Модель динамики процентной ставки по государственным обязательствам

VII

Антиинфляционная политика, проводившаяся в 1995 году, неоднозначно сказывалась на рынке долговых инструментов. Уменьшение темпов инфляции с определенным лагом отражалось на снижении доходностей. В то же время наращивание эмиссии ГКО в условиях недостаточной ликвидности финансовых рынков толкало уровень доходности вверх. В результате доходности снижались в 1995 году более медленно, чем инфляция. По этой причине во втором полугодии 1995 года произошел рост реальной стоимости обслуживания государственного долга, что сказывалось на возможностях привлечения средств в федеральный бюджет и в 1996 году.

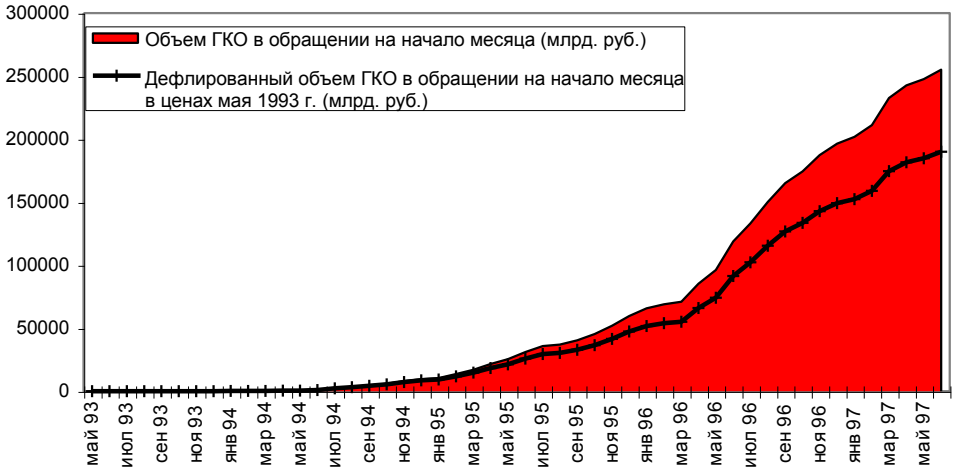
К началу 1995 года стоимость непогашенного номинала ГКО составляла около 11 трлн рублей или 1% годового ВВП, а к началу 1996 года стоимость этих обязательств увеличилась до 73 трлн руб. или 4,5% ВВП. Динамика номинальной и дефлированной стоимости непогашенных ГКО представлена на рисунке 1. Как видно, начало экспансии реального предложения ГКО приходится на июнь-июль 1995 года. Это связано со значительными объемами погашения, так что чистая выручка бюджета на первичных аукционах была незначительна. Однако именно в июле произошло существенное увеличение доходностей ГКО, что напрямую связано с наращиванием их эмиссии в условиях ограниченной ликвидности финансовых рынков.

Официальная цель политики управления внутренним долгом заключалась в удлинении среднего срока до погашения государственных ценных бумаг. К началу 1995 года он составлял только около 50 дней. Выпуск в обращение купонных облигаций федерального займа ОФЗ позволил несколько удлинить средний период до погашения облигаций до 65-70 дней к середине года. Однако во втором полугодии сред-

ний срок до погашения опять снизился. Очевидно, что удлинение дюрации ГКО-ОФЗ было затруднено из-за сохраняющейся неопределенности будущей политики государства и представляло собой слишком дорогостоящее мероприятие.

Рис. 1

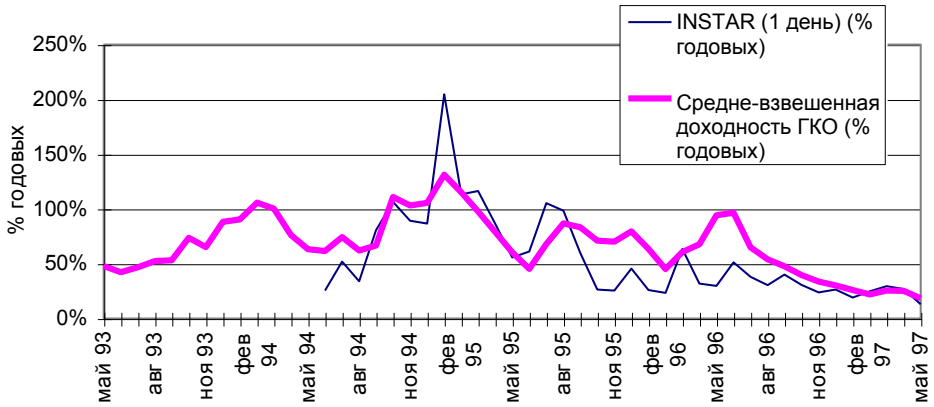
Динамика номинальной и дефлированной стоимости непогашенных ГКО



