под общей редакцией Н. И. Берзона. — 4-е изд., перераб. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2023.

Сведения об авторе

Власик Антон Витальевич, аспирант Московской международной академии, г. Москва, Россия

Vlasik Anton Vitalyevich, PhD student at the Moscow International Academy, Moscow, Russia