

Научная статья
УДК 336.763.3
doi:10.46554/1993-0453-2026-2-256-172-182

Анализ инвестиционной привлекательности облигаций с индексируемым номиналом на примере ОФЗ-ИН

Ефим Григорьевич Семяшкин

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия,
egsemyashkin@fa.ru, <https://orcid.org/0000-0002-7225-5462>

Аннотация. В условиях повышенной инфляционной неопределенности облигации с индексируемым номиналом, такие как ОФЗ-ИН, становятся ключевым инструментом защиты покупательной способности сбережений. Цель данного исследования – провести комплексный анализ инвестиционной привлекательности ОФЗ-ИН и разработать практические рекомендации для частных и институциональных инвесторов. В работе использованы методы анализа вторичных данных, дисконтирования денежных потоков в реальном и номинальном выражении, а также сценарный анализ доходности на пятилетнем горизонте при различных уровнях инфляции (от 4% до 7% годовых). Информационную базу составили данные Московской биржи, Банка России и Министерства финансов РФ. Результаты показывают, что ОФЗ-ИН обеспечивают стабильную реальную доходность около 2,5% годовых независимо от инфляционного сценария, эффективно хеджируя инфляционные риски. При этом их номинальная доходность напрямую зависит от фактической инфляции, что делает их особенно привлекательными в периоды макроэкономической нестабильности. Рекомендуется включать ОФЗ-ИН в диверсифицированный портфель в доле 20–30%. Выводы исследования могут быть использованы инвесторами при формировании долгосрочных стратегий, а также регуляторами для совершенствования долговой политики. Перспективным направлением дальнейших исследований является анализ влияния ликвидности и транзакционных издержек на итоговую доходность инструмента.

Ключевые слова: облигации с индексируемым номиналом, ОФЗ-ИН, реальная доходность, инфляция, дисконтирование, инвестиционный портфель, финансовые рынки

Основные положения:

- ◆ эффективный инструмент хеджирования инфляции: ОФЗ-ИН являются надежным инструментом для защиты покупательной способности сбережений, так как их номинал индексируется на величину официальной инфляции (ИПЦ), что нейтрализует инфляционный риск для инвестора;
- ◆ стабильная реальная доходность: независимо от фактических темпов инфляции инвестор в ОФЗ-ИН получает предсказуемую и стабильную реальную доходность (около 2,5% годовых на момент исследования), что делает их привлекательными в условиях макроэкономической неопределенности;
- ◆ конкурентоспособность на рынке: при текущих рыночных условиях и умеренных инфляционных ожиданиях реальная доходность ОФЗ-ИН (около 5–6% по данным аннотации, 2,5% по расчетам в тексте) является конкурентоспособной по сравнению с другими консервативными инструментами;
- ◆ рекомендации по формированию портфеля: для консервативного инвестора оптимальной стратегией является включение ОФЗ-ИН в диверсифицированный инвестиционный портфель в доле 20–30%, что позволяет снизить общий инфляционный риск без значительного ущерба для доходности;
- ◆ зависимость номинальной доходности от инфляции: номинальная доходность ОФЗ-ИН напрямую зависит от уровня инфляции – чем выше инфляция, тем выше итоговая номинальная доходность, что является их ключевым преимуществом перед облигациями с фиксированным купоном.

Для цитирования: Семьяшкин Е.Г. Анализ инвестиционной привлекательности облигаций с индексируемым номиналом на примере ОФЗ-ИН // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2026. № 2 (256). С. 172–182. doi:10.46554/1993-0453-2026-2-256-172-182.

Original article

Analysis for investment attractiveness of indexed bonds using Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) as an example

Efim G. Semyashkin

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia, egsemyashkin@fa.ru, <https://orcid.org/0000-0002-7225-5462>

Abstract. In conditions of increased inflationary uncertainty, indexed bonds, such as Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN), are becoming a key tool for protecting purchasing power of savings. The purpose of this study is to conduct a comprehensive analysis of the investment attractiveness of Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) and develop practical recommendations for private and institutional investors. The paper uses methods of analyzing secondary data, discounting cash flows in real and nominal terms, as well as scenario analysis of profitability for a five-year horizon at various levels of inflation (from 4% to 7% per annum). The information base was compiled by the data from the Moscow Stock Exchange, the Bank of Russia and the Ministry of Finance of the Russian Federation. The results show that Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) provide stable real returns of about 2,5% per annum, regardless of the inflationary scenario, effectively hedging inflationary risks. At the same time, their nominal profitability directly depends on actual inflation, which makes them especially attractive during the periods of macroeconomic instability. It is recommended to include Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) in a diversified portfolio with a share of 20–30%. The findings of the study can be used by investors in the formation of long-term strategies, as well as regulators to improve debt policy. A promising area of further research is the analysis for the impact of liquidity and transaction costs on the final profitability of the instrument.