Исходя из динамики ЧВА в первом полугодии 1995 г., активность Центробанка РФ на вторичном рынке ГКО была невысокой. Закупки ЦБ на открытом рынке стали более ощутимыми во втором полугодии, о чем косвенно свидетельствует интенсивное наращивание чистых внутренних активов с июля. По нашим оценкам, доля имеющегося у ЦБ пакета государственных облигаций в их общем объеме составляла 10% в начале года и примерно 20% — в конце. Тем не менее, реальные доходности ГКО-ОФЗ оставались во втором полугодии 1995 г. довольно высокими. Это видно из рисунка 2, где представлена динамика реальной средневзвешенной доходности трехмесячных ГКО и реальных усредненных ставок по фактическим сделкам МБК (INSTAR, 7 дней). Всплеск доходностей ГКО в июле прервал закономерный процесс снижения рублевых процентных ставок, начавшийся в конце первого квартала 1995 г.

Рис. 2

Динамика реальной средневзвешенной доходности трехмесячных ГКО и реальных усредненных ставок по фактическим сделкам МБК (INSTAR)



Как показывают эконометрические оценки, инфляция и размеры эмиссии новых выпусков являются статистически значимыми факторами, определяющими динамику доходностей ГКО. Оценка зависимости между агрегированными доходностями и опережающими сглаженными скользящими средними темпами инфляции и темпами реальной эмиссии ГКО дает следующие результаты.

$$r_t = \underset{(2.86)}{2.02} + \underset{(6.45)}{0.61}\, x_{t,t+12} + \underset{(2.43)}{0.4}\, \pi_{t,t+12} \quad ,$$

где r_t - номинальная агрегированная нетто-доходность ГКО в месячном выражении в течение недели t, $x_{t,t+12}$ — средний темп реальной эмиссии ГКО в месячном выражении в течение 3 последующих месяцев, $\pi_{t,t+12}$ - месячный темп роста индекса потребительских цен за тот же период времени. В скобках указаны значения t-статистик для соответствующих параметров модели; коффициент множественной регрессии R^2 равен 0,8 (регрессия построена по 40 недельным наблюдениям за 1995 год). Доходности рассчитаны на основе данных об агрегированной номинальной и рыночной стоимости ГКО в обращении и среднем сроке до погашения этих бумаг.

Таким образом, увеличение дефлированного объема обращающихся ГКО на 1% приводит к росту доходности на 0,2-0,3%. Увеличение месячной инфляции на 1% дает прирост доходности на 0,5-0,6%. Изменения темпов инфляции оказываются более весомым фактором роста доходностей, чем изменения реального объема ГКО. Значимое же влияние эмиссий на доходности ГКО следует понимать как результат действия эффекта ограниченной ликвидности, дополняющего фундаментальные факторы Фишера (инфляция и межвременные предпочтения)[464]. Ограничения на ликвидность обуславливают инерционность финансовых портфелей и не позволяют банкам быстро аккумулировать денежные средства с учетом ожидаемого изменения предложения государственных бумаг. Привлекаемые Министерством финансов деньги, вообще говоря, не исчезают из сферы обращения, а появляются вновь в обороте, в том числе и на финансовых рынках. Однако существует ряд технических и институциональных барьеров, которые ограничивают этот процесс. Ограниченная ликвидность российских финансовых рынков во втором полугодии 1995 года была обусловлена проводившейся с января денежно-кредитной политикой, сохранившей свою жесткость, несмотря на накопление Центробанком внешних резервов. Начавшийся летом 1995 года межбанковский кризис усугубил проблему ограниченной ликвидности, что дало импульс дополнительному увеличению реальных доходностей государственных бумаг в третьем квартале.

Отсюда следует вывод о том, что, по-видимому, следовало смягчить ограничения на ликвидность для рынка ГКО. Чтобы при этом не наращивать дополнительные объемы ЧВА, имело смысл открыть данный рынок для нерезидентов еще в конце лета 1995 года. В тот момент политические риски были невысоки, а после заявления ЦБ РФ о продлении валютного коридора до конца года был практически элиминирован и валютный риск. Речь, таким образом, шла о безрисковых высокодоходных вложениях в ликвидные активы, что не могло не привлечь иностранных инвесторов.

---

[464] Эта точка зрения была сформулирована в работе: Lucas R. Liquidity and Interest Rates. Journal of Economic Theory, 1990, Vol. 50.

Выявленная зависимость между процентной ставкой по государственным ценным бумагам, которая, как было отмечено, является определяющей на финансовом рынке, и темпами роста государственного долга показывает, что государство в период дезинфляции выступало в качестве главного заемщика на внутреннем рынке. Такое положение на этапе формирования финансовых рынков оказывало искажающее воздействие на их развитие. В результате финансовые рынки не способствовали перераспределению ресурсов в пользу реальной экономики, что, в свою очередь, усиливало экономический спад и сокращение налогооблагаемой базы.