

Некоторые аспекты установления доходности по государственным ценным бумагам

Кризис в странах Юго-Восточной Азии привел к самой нестабильной за последние 60 лет ситуации в мировой экономике. Инвесторы-нерезиденты, вкладывающие средства в ценные бумаги развивающихся стран, стали инвестировать ресурсы в более надежные финансовые инструменты. Это привело к различным негативным последствиям для экономик этих стран и потребовало слаженных и быстрых действий от правительств и центральных банков. Последствия кризиса отразились и на наших ближайших соседях — России и Украине.

Так, доля нерезидентов на рынке государственных ценных бумаг Украины составляла более 60 %. Когда в конце 1997 года нерезиденты стали уходить в этого рынка, Министерство финансов Украины начало испытывать трудности с продажей государственных ценных бумаг на первичных аукционах из-за снижения спроса со стороны нерезидентов и украинских банков. Для устранения этих последствий были предприняты следующие шаги:

- резко увеличена аукционная доходность. Если в августе-начале сентября 1997 года полугодовые облигации внутреннего государственного займа (ОВГЗ) Украины продавались с доходностью 23,78-24,8 процента, годовые — 22,48-22,78, девятимесячные — 19,94— 20,90 при курсе гривны — 1,857-1,868 за 1 долл. США, то уже в январе на аукционах доходность годовых бумаг (15 января 1998 года) составила — 46,28 процентов, девятимесячных (16 января 1998 года) — 44,57 процента при курсе гривны 19 января 1,910 за 1 долл. США;

- увеличены параметры валютного коридора. В конце октября 1997 года Национальный банк Украины установил параметры валютного коридора на первое полугодие 1998 года на уровне 1,75-1,95 гривен за доллар США. Однако ввиду вышеназванных причин в начале 1998 года валютный коридор был расширен до уровня 1,8-2,25 гривен за доллар США на весь 1998 год;

- увеличена ставка рефинансирования. В 1997 году Национальный банк Украины до ноября постепенно снижал ставку пять раз: с 10 января до 35 процентов с 40 процентов, с 8 марта — до 25 процентов, с 26 мая — до 21 процента, с 8 июля — до 18 процентов, с 5 августа — до 16 процентов. Однако осенью 1997 года, из-за начавшегося кризиса на рынке государственных облигаций внутреннего займа, а также кризиса на международных финансовых рынках, Национальный банк Украины поэтапно повысил ставку рефинансирования: с 1 ноября — до 17 процентов, с 15 ноября — до 25 процентов, с 24 ноября — до 35 процентов, с 6 февраля — до 44 % процентов.

Если проанализировать результаты первичных аукционов по размещению государственных краткосрочных облигаций в Республике Беларусь с ноября 1997 года, то можно отметить схожую картину (см. таб. 1). В Республике Беларусь аукционная доходность по государственным ценным бумагам в большинстве случаев равна или близка к ставке рефинансирования Национального банка Республики Беларусь. Однако на протяжении основной части 1997 года эта ставка в реальном выражении на рублевом денежном рынке была отрицательной (см. таб. 1).

Ее реальный положительный уровень сложился в основном в месяцы с низким уровнем инфляции — апреле, августе, сентябре и декабре. Это зеркально отразилось на доходности по государственным ценным бумагам и

Табл. 1. Итоги проведения аукционов по размещению выпусков государственных краткосрочных облигаций Республики Беларусь после кризиса в Юго-Восточной Азии

Номер выпуска	Дата проведения аукциона	Дата погашения	Объем эмиссии, млрд руб.	Срок обращения, дней	Объем спроса по номиналу, млрд руб.	Объем фактического спроса, млрд руб.	Цена		Доходность в %		Размещено ГКО		Объем не размещенной эмиссии номинал, млрд руб.
							% к номиналу	средневзвешенная	по минимальной цене	по средней цене	факт, млрд руб.	номинал, млрд руб.	
72	03.11.97	16.09.98	600	317	600	457,08	76,18	76,18	36	36	457,08	600	-
73	04.11.97	23.09.98	650	323	426,79	321,02	75,84	75,88	36	35,92	216,33	285,10	364,9
74	02.12.97	25.11.98	500	358	101,15	72,65	71,82	72,01	40	39,63	360,2	500	-
75	15.01.98	2.12.98	600	321	92,33	67,5	73,98	74,22	39,99	39,5	120,2	162,19	437,31
76	27.01.98	23.12.98	600	330	119,59	85,01	72,96	73,47	40,99	39,94	80,42	110,69	489,31
77	03.02.98	06.01.99	700	337	336,06	236,48	72,9	72,99	40,26	40,08	136,48	186,95	513,05
78	10.02.98	13.01.99	600	337	26,05	18,59	72,9	72,93	40,26	40,02	46,98	64,45	535,55
79	17.02.98	20.01.99	700	337			72,7	72,78	40,67	40,51	79,8	109,64	590,36
80	24.02.98	09.12.98	300	288									300
Итого			5250								1497,49	2019,02	3230,48

Табл. 2. Процентные ставки на 1997 г.

Ставка Национального банка	01.01.		01.02.		01.03.		01.04.		01.05.		01.06.		01.07.		01.08.		01.09.		01.10.		01.11.		01.12.	
	2,9	-4,2	2,9	-9,2	2,9	-3,5	3,5	1,3	3,5	-0,8	3,5	-1,4	3,5	-1,1	3,5	2,1	3,5	2,5	-1,7	3	-0,2	3	-0,2	1,2
месячная																								
реальная																								

соответственно на спросе. Необходимо отметить, что в 1997 году реальный уровень дохода от вложений в государственные ценные бумаги составил: в России 24,5 %; на Украине 34,9 %; в Беларуси — 24,66 %.

Поэтому для повышения привлекательности вложений в государственные ценные бумаги Республики Беларусь при первичном размещении выпусков государственных ценных бумаг необходимо устанавливать доходность, обеспечивающую по ним реальный доход инвестору. При определении аукционной доходности нельзя рассматривать ставку рефинансирования Национального банка Республики Беларусь как определяющий фактор. Для этих целей целесообразно использовать соответствующую методику расчета. Ниже приведены несколько вариантов расчета аукционной доходности.

1 вариант. Процентная ставка аукционной доходности является предполагаемым реальным доходом инвестора, умноженным на ожидаемую инфляцию в Республике Беларусь.

Реальный доход инвестора	=	15 % годовых
Ожидаемая инфляция	=	2 % в месяц или с учетом сложных процентов: 25,2 % годовых при сроке 6 месяцев; 26,8 % годовых при сроке 12 месяцев.

Ставка размещения государственных ценных бумаг будет следующей:

на срок 6 месяцев	=	$((1,15 * 1,252) - 1) * 100 = 44$ % годовых;
на срок 12 месяцев	=	$((1,15 * 1,268) - 1) * 100 = 45,8$ % годовых.

Данный показатель необходимо корректировать с учетом поступающей статистики о реальном уровне инфляции. Ориентиром при установлении доходности на первичном аукционе может служить среднее значение между показателями, рассчитанными на основании плановой и фактической инфляции. Допустим, за семь прошлых месяцев и пять будущих.

2 вариант. С началом биржевых торгов в Республике Беларусь появился основной индикатор, который отражает глубинные процессы, происходящие на финансовом рынке. В связи с этим для определения аукционной процентной ставки можно использовать средневзвешенную доходность, складывающуюся по итогам биржевых торгов, выпусков, максимально приближенным по срокам к планируемым.

Например, планируется разместить ценные бумаги с девятимесячным сроком обращения. В данном случае за основу берется средневзвешенная доходность по выпускам, у которых до погашения остался максимально приближенный срок к девятимесячному. В настоящий момент доходность по сделкам на вторичном рынке по облигациям со сроком погашения в конце 1998 года составляет 45 — 50 % годовых.

Кроме того, независимо от способа расчета аукционной доходности в процессе расчета также необходимо иметь возможность корректировать цену отсечения (+ / — 5 % годовых) в зависимости от конкретной ситуации и следующих факторов:

1. Равновесия спроса и предложения в ходе аукциона;
2. Уровень реальной доходности вложений в государственные ценные бумаги России, Украины;
3. Уровень долларовой доходности вложений в государственные ценные бумаги России, Украины;
4. Потребности Правительства Республики Беларусь в ресурсах.