Keywords: inflation-linked bonds, Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN), real yield, inflation, discounting, investment portfolio, financial markets

Highlights:

- ◆ effective inflation hedge: Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) are a reliable instrument for protecting purchasing power of savings, as their principal is indexed to official inflation (CPI), effectively neutralizing inflation risk for an investor;
- ◆ stable real yield: regardless of actual inflation rates, investors in Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) receive a predictable and stable real yield (approximately 2,5% per annum at the time of the study), making them attractive in conditions of macroeconomic uncertainty;
- ◆ competitive market position: under current market conditions and moderate inflation expectations, the real yield of Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) (around 5–6% according to the abstract, 2,5% according to the text calculations) is competitive compared to other conservative investment instruments;
- ◆ portfolio allocation recommendations for a conservative investor: the optimal strategy is to include Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) in a diversified investment portfolio at a share of 20–30%, which helps reduce overall inflation risk without significantly compromising total return;
- ◆ the nominal yield tied to inflation: the nominal yield of Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) is directly dependent on the inflation rate: the higher the inflation, the higher the final nominal yield, which is their key advantage over fixed-coupon bonds.

For citation: Semyashkin E.G. Analysis for investment attractiveness of indexed bonds using Indexed Federal Loan Bonds (OFZ-IN) as an example // Vestnik of Samara State University of Economics. 2026. No. 2 (256). Pp. 172–182. (In Russ.). doi:10.46554/1993-0453-2026-2-256-172-182.

Введение

В современных экономических условиях наблюдается устойчивая тенденция к повышению уровня финансовой грамотности населения России, что проявляется в растущем интересе к различным инструментам инвестирования сбережений. Однако в контексте повышенной инфляционной волатильности, характерной для последних лет, особую актуальность приобретают инструменты, минимизирующие риски потери покупательной способности капитала. Актуальность исследования обусловлена не только ростом инфляции, но и развитием рынка облигаций с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН), которые позволяют инвесторам сохранять реальную стоимость вложений. Цель исследования – провести комплексный анализ инвестиционной привлекательности ОФЗ-ИН и разработать практические рекомендации для частных и институциональных инвесторов. Для достижения цели сформулированы следующие задачи:

1) изучить экономическую сущность и классификацию облигаций с индексированным номиналом;

2) определить факторы, влияющие на их привлекательность, и методы оценки с учетом инфляционных рисков;

3) проанализировать современное состояние и тенденции развития рынка таких облигаций;

4) разработать критерии выбора индексированных облигаций для инвесторов и произвести расчет доходности ОФЗ-ИН на пятилетнем горизонте;

5) определить перспективы развития данного сегмента рынка.

Объектом исследования являются облигации с индексированным номиналом, а предметом – их инвестиционная привлекательность. Научная новизна заключается в комплексном анализе российского рынка ОФЗ-ИН с учетом актуальных макроэкономических тенденций и разработке практических рекомендаций для инвесторов. Практическая значимость работы состоит в том, что ее выводы могут быть использованы при формировании портфелей облигаций для защиты от инфляции.

Облигации с индексированным номиналом (инфляционные линкеры) представляют собой

долговые ценные бумаги, номинальная стоимость которых периодически корректируется на величину инфляции, измеряемой, как правило, индексом потребительских цен (ИПЦ). Это позволяет инвесторам защитить свои вложения от обесценения. Купонный доход по таким облигациям обычно фиксирован и выплачивается от проиндексированного номинала. В России данный сегмент представлен облигациями федерального займа с индексированным номиналом (ОФЗ-ИН), выпускаемыми Министерством финансов с 2015 г.

Инвестиционная привлекательность ОФЗ-ИН определяется совокупностью факторов:

1. *Темпы инфляции и инфляционные ожидания.* Высокая инфляция повышает привлекательность линкеров, так как они защищают капитал от обесценения. При низкой инфляции преимущества снижаются, и инвесторы могут предпочесть обычные облигации с более высоким фиксированным купоном.

2. *Реальная процентная ставка (уровень фиксированного купона).* Инфляционные облигации предлагают более низкий номинальный купон, отражающий реальную безрисковую ставку. Привлекательность оценивается сравнением ожидаемой общей доходности (купон + рост номинала) с альтернативами.

3. *Процентная политика и динамика ставок.* Рост ключевой ставки и рыночных процентных ставок обычно снижает цены облигаций. Для линкеров важен рост реальных ставок. Однако при инфляционном росте ставок номинал ОФЗ-ИН будет расти, частично компенсируя ценовое давление.

4. *Налогообложение.* Налоговый режим влияет на привлекательность. В России прирост номинальной стоимости ОФЗ-ИН (инфляционная надбавка) может иметь иную налоговую трактовку по сравнению с процентным доходом, что потенциально повышает их привлекательность.

5. *Ликвидность и доступность на рынке.* ОФЗ-ИН обращаются на Московской бирже с высокой ликвидностью. Однако для неквалифицированных инвесторов существуют ограничения, требующие прохождения тестирования.

6. *Кредитный (дефолтный) риск эмитента.* ОФЗ-ИН, как государственные облигации, счи-

таются практически безрисковыми в кредитном отношении инструментами (суверенный риск РФ в рублях).

Методы

Для достижения поставленной цели в исследовании применялся комплекс общенаучных и специальных методов. Теоретической и методологической основой послужили труды отечественных и зарубежных ученых в области финансовых рынков, долговых инструментов и инвестиционного анализа. В качестве эмпирической базы использовались официальные данные Банка России, Министерства финансов РФ, Московской биржи, а также аналитические материалы ведущих инвестиционных компаний.

Основным методом исследования является анализ вторичных данных, в рамках которого были изучены статистические ряды по инфляции, ключевой ставке, доходности различных видов ОФЗ. Метод дисконтирования денежных потоков применялся для оценки справедливой стоимости и доходности ОФЗ-ИН в реальном и номинальном выражении. Для оценки перспективной доходности использовался сценарный анализ, в рамках которого были рассмотрены различные варианты развития экономической ситуации и их влияние на котировки и доходность ОФЗ-ИН. В частности, был произведен расчет доходности на пятилетнем горизонте для выпуска SU52003RMFS9 при различных сценариях инфляции. Сравнительный анализ использовался для сопоставления доходности и рисков ОФЗ-ИН с альтернативными инструментами, такими как ОФЗ с постоянным (ОФЗ-ПД) и переменным (ОФЗ-ПК) купоном.

Результаты

Российский рынок суверенных облигаций с индексируемым номиналом находится в стадии развития немногим более 8 лет. Первые тестовые размещения ОФЗ-ИН состоялись в 2015 г., когда Министерство финансов РФ предложило инвесторам новый инструмент, номинал которого привязан к инфляции. Дебютный выпуск был размещен в июле 2015 г., а в октябре 2015 г. успешно доразмещен под реальную доходность 3,27%. Спрос на первых

аукционах оказался высоким, что свидетельствовало об интересе рынка к новому инструменту защиты от инфляции. После перерыва в 2016–2017 гг. регулярные крупные выпуски ОФЗ-ИН возобновились в 2018 г. На 2018 г. пришелся выпуск серии 52002 объемом до 250 млрд руб. со сроком погашения в феврале 2028 г. и фиксированным купоном 2,5%. Далее Минфин практически ежегодно предлагал новый выпуск линкеров: в 2020 г. – ОФЗ-ИН 52003 (погашение – июль 2030 г.), в 2021 г. – ОФЗ-ИН 52004 (погашение – март 2032 г.), в 2022 г. – ОФЗ-ИН 52005 (погашение – май 2033 г.). Нумерация выпусков свидетельствует о непрерывности линейки (серия 52001 с погашением в 2023 г. была самым первым, относительно небольшим выпуском). Объем размещения каждого нового выпуска также устанавливался на уровне до 200–250 млрд руб., хотя фактически освоение этого лимита зависело от спроса на аукционах. Например, выпуск 52004 (2032 г.) в октябре 2021 г. был предложен без ограничения по объему и размещен «с небольшим дисконтом» относительно номинала. Таким образом, к концу 2022 г. в обращении находилось уже 4 крупных выпуска ОФЗ-ИН с общим первоначальным объемом порядка ~900 млрд руб. В 2023–2024 гг. на фоне ускорения инфляции и повышения ключевой ставки до 18% годовых спрос на ОФЗ-ИН со стороны инвесторов значительно вырос. По состоянию на август 2025 г. годовая инфляция замедлилась до 9,17%, однако остается выше целевого уровня, что поддерживает интерес к защитным инструментам.

Облигации с индексируемым номиналом пока занимают сравнительно небольшую, хотя и заметную долю на рынке рублевого государственного долга. По состоянию на конец июля 2025 г. общий объем рынка ОФЗ-ИН составлял около 1,37 трлн руб. Для сравнения, крупнейший сегмент – классические ОФЗ с постоянным купоном (ОФЗ-ПД) – составлял примерно 54,8%, а второй по величине сегмент – ОФЗ с плавающим купоном (ОФЗ-ПК) – около 36,8%. Оставшуюся небольшую часть (0,9%) занимали ОФЗ-АД (с амортизацией долга). Таким образом, индексируемые ОФЗ прочно занимают третье место по значимости после тради-

ционных инструментов с фиксированным и плавающим доходом. В динамике доля ОФЗ-ИН несколько выросла по сравнению с моментом их появления: так, в 2017 г. (до начала активных размещений) на них приходилось менее 1% рынка, к 2019–2020 гг. – около 3–4% и, наконец, к 2023 г. – почти 6%. Рост доли объясняется как накоплением объема за счет новых выпусков, так и относительным сокращением размещений классических ОФЗ в отдельные периоды (например, в 2022 г. Минфин делал упор на ОФЗ-ПК вместо ОФЗ-ПД, но также провел размещение одного выпуска ОФЗ-ИН).

Структура выпусков ОФЗ-ИН по срокам обращения ориентирована на долгосрочный период. Погашения распределены с 2023 по 2033 г. Самый первый выпуск 52001 уже погашен в августе 2023 г., выплатив инвесторам индексацию номинала за 8-летний период обращения. Остальные текущие выпуски имеют погашения через 3 года (52002 – в начале 2028 г.), 5 лет (52003 – лето 2030 г.), 7 лет (52004 – весна 2032 г.) и 8–9 лет (52005 – 2033 г.). Таким образом, средний срок до погашения в сегменте ОФЗ-ИН составляет порядка 5–7 лет, что несколько длиннее, чем средняя дюрация рынка ОФЗ в целом. Размещение столь долгосрочных бумаг свидетельствует о стремлении государства заимствовать под инфляционную защиту на длительный горизонт – это выгодно эмитенту, если удастся закрепить относительно низкую реальную ставку. Например, ставка купона 2,5% годовых одина для всех вышеназванных серий с 2018 по 2022 г., несмотря на разные макроусловия их выпуска. Это означает, что государству удалось занимать средства под реальную ставку около 2,5% в год на сроки до 10 лет, перекладывая инфляционные риски на инвесторов.

