

Дахова Зоя

к.э.н., доцент

Белгородский университет кооперации, экономики и права
г. Белгород, Российская Федерация

ТЕОРИИ ВРЕМЕННОЙ СТРУКТУРЫ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО ОБЛИГАЦИЯМ

Рынок ценных бумаг является частью финансовой системы, представляющую собой совокупность участников и инструментов, направленных для реализации финансовых операций с целью перераспределения финансовых активов от сберегателей к потребителям.

Товаром на рынке ценных бумаг (фондовом рынке) являются ценные бумаги. Ценные бумаги – это документы, дающие право на получение дохода, а также выступающие титулом собственности и правом на реальные активы.

На российском рынке ценных бумаг в основном торгуются облигации как государственные, так и частных компаний и банков со сроком обращения от 1820 дней и до 30 лет, т.е. долгосрочные. В этом случае инвестора в большей степени интересует доходность облигаций к погашению. В свою очередь доходность к погашению зависит от срока погашения облигации.

Если построить график, отражающий взаимосвязь доходности к погашению и сроков погашения облигации, то можно выделить четыре формы такого графика: возрастающую кривую доходности; убывающую кривую доходности; «горбатую» кривую доходности; «плоскую» кривую доходности.

В мировой практике для объяснения таких форм поведения доходности облигаций в зависимости от сроков их погашения разработаны две теории: теория ожидания (expectations theory) и теория сегментации рынка (market segmentation theory). При этом существует несколько разновидностей теории ожиданий – теория чистых ожиданий (pure expectations theory), теория ликвидности (liquidity theory of the term structure) и теория предпочтений (preferred habitat theory) [2].

В соответствии с теорией чистых ожиданий сегодняшняя форвардная ставка в среднем равна ожидаемой будущей ставке спот для того же периода, то есть для периода, для которого рассчитана форвардная ставка.

Данная теория объясняет форму кривой доходности следующим образом. Если кривая поднимается вверх, то это говорит о том, что по мере движения вперед во времени форвардные ставки возрастают, а это в свою очередь означает ожидание роста в будущем процентных ставок по краткосрочным бумагам. Если кривая имеет наклон вниз, то форвардные ставки падают по мере движения в будущее. Это говорит о том, что инвесторы ожидают в будущем падения ставок по краткосрочным бумагам. Если кривая доходности идет параллельно оси абсцисс, то это означает равенство форвардных ставок и

текущих ставок спот по краткосрочным бумагам. В этом случае вкладчики ожидают, что ставки по краткосрочным бумагам в будущем не изменятся [1, 2].

Второй интерпретацией теории чистых ожиданий является теория локальных ожиданий (local expectations theory), согласно которой доходность облигаций с различным сроком погашения будет неизменной в течение краткосрочного инвестиционного периода [2].

Третьей интерпретацией теории чистых ожиданий является теория ожиданий, основанных на доходности к погашению (return-to-maturity expectations theory), согласно которой доходности последовательных инвестиций в краткосрочные облигации за некоторый период совпадают с доходностью бескупонной облигации, срок погашения которой совпадает с этим периодом [2].

Теория предпочтения ликвидности (liquidity preference theory) полагает, что инвесторы не безразличны к срокам до погашения облигаций, как это наблюдается в теории чистых ожиданий, а предпочитают краткосрочные бумаги долгосрочным, поскольку они несут меньше риска. Краткосрочные облигации являются более привлекательными для вкладчиков, поэтому они готовы платить за них дополнительную сумму денег, которая называется премией за ликвидность. В результате данного факта доходность краткосрочных бумаг будет ниже, чем долгосрочных. В свою очередь, долгосрочные облигации должны предлагать вкладчикам более высокую доходность, чтобы они согласились их приобрести. Такая ситуация будет наблюдаться, когда форвардная ставка больше будущей ожидаемой ставки спот для этого же периода. Разница между ними равна премии за ликвидность. Таким образом, если полагаться на данную теорию для оценки будущих ставок спот, то следует учитывать, что форвардная ставка будет выше ожидаемой ставки спот по краткосрочным бумагам.

Данная теория рассматривает кривую доходности следующим образом. Если ставки по краткосрочным бумагам ожидаются неизменными, то кривая доходности будет несколько направлена вверх, поскольку по краткосрочным бумагам инвестор уплачивает премию за ликвидность и, следовательно, доходность долгосрочных бумаг должна быть выше краткосрочных. Некоторый подъем кривой доходности в этом случае обязан только премии за ликвидность. Если кривая имеет сильный наклон вверх, то это вследствие, во-первых, премии за ликвидность и, во-вторых, ожиданий более высокой ставки процента по краткосрочным бумагам в будущем. Если кривая направлена вниз, то это говорит о том, что ожидается падение будущих ставок [1, 2].

Теория предпочтений разделяет точку зрения о том, что временная структура отражает ожидания по поводу будущего поведения процентных ставок, так и премию за риск. Но отрицает утверждение о том, что премия за риск должна непременно расти вместе с ростом срока погашения. Премия за риск будет равномерно возрастать с ростом срока погашения в случае, если все

інвестори prefer короткі строки інвестицій, а позички (емітенти облігацій) будуть зацікавлені в довгострочних позичках.

Згідно даної теорії форма кривої доходності визначається як очікуваннями о майбутніх процентних ставках, так і премією за ризик, позитивною або негативною, яка змушує учасників ринку смиритися з неможливістю точного вибору потрібного строку погашення. В зв'язі з цим крива доходності може мати будь-яку з чотирьох форм [1].

Основним положенням теорії сегментації ринку є тезис про те, що ринок, з точки зору життя облігацій, поділений на сегменти, в яких діють певні учасники. Кожен сегмент представляє собою нішу для кожного учасника в силу об'єктивних економічних або законодавчих обмежень і причин. На ринку облігацій переважають великі інституціональні інвестори, які мають свої уподобання. Так, комерційні банки інвестують кошти переважно в короткострокові папери; страхові організації, страхуючі від нещасливих випадків, - середньострокові папери; організації, страхуючі життя, - довгострокові папери і т.д. В зв'язі з цим на ставку процента впливає попит і пропозиція фінансових ресурсів в межах кожного сегмента, а не ринку в цілому, т.е. немає прямої взаємозв'язі між рівнем коротко-, середньострокових і довгострокових ставок.

Таким чином, теорія сегментації пояснює форму кривої доходності переважно як результат взаємодії попиту і пропозиції на облігації в кожному сегменті, оскільки учасники ринку мають свої тимчасові уподобання і законодавчі обмеження. Очікування майбутнього розвитку кон'юнктури також беруться до уваги, але в меншій мірі [1, 2].

Список використаних джерел

1. Теорії складової тимчасової структури процентних ставок. URL: http://turboforex.pro/Books_general_ekonomiki/Teorii_sostavlyayuschey_vremennoy_strukturny_procentnyh_stavok.html (дата звернення 19.11.2018).
2. Фабозци, Ф. Управління інвестиціями : Пер. з англ. М. : ИНФРА-М, 2000. 932 с.

