Аюшиев Андрей Аюржанаевич. Проблемы применения дисконтных ценных бумаг для финансирования потребностей органов государственного управления : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Иркутск, 1999 270 c. РГБ ОД, 61:00-8/630-2

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СУЩНОСТЬ И РОЛЬ ДИСКОНТНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМИРУЕМОЙ ЭКОНОМИКИ 11

1.1. Общие характеристики эмиссии и обращения дисконтных денных бумаг 11

1.2. Теоретические основы проблемы финансирования дефицита

бюджета федерального уровня 16

1.3. Использование дисконтных обязательств для финансирования дефицита федерального бюджета (на примере ГКО) 27

1.4. Роль дисконтных облигаций в финансировании потребностей региональных и местных органов государственного управления 78

ГЛАВА 2. ОСОБЕННОСТИ АНАЛИЗА И ЗАКОНОМЕРНОСТИ РЫНКА ДИСКОНТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (НА ПРИМЕРЕ РЫНКА ГКО). 111

2.1. Факторный анализ показателей доходности рынка дисконтных ГКО . 111

2.2. Анализ объемных показателей рынка ГКО , 137

> ГЛАВА 3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ДИСКОНТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА

ТЕРРИТОРИАЛЬНОМ УРОВНЕ 154

3.1. Особенности функционирования дисконтных ценных бумаг на территориальном уровне 154

3.2. Анализ регионального рынка дисконтных бумаг (на примере

, областных долговых обязательств (ОДО) Иркутской области) 162

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 179

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 189

ПРИЛОЖЕНИЯ 204

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Построение полноценной рыночной

экономики в России предполагает создание соответствующей системы

отношений в области государственного - заимствования, связанную с

финансированием, во-первых, дефицита бюджета на федеральном и

территориальном уровнях, во-вторых, инвестиционных проектов,

улучшающих экономическую инфраструктуру на соответствующем уровне.

Поскольку же задачей любого правительства является

обеспечение экономического роста, что в условиях экономического спада предполагает, с одной стороны, активизацию государственного вмешательства в экономику, в том числе за счет наращивания государственных расходов и, соответственно, дефицита бюджета, а с другой стороны, снижение уровня инфляции и реальных процентных ставок в экономике, т.е. ограничение денежной массы в обращении, в том числе и за счет отказа от денежной эмиссии (прямых кредитов Центрального банка) как источника финансирования дефицита бюджета, то возникает проблема изыскания источников финансирования расходов государства как социально ориентированных (непроизводительных), так и инвестиционных.

В России снижение уровня инфляции, главным образом за счет

прекращения прямого кредитования правительства Центральным банком РФ;

оказалось не самодостаточно для оживления производства. Отсутствие

структурной перестройки экономики, законодательного обеспечения и

реальной возможности банкротства и смены собственников у

нерентабельных производств, превалирование в связях с мировыми рынками товаров и капитала сырьевого экспорта и подвижных портфельных инвестиций нерезидентов, монополизм на внутреннем рынке и неэффективное государственное вмешательство государства в экономику привели к отрицательным результатам от применения мер в области денежного обращения, которые в условиях развитой экономики дают определенные плоды.

Однако, даже в условиях неэффективной российской экономики данные меры принесли определенные положительные результаты, заключавшиеся в стабилизации цен, обменного курса рубля, снижении уровня инфляции и инфляционных ожиданий, уменьшении оттока капитала за рубеж.

Однако невозможность государства решить проблему, с одной стороны,

налоговых доходов бюджета, являющихся, во-первых, основанием

стабильности бюджета, во-вторых, главным обеспечением по займам, которая,

в свою очередь, упирается в оживление реального сектора экономики, с другой

стороны, сокращения бюджетных расходов, обеспечила высокие заемные

потребности государства и обрекла на провал антиинфляционные

(стабилизационные) мероприятия в области денежного обращения.

4 На фоне дефицита федерального бюджета причиной отрицательных, в

конечном итоге, мер по оздоровлению денежного обращения можно признать

то, что практически весь период реформирования экономики,

сопровождавшийся в России попыткой построения так называемого "романтического капитализма1 , был связан с заимствованиями государства (а также и его региональных комплексов) в основном через выпуск дисконтных (бескупонных) долговых обязательств. Именно недопонимание сущности дисконтных обязательств привело к развитию ряда известных кризисных явлений как на федеральном, так и на территориальном уровнях.