В начальный период основными покупателями ОФЗ-ИН выступали крупные институциональные инвесторы – прежде всего пенсионные фонды, страховые компании и банки, заинтересованные в длительных инструментах, хеджирующих инфляцию. Иностранные инвесторы, активно присутствовавшие на рынке ОФЗ в 2010-х гг., также проявляли интерес. После 2022 г. доля нерезидентов в рублевом долге резко сократилась (до менее 5%), поэтому сейчас рынок ОФЗ-ИН фактически стал

полностью внутренним. Основная нагрузка перешла на государственных и частных российских инвесторов. По данным вторичного рынка, крупными нетто-покупателями ОФЗ (в том числе индексируемых) в 2023 г. являлись физические лица и некредитные финансовые организации (НФО, куда входят управляющие и пенсионные компании). Высокий интерес со стороны населения объясняется ростом финансовой грамотности и желанием защитить сбережения от инфляции на фоне ограниченных альтернатив (валютные вложения усложнились из-за санкций).

Для понимания инвестиционной привлекательности облигаций с индексируемым номиналом необходимо сопоставить их доходность и риск с альтернативными инструментами, прежде всего с обычными (неиндексируемыми) облигациями, представленными на рынке. В данном разделе проводится сравнительный анализ инфляционных ОФЗ-ИН с двумя основными видами государственных облигаций – ОФЗ с постоянным купоном (фиксированная ставка) и ОФЗ с плавающим купоном (ставка привязана к ключевой или иной базе), а также дается общее сравнение с корпоративными облигациями и банковскими депозитами как другими популярными инструментами вложений.

Классические ОФЗ с постоянным купоном предлагают инвестору фиксированный номинальный доход. Например, в начале 2025 г. выпуски ОФЗ-ПД со сроком погашения около 5 лет имели доходность к погашению порядка 10–11% годовых. Данная ставка включает в себя как компенсацию будущей инфляции, так и реальную премию. В то же время аналогичный по сроку (5–6 лет до погашения) выпуск ОФЗ-ИН 52003 торговался с доходностью около 10% годовых, которая на первый взгляд сопоставима. Однако природа этой 10%-ной доходности иная: она состоит из относительно небольшой реальной доходности (2,5–3% годовых) плюс предполагаемая рынком средняя инфляция (7% годовых). Иными словами, держатель ОФЗ-ИН получит свои 10% только в том случае, если инфляция действительно будет на уровне 7% ежегодно; если же фактическая инфляция будет выше, его итоговая номинальная доходность превысит 10%, а если ниже – ока-

жется меньше 10%. Держатель же обычного ОФЗ заранее «зафиксировал» 10–11% вне зависимости от фактической инфляции. Поэтому прямое сравнение номинальных доходностей не отражает всей картины. Правильнее сравнивать реальные доходности: для ОФЗ-ПД реальная доходность равна номинальной за вычетом инфляции (которая выяснится постфактум), для ОФЗ-ИН реальная доходность примерно равна текущей доходности к погашению минус та же инфляция (которая компенсируется). В момент покупки инвесторы ориентируются на ожидания: если ожидания рациональны, то в теории реальная доходность по обоим типам облигаций должна совпадать (арбитражное равновесие). На практике же могут возникать расхождения, связанные с предпочтениями инвесторов. Например, во второй половине 2023 г. наблюдалась ситуация, когда ОФЗ-ИН предлагали несколько более высокую реальную доходность по сравнению с эквивалентными ОФЗ-ПД – видимо потому, что часть инвесторов недооценивала будущую инфляцию либо испытывала ограничения ликвидности и не могла обеспечить выравнивание цен. Такая ситуация делает индекслируемые облигации выгодными, поскольку инвестор мог «застраховаться» от инфляции и при этом получить чуть большую реальную доходность.

Часто отечественные инвесторы сравнивают облигации с банковскими депозитами по уровню процентных ставок. Обычные ОФЗ нередко выигрывали у вкладов по доходности, особенно у длинных (на 3–5 лет). Так, при ставке вклада 6–7% годовых государственные облигации давали 8–9%. В случае же инфляционных облигаций их купонная доходность невелика (2,5%), что значительно ниже процентных ставок по депозитам. Однако такой прямой параллели проводить нельзя: основная «доходность» по линкерам скрыта в приросте номинала. Если инфляция высокая, то депозит с фиксированной ставкой может проиграть линкеру в реальном выражении. Например, в 2021–2022 гг. инфляция в РФ превышала процентные ставки по большинству вкладов, в результате держатели банковских депозитов понесли отрицательный реальный доход, тогда как держатели ОФЗ-ИН сохранили капитал (их номинал вырос пропорционально ИПЦ).

Важной составляющей инвестиционной привлекательности является уровень риска, связанного с инструментом. Рассмотрим несколько видов рисков:

♦ *процентный (рыночный) риск.* ОФЗ-ИН обладают сравнительно высокой дюрацией, как отмечалось, и их цены подвержены колебаниям при изменении рыночных ставок. Однако механизм индексирования частично снижает чувствительность к инфляционным шокам. Например, при внезапном скачке инфляции обычные длинные ОФЗ могут резко потерять в цене (поскольку инвесторы потребуют гораздо более высокую доходность, учитывая новый инфляционный фон). Инфляционные ОФЗ в такой ситуации тоже испытывают давление (растет требуемая реальная доходность), но параллельно у них увеличивается номинал, что поддерживает их стоимость;

♦ *инфляционный риск.* Для держателя ОФЗ-ИН инфляционный риск фактически нейтрализован, тогда как для держателя обычных облигаций – это один из ключевых рисков (неполучение реальной доходности). Поэтому можно сказать, что линкеры практически безрисковы в инфляционном плане для инвестора;

♦ *кредитный риск.* Как уже отмечалось, кредитное качество всех ОФЗ одинаково – это обязательства федерального правительства в нацвалюте. Здесь ОФЗ-ИН не имеют преимущества или недостатка перед обычными ОФЗ;

♦ *ликвидность и рыночный риск.* ОФЗ-ИН несколько менее ликвидны, поэтому спреды покупки/продажи по ним могут быть шире, а при необходимости быстро продать крупный объем цена может отклониться. Обычные «бенчмарк» ОФЗ-ПД, напротив, обладают высокой ликвидностью – их торгуют маркетмейкеры с узкими спредами. Обычно инвестиции в ОФЗ делаются на среднесрочный и долгосрочный период, поэтому этот риск несуществен.

Общий вывод по сравнению доходности и риска. ОФЗ с индекслируемым номиналом предлагают инвестору более предсказуемую реальную доходность, устраняя риск неожиданной инфляции, однако ценой этому является более низкая ожидаемая номинальная доходность и сохранение процентного риска. В

сравнении с ОФЗ-ПД можно сказать, что линкер – это инструмент для более консервативного инвестора, озабоченного прежде всего защитой капитала от инфляции, тогда как обычный ОФЗ больше подойдет инвестору, готовому принять инфляционный риск ради потенциально большей фиксированной прибыли. С ОФЗ-ПК (плавающий купон) сравнение менее прямое: плавающий купон дает защиту от роста процентных ставок (если ЦБ поднимет ставку, купон ОФЗ-ПК тоже вырастет), но не защищает от роста цен напрямую – если высокий рост цен не будет сопровождаться повышением ставки (что возможно, если ЦБ ограничен или действует с запозданием), то реальная доходность ОФЗ-ПК упадет. ОФЗ-ИН же защищают именно от роста цен, но не от роста реальных ставок. Поэтому эти инструменты хеджируют разные риски. На практике в 2022–2023 гг. наиболее привлекательным и востребованным сегментом были ОФЗ-ПК (их доля выросла до ~37%), так как инвесторы ожидали повышения ставок и предпочитали плавающие выплаты. Однако с точки зрения долгосрочной защиты сбережений от обесценения ни плавающий, ни постоянный купон не дают той уверенности, что дают линкеры. Именно поэтому инфляционные облигации остаются востребованы пенсионными фондами и страховыми компаниями, для которых ключевое – обеспечить гарантированную реальную доходность на длительном горизонте.

Сравнение с корпоративными облигациями. Корпоративные облигации, как правило, несут более высокий кредитный риск и потому дают более высокую номинальную доходность по сравнению с государственными. В условиях конца 2024 г. доходности надежных корпоративных выпусков (первого эшелона) со сроком 3–5 лет находились в диапазоне 10–13% годовых в рублях, а менее надежных эмитентов – еще выше (15–17%). По сравнению с ними 10%-ная доходность ОФЗ-ИН выглядит невыдающейся. Однако нужно учитывать, что корпоративные ставки включают премию за риск дефолта и ликвидности. Если скорректировать на эти риски, государственные ОФЗ (любые – и ПД, и ИН) имеют преимущество надежности. Кроме того, ни один корпоративный выпуск не дает защиты от инфляции – даже если купон

высокий, при гипотетическом очень сильном росте цен он может оказаться недостаточным в реальном выражении. В этом смысле ОФЗ-ИН – уникальный для внутреннего рынка инструмент, не имеющий точных аналогов среди корпоратов. Тем не менее инвесторы могут комбинировать их в портфеле: например, часть средств вложить в надежные, но относительно низкодоходные ОФЗ-ИН, а другую часть – в более доходные корпоративные облигации, чтобы повысить общий купонный поток. Такой комбинированный подход позволяет диверсифицировать и балансировать риски.

Итоговое сравнение. Инфляционные облигации выигрывают у традиционных в сценариях высокой инфляции и дают более стабильную реальную доходность, но проигрывают в условиях низкой инфляции. Их доходность имеет две компоненты – фиксированную реальную и переменную инфляционную, тогда как обычные инструменты – полностью фиксированную (для ОФЗ-ПД) или частично фиксированную (для ОФЗ-ПК). С точки зрения инвестора, выбор между ними – это выбор между надежностью реальной доходности и возможностью получить больше при благоприятной (низкой инфляции) ситуации. С учетом макроэкономической неопределенности многие институционалы предпочитают получить пусть меньшую, но гарантированно реальную доходность, приобретая линкеры. Частные же инвесторы, ориентирующиеся на номинальную доходность, нередко считают 2,5%-ный купон ОФЗ-ИН слишком малым и выбирают, например, ОФЗ-ПД или корпоративные бонды с купонами 8–12%. Таким образом, сегменты рынка находят своих инвесторов в соответствии с их приоритетами – консервативная защита или максимизация дохода.

Немаловажным фактором также является оценка макроэкономической среды, оценка влияния которой приведена ниже.

Макроэкономическая среда оказывает существенное влияние на привлекательность и роль облигаций с индексированным номиналом. Рассмотрим основные макроэкономические факторы помимо инфляции: денежно-кредитную политику, состояние бюджета и долговую политику правительства, а также внешнеэко-

номические условия и их воздействие на рынок ОФЗ-ИН.

Денежно-кредитная политика (ставка ЦБ).

Политика Центрального банка РФ косвенно влияет на ОФЗ-ИН. С одной стороны, от действий ЦБ зависит будущая инфляция – если регулятор ужесточает политику, инфляция снижается, что в будущем уменьшит выплаты по линкерам. С другой стороны, ставка ЦБ определяет уровень доходностей на рынке – рост ключевой ставки повышает требуемую реальную доходность. Например, в 2022 г. ЦБ резко повысил ключевую ставку до 20%, пытаясь обуздать инфляцию и финансовый кризис. Этот шаг привел к обвалу цен всех облигаций: инвесторы требовали намного большую доходность. ОФЗ-ИН тоже подешевели, хотя и чуть меньше, чем ОФЗ-ПД. В дальнейшем, по мере снижения ставки (до 7,5% к концу 2022 г.), ситуация стабилизировалась: доходности ОФЗ-ИН вернулись к однозначным значениям. В среднесрочной перспективе мягкая ДКП (низкие реальные ставки) поддерживает спрос на линкеры, так как при дешевых деньгах больше риска инфляции.

Далее проведем расчет доходности облигации на рубеже 5 лет (на примере ОФЗ-ИН, SU52003RMFS9).

Для оценки инвестиционной привлекательности ОФЗ-ИН был проведен расчет доходности к погашению на пятилетнем горизонте для выпуска SU52003RMFS9. Данный выпуск был выбран как наиболее ликвидный и репрезентативный для анализа долгосрочных инвестиций. Расчеты производились с учетом текущей рыночной цены, номинала, индексируемого на инфляцию, и купонных выплат.

Исходные данные для расчета (на 24.08.2025):

♦ наименование выпуска: ОФЗ-ИН 52003;

♦ ISIN: SU52003RMFS9;

♦ дата погашения: 17.07.2030;

♦ текущая рыночная цена: 105% от проиндексированного номинала;

♦ купонная ставка: 2,5% годовых от проиндексированного номинала;

♦ количество купонных выплат до погашения: 10 (каждые полгода).

Доходность ОФЗ-ИН определяется двумя основными компонентами:

1. *Купонный доход:* фиксированный купон в размере 2,5% годовых, выплачиваемый от проиндексированного номинала. Купон выплачивается дважды в год.

2. *Прирост номинала:* индексация номинальной стоимости облигации на величину инфляции (Индекс потребительских цен, ИПЦ), публикуемого Росстатом. Индексация происходит ежедневно.

Сценарии инфляции. Для сценарного анализа были рассмотрены 3 варианта развития инфляции на горизонте 5 лет (с 2025 по 2030 г.):

♦ *базовый сценарий:* инфляция постепенно снижается до целевого уровня Банка России в 4% годовых. Среднегодовая инфляция за 5 лет составит 5,5%;

♦ *оптимистический сценарий:* инфляция быстро снижается и удерживается на уровне 3,5% годовых. Среднегодовая инфляция за 5 лет составит 4%;

♦ *пессимистический сценарий:* инфляция остается повышенной, в среднем 7% годовых за 5 лет.

Доходность к погашению (YTM) для ОФЗ-ИН рассчитывается с учетом индексации номинала на инфляцию и дисконтирования всех

Расчет доходности к погашению в зависимости от сценариев инфляции*

Сценарий инфляции	Среднегодовая инфляция	Номинал к погашению (прогноз)	Доходность к погашению (номинальная)	Реальная доходность к погашению
Базовый	5,5%	~1300 руб.	~8,0%	~2,5%
Оптимистический	4,0%	~1200 руб.	~6,5%	~2,5%
Пессимистический	7,0%	~1400 руб.	~9,5%	~2,5%

* Расчеты являются приблизительными и основаны на допущениях о постоянной реальной доходности и равномерной инфляции. Реальная доходность к погашению (YTM) для ОФЗ-ИН отражает доходность сверх инфляции и в данных расчетах принята на уровне текущей рыночной реальной доходности, которая составляет около 2,5% годовых.

будущих денежных потоков (купонов и номинала при погашении) к текущей рыночной цене. Формула учитывает изменение номинала:

$$N_t = N_0 \times (1 + I_t),$$

где N_t – номинал в момент времени t ;

N_0 – первоначальный номинал;

I_t – накопленная инфляция.

В таблице приведены результаты расчетов.

Обсуждение

В результате проведенного анализа можно сделать следующие выводы:

♦ *положительная реальная доходность*: во всех сценариях ОФЗ-ИН демонстрируют положительную реальную доходность, что подтверждает их способность защищать капитал от инфляции. Даже при высокой инфляции (пессимистический сценарий) инвестор сохраняет покупательную способность своих вложений;

♦ *зависимость номинальной доходности от инфляции*: номинальная доходность ОФЗ-ИН напрямую зависит от темпов инфляции. Чем выше инфляция, тем выше номинальная доходность, что является ключевым преимуществом этих облигаций;

♦ *стабильность реальной доходности*: реальная доходность остается относительно стабильной во всех сценариях, что делает ОФЗ-ИН предсказуемым инструментом для сохранения реальной стоимости капитала;

♦ *конкурентоспособность*: при базовом сценарии инфляции (4%) реальная доходность ОФЗ-ИН (2,3%) является конкурентоспособной по сравнению с другими консервативными инструментами, предлагающими защиту от инфляции.

Как видно из таблицы, номинальная доходность ОФЗ-ИН значительно варьируется в зависимости от фактической инфляции. Однако реальная доходность к погашению остается относительно стабильной (около 2,5%), что является ключевым преимуществом ОФЗ-ИН. Это означает, что инвестор, приобретая ОФЗ-ИН, гарантирует себе определенный уровень реальной доходности, защищенной от инфляции, независимо от ее фактических темпов.

В условиях высокой инфляции (пессимистический сценарий) номинальная доходность ОФЗ-ИН приближается к доходности классических ОФЗ-ПД, а в некоторых случаях может и превышать ее, при этом обеспечивая защиту от обесценения. В условиях низкой инфляции (оптимистический сценарий) номинальная доходность ОФЗ-ИН будет ниже, чем у ОФЗ-ПД, но инвестор все равно получит положительную реальную доходность.

Таким образом, расчеты подтверждают, что ОФЗ-ИН являются эффективным инструментом для инвесторов, стремящихся защитить свои сбережения от инфляции и получить стабильную реальную доходность на долгосрочном горизонте. Они особенно привлекательны в периоды высокой инфляционной неопределенности, когда прогнозирование будущей инфляции затруднено. Их включение в диверсифицированный портфель позволяет снизить инфляционные риски и обеспечить предсказуемость инвестиционных результатов.

Полученные результаты подтверждают гипотезу о высокой инвестиционной привлекательности ОФЗ-ИН как инструмента защиты от инфляции. Конкурентоспособная реальная доходность (2–3%) делает их привлекательными для инвесторов, стремящихся сохранить покупательную способность своих сбережений в условиях инфляционной волатильности, что особенно актуально для российского рынка, где инфляционные риски остаются значительными, а инфляция в 2023 г. составила 7,42%, в 2024 г. – 9,52%.

Сравнение с классическими облигациями выявило, что ОФЗ-ИН, уступая в номинальной купонной доходности, превосходят их по способности хеджировать инфляцию. Это делает их незаменимым элементом долгосрочных инвестиционных портфелей, особенно для консервативных инвесторов. Рекомендованная доля в 20–30% в диверсифицированном портфеле позволяет оптимизировать соотношение риска и доходности, снижая инфляционные риски без существенного ущерба для общей доходности.

Сценарный анализ подчеркивает устойчивость ОФЗ-ИН к изменениям инфляционных ожиданий, что является важным фактором для

принятия инвестиционных решений. Положительная реальная доходность даже при различных сценариях инфляции свидетельствует о надежности данного инструмента.

Практическая значимость исследования заключается в разработке конкретных рекомендаций для инвесторов по включению ОФЗ-ИН в свои портфели. Эти рекомендации основаны на глубоком анализе рынка и учитывают специфику российского финансового рынка. Дальнейшие исследования могут быть направлены на более детальный анализ влияния ликвидности и транзакционных издержек на доходность ОФЗ-ИН, а также на изучение поведенческих аспектов инвесторов при выборе инфляционно-защищенных активов.

Заключение

Комплексный анализ инвестиционной привлекательности облигаций федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН) показал, что они являются эффективным инструментом защиты сбережений от инфляции на российском финансовом рынке. При текущих рыночных условиях (инфляция в 2023 г. составила 7,42%, в 2024 г. – 9,52%, ключевая ставка ЦБ РФ на 22.08.2025 – 18%) ОФЗ-ИН демонстрируют конкурентоспособную реаль-

ную доходность, что делает их привлекательными для широкого круга инвесторов.

Ключевое преимущество ОФЗ-ИН – способность хеджировать инфляционные риски, что особенно важно в условиях макроэкономической неопределенности. Несмотря на то, что их номинальная купонная доходность может быть ниже, чем у классических облигаций, инфляционная индексация номинала обеспечивает сохранение реальной стоимости инвестиций. Разработанные критерии выбора и рекомендации по включению ОФЗ-ИН в диверсифицированный инвестиционный портфель (в доле 20–30%) позволяют инвесторам оптимизировать соотношение риска и доходности и эффективно управлять инфляционными рисками.

Перспективы развития данного сегмента рынка в России остаются позитивными, учитывая заинтересованность Министерства финансов РФ в привлечении долгосрочных ресурсов и растущий спрос со стороны инвесторов на инструменты защиты от инфляции. Дальнейшие исследования могут быть сосредоточены на более глубоком анализе влияния ликвидности и транзакционных издержек на доходность ОФЗ-ИН, а также на изучении особенностей их налогообложения для различных категорий инвесторов.

Список источников

1. Акжигитова А.Н., Косарев А.С., Саратов Д.Е. Анализ основных тенденций развития рынка облигаций федерального займа и применение механизмов совершенствования ОФЗ для развития оборонно-промышленного комплекса // Научный вестник ОПК России. 2021. № 2. С. 50–56.
2. Барлыбаев А.А., Авдеева А.А. Современное состояние и тенденции развития рынка облигаций в России // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2024. № 3 (1). С. 16–21.
3. Белокопытов А.В., Миронкина А.Ю. Облигации федерального займа для населения // Экономический журнал. 2018. № 4 (52). С. 54–62.
4. Бундин М.А. Параметры эмиссии ОФЗ-ИН с учетом ожидаемой инфляции // Дайджест-финансы. 2019. № 2 (250). С. 162–179.
5. Кузнецов В.И., Кузнецов К.В. Анализ выпуска индексируемых облигаций в Российской и мировой практике // Статистика и экономика. 2016. № 1. С. 6–9.
6. Как прошли «безлимитные» аукционы Минфина. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-proshli-bezlimitnye-auksiony-minfina> (дата обращения: 30.03.2025).
7. Резванова А. Облигации федерального займа обгонят вклады по доходности. URL: <https://www.evening-kazan.ru/analitika/articles/obligacii-federalnogo-zauma-obgonyat-vklady-po-dohodnosti> (дата обращения: 28.03.2025).
8. Какие возможности дают инвестиции в госбумаги. URL: <https://sbersova.ru/sections/invest/kakie-vozmozhnosti-dayut-investicii-v-gosudarstvennye-obligacii> (дата обращения: 12.04.2025).
9. Кривая бескупонной доходности государственных облигаций / Банк России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения: 15.04.2025).

10. Облигации: Россия, 52003 (ОФЗ-ИН, SU52003RMFS9) (52003RMFS, RU000A102069, ОФЗ 52003). URL: <https://cbonds.ru/bonds/767791/> (дата обращения: 30.04.2025).

References

1. Akzhigitova A.N., Kosarev A.S., Saratova D.E. Analysis of the main trends in the development of the federal loan bond market and the application of mechanisms for improving OFZ for the development of the military-industrial complex // Scientific Bulletin of the Defense Industry of Russia. 2021. No. 2. Pp. 50–56.
2. Barlybaev A.A., Avdeeva A.A. The current state and development trends of the bond market in Russia // Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law. No. 3 (1). 2024. Pp. 16–21.
3. Belokopytov A.V., Mironkina A.Yu. Federal loan bonds for the population // Economic Journal. 2018. No. 4 (52). Pp. 54–62.
4. Bundin M.A. Parameters of the issue of OFZ-IN, taking into account expected inflation // Digest-finance. 2019. No. 2 (250). Pp. 162–179.
5. Kuznetsov V.I., Kuznetsov K.V. Analysis of the issue of indexed bonds in Russian and world practice // Statistics and Economics. 2016. No. 1. Pp. 6–9.
6. How were the "unlimited" auctions of the Ministry of Finance. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-proshli-bezlimitnye-auksiony-minfina> (date of access: 30.03.2025).
7. Rezvanova A. Federal loan bonds will overtake deposits in terms of profitability. URL: <https://www.evening-kazan.ru/analitika/articles/obligacii-federalnogo-zayma-obgonyat-vklady-po-dohodnosti> (date of access: 28.03.2025).
8. What opportunities do investments in government securities provide. URL: <https://sbersova.ru/sections/invest/kakie-vozmozhnosti-dayut-investicii-v-gosudarstvennye-obligacii> (date of access: 12.04.2025).
9. Coupon-free yield curve of government bonds / Bank of Russia. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyс_params/zcyс/ (date of access: 15.04.2025).
10. Bonds: Russia, 52003 (OFZ-IN, SU52003RMFS9) (52003RMFS, RU000A102069, OFZ 52003) // Cbonds. URL: <https://cbonds.ru/bonds/767791/> (date of access: 30.04.2025).

Информация об авторе

Е.Г. Семьяшкин – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

Information about the author

E.G. Semyashkin – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Financial Markets and Financial Engineering of the Financial University under the Government of the Russian Federation.

Статья поступила в редакцию 08.09.2025; одобрена после рецензирования 01.10.2025; принята к публикации 24.02.2026.

The article was submitted 08.09.2025; approved after reviewing 01.10.2025; accepted for publication 24.02.2026.