Внутренняя природа рынка дисконтных ценных бумаг привела на федеральном уровне к обострению "эффекта вытеснения" частных инвестиций и превращению займов через эмиссию дисконтных долговых обязательств из средства оздоровления макропараметров экономики в источник их ухудшения. Это же обстоятельство накладывает существенные ограничения на безоглядную внешнюю либерализацию рынков дисконтных бумаг.

Специфика займов через эмиссию дисконтных обязательств во многом определила проведение новации на рынке федеральных ГКО и принудительные реструктуризации на региональных рынках дисконтных облигаций. Кроме того, само функционирование рынков дисконтных долговых обязательств по своей организации со стороны эмитентов было не совсем рациональным, что являлось (и является) причиной низкой эффективности таких долгов для региональных администраций.

В свою очередь, выявление особенностей займов через выпуск дисконтных облигаций невозможно без систематизации и дальнейшего развития методики анализа и прогнозирования конъюнктуры рынков данных ценных бумаг.

Необходимость определения роли и места дисконтных ценных бумаг при финансировании потребностей органов государственного управления, связанная с недостаточной систематизацией и обобщением теоретической базы и частичным отсутствием практической проработки проблем функционирования рынков таких долговых обязательств, в условиях не сложившейся, т.е. переходной, экономики, при параллельной разработке методики анализа и прогнозирования конъюнктуры рынков дисконтных обязательств со стороны эмитентов, предопределили выбор темы, основную цель диссертационного исследования и круг рассматриваемых в нем вопросов.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является изучение характерных особенностей и механизма функционирования дисконтных ценных бумаг при финансировании потребностей органов государственного управления на всех уровнях с учетом опыта проведения реформ по построению цивилизованной рыночной экономики и современной ситуации, что предполагает обобщение, систематизацию и анализ теоретической базы и практических аспектов обращения облигационных дисконтных займов (и вообще, облигационных займов) органов государственного управления и на этой основе определение основных принципов, которыми должны руководствоваться органы власти при выпуске дисконтных обязательств, а также при управлении рынком данных ценных бумаг. Кроме того, это позволит заложить основу и дать рекомендации по улучшению законодательной базы эмиссии и обращения дисконтных обязательств с учетом тех функций, которые должны ими выполняться на рынке.

Достижение поставленной цели предопределило решение следующих основных взаимосвязанных задач:

- выявление основных характерных черт, присущих дисконтным ценным

бумагам и теоретических основ рынков данных бумаг;

- рассмотрение зарубежного опыта функционирования государственных облигационных дисконтных займов различного уровня, определение экономомической сущности дисконтных обязательстя в системе займов, обоснование российским условиям переходной экономики модели эмиссии и обращения дисконтных бумаг;

- исследование российских рынков дисконтных ценных бумаг, эмитируемых на различных уровнях государственного управления, в частности, рынка федеральных ГКО и рынка ОДО Иркутской области, выявление факторов влиявших на эти рынки и, соответственно, на эффективность таких займов для эмитентов;

- выработка концепции использования дисконтных ценных бумаг для удовлетворения потребностей органов государственного управления;

- разработка методики анализа и прогнозирования рынков дисконтных облигаций, что является основой для эффективного управления такими рынками со стороны эмитентов. Объект исследования - рынки дисконтных обязательств в России и за рубежом, а также взаимосвязи данных рынков с макро- и микропараметрами в экономике.

Предмет исследования - отношения, возникающие в процессе эмиссии и

обращения дисконтных ценных бумаг, теоретические, практические и

методические вопросы использования данных бумаг для финансирования

потребностей государственного управления на федеральном и

территориальном уровнях.

Теоретическая, методологическая и информационная основа

исследования. Методология и методика исследования состоит в

использовании общих методов познания диалектического, структурно функционального, в том числе экономического и системного подходов, как

взаимосвязанных и взаимодополняемых элементов. Результаты

диссертационного исследования логически обоснованы, систематизированы на основе сочетания теоретического обобщения и эмпирического анализа экономических явлений.

Теоретической основой исследования послужили труды ученых экономистов, посвященные вопросам бюджетного дефицита,

государственного долга, облигационного заимствования, обращения

кредитных инструментов на рынке, в том числе: зарубежных

Г.Дж.Александер, С.Брю, Д.В.Бейли, Э.Долан, Р.Дорнбуш, Дж.М.Кейнс,

К.Д.Макконелл, А.Маршалл, Д.Риккардо, П.Самуэльсон, А.Смит,

С.Фишер, М.Фридмен, Д.Р.Хикс, У.Ф.Шарп, РЛІІмалеизи, и др.;

отечественных - М.Ю.Алексеева, И.А.Алексеевой, Б.И.Алехина,

С.Глазьева, Е.Ф.Жукова, А.Илларионова, В.И.Колесникова,

В.И.Миловидова, Я.М.Миркина, Л.Н.Павловой, А.Симановского,

И.Хакамады, а также по методике анализа и прогнозирования

конъюнктуры рынка дисконтных долговых обязательств - А. Аверьянова В.Баранова, А.Ветрова, М.Горелова, А.Ивантера, А.Ивахина,

Н.Кириченко, А.Кухарева, М.Лакшиной, Л.Никифорова, А.Рукина, В.Соколова, Д.Сотникова, П.Ушакова, С.Шойко и др.

Информационная база исследования основывается на материалах государственной статистической отчетности Госкомстата РФ, банковских \i финансовых органов, в частности ЦБ РФ, МФ РФ, ФКЦБ, Главного финансового управления администрации по Иркутской области и фонда имущества, а также на расчетах, полученных автором самостоятельно в процессе исследования.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в разработке принципов функционирования облигационных дисконтных займов с целью совершенствования их применения органами государственного управления для финансирования своих потребностей. При этом:

- выявлены характерные особенности, присущие дисконтным обязательствам и их рынкам;

- предложен подход к анализу рынков дисконтных облигаций федерального уровня во взаимосвязи с денежно-кредитной и бюджетной политикой;

- систематизирована классификация видов государственного долга с целью определения доли дисконтных бумаг в общей структуре;

- обоснована невозможность финансирования "устойчивого" дефицита бюджета с помощью эмиссии только дисконтных бумаг или когда основная фискальная нагрузка лежит на дисконтных бумагах;

- определено место дисконтных бумаг в процессе финансирования

потребностей органов государственного управления;

- обоснована необходимость переноса центра тяжести в использовании

дисконтных бумаг федералыюго уровня с фискальных функций на решение

задач регулирования краткосрочной ликвидности на финансовом рынке; - обоснована необходимость введения законодательных ограничений

на объем дисконтных бумаг в обращении, обусловленная природой данного

инструмента;

- разработана классификация видов облигаций для финансирования

потребностей органов государственного управления в зависимости от

источника обеспечения;

- выявлено неизбежное снижение эффективности дисконтных займов для

эмитента, что предусматривает создание выкупных фондов для снижения

последующей нагрузки на бюджет;

- модернизирована формула определения бюджетной эффективности облигационных дисконтных займов;

- выявлена необходимость поддержания определенного уровня дисконтных бумаг в обращении в зависимости от рыночной конъюнктуры, с целью повышения ликвидности и, соответственно, снижения стоимости Заимствования за счет премии за ликвидность;

- предложены некоторые показатели анализа рынка дисконтных облигаций.

Практическая значимость исследования состоит в том, что полученные выводы и результаты могут быть использованы органами власти различного уровня для разработки концепции эмиссии краткосрочных дисконтных облигационных займов и использования средств, полученных от этих займов, а также в процессе организации рынка дисконтных ценных бумаг. Кроме того, на базе некоторых положений возможно совершенствование методики анализа и прогнозирования конъюнктуры рынков дисконтных облигационных займов.

Диссертационное исследование будет содействовать преподаванию курсов "Рынок ценных бумаг", "Государственные и муниципальные долги", "Деньги, кредит и банки", "Финансы" в экономических вузах. Апробация исследования. Результаты исследования являются составной

частью научно-исследовательской работы кафедры "Денежное обращение и

кредит" ИГЭА в рамках комплексной программы Минобразования РФ и

финансы Миннауки РФ по темам: "РегиональныеШрибайкальского региона в условиях

становления рыночных отношений" (per. № 01.9.80.008581) и "Развитие

финансового механизма субъекта Федерации в переходный период на

рыночную экономику" (per. № 01.9.80.007614). Основные результаты работы

докладывались на вузовских конференциях и отдельные ее положения

используются исполнительными органами и в преподавательской

деятельности.

По теме диссертации и по вопросам, связанным с ней, автором

опубликовано шесть работ общим объемом 35 печатных листов:

1. Финансы предприятий: том второй (в соавторстве). - Иркутск: Изд-во ИГЭА, 1995. 12 п.л. (авторских 3,5 п.л.);

2. Акционерные общества на фондовом рынке (в соавторстве). - Иркутск: Изд-во ИГЭА, 1996, 36,5 п.л. (авторских 20,2 п.л.);

3. Инвестиции: учебное пособие (в соавторстве). - Иркутск: Изд-во ИГЭА, 1996, 12 п.л. (авторских 5 п.л.);

4. Формирование уставного капитала акционерного общества и изменение его величины. - Иркутск: Изд-во ИГЭА, 1997, 5,3 п.л.;

5. Деятельность предприятий региона в условиях становления рыночных отношений: в монографии "Проблемы финансов региона в условиях становления рыночных отношений. - Иркутск: Изд-во ИГЭА, 1997, 19 п.л. (авторских 0,4 п.л.);

6. Инвестиции: учеб. пособие. - 2-е изд., доп. и перераб. (в соавторстве). -Иркутск: Изд-во ИГЭА, 1999, 14,7 п.л. (авторских - 3,1 п.л.).

Объем и структура работы. Диссертация состоит из введения, 3-х глав, содержащих основные результаты исследования, заключения, списка использованной литературы и приложений.

## Общие характеристики эмиссии и обращения дисконтных денных бумаг

Анализ рынков дисконтных облигаций в России и за рубежом позволяет выявить следующие характерные черты, свойственные этому виду финансового инструмента.

Во-первых, краткосрочный характер обращения. Именно краткосрочные обязательства (на период до одного года) принято относить к инструментам денежного (оптового) рынка.

В западной экономической литературе к облигациям принято относить долговые обязательства, выпущенные на срок более одного года, т.е. теоретически облигация представляет собой ценную бумагу, удостоверяющую относительно долгосрочную задолженность. Особенности долгосрочной задолженности, удостоверенной облигацией, обусловлены тем, что она возникает там и тогда, где и когда заемные финансовые ресурсы используются для развития основных средств (фондов), а проекты, под которые выпускаются облигации, имеют инвестиционную направленность. Можно сказать, что долгосрочная облигация - это олицетворение фондированного долга. Указанное фундаментальное свойство предполагает не только вполне конкретные сферы вложения мобилизованных финансовых ресурсов, но и целый ряд инструментов, благодаря которым долгосрочный долг обслуживается и амортизируется (погашается). Таким образом, считается, что облигации являются инструментом фондового рынка (рынка капиталов). Данное свойство облигаций имеет принципиальное значение.

В отечественной теории и практике термин "облигация" трактуется расширительно, включая в себя долговые обязательства (свидетельства) с любым сроком обращения.

В основном дисконтный характер, обязательств денежного рынка объясняется тем, что чем дольше срок обращения бумаг на рынке, тем сложнее правильно установить дисконт при их размещении (определить скидку с номинальной цены на длительный срок). При большом дисконте возрастает стоимость обслуживания долга, а если дисконт мал и не соответствует уровню инфляционных ожиданий, то снижается спрос на бумаги. Поэтому эмиссия дисконтных бумаг с большими сроками обращения проблематична. Кроме того, эмитент может быть заинтересован в увеличении срока заимствования, для чего нецелесообразно эмитировать дисконтные бумаги.

Купонные облигации, как правило, имеют срок обращения больший чем дисконтные облигации, так как нет смысла платить купоны, выпуская облигацию на короткий срок (возможен выпуск долгосрочных облигаций с плавающей процентной ставкой, зависящей от уровня инфляции).

Вообще, возможность выпуска долгосрочных облигаций обусловлена наличием высоколиквидного рынка этих бумаг, В тоже время многие инвесторы покупают облигации не с целью продажи, а на весь период обращения, с целью получения текущего (купонного) дохода. Понятно, что облигации, предусматривающие одноразовую выплату в конце срока обращения не могут быть выпущены на длительный срок.

Эмитенты, заинтересованные в привлечении капитала для покрытия текущих расходов, предпочитают дисконтные облигации, по которым не выплачивается купонный доход, так как они надеются получить денежный поток только к сроку погашения. Также дисконтные облигации представляют интерес постольку, поскольку они способны существенно облегчить техническую сторону дела и избавляют эмитента от необходимости проводить регулярные выплаты процентов (уменьшение нагрузки на финансовые институты, осуществляющие такие платежи).

## Факторный анализ показателей доходности рынка дисконтных ГКО

Рынок ГКО, несмотря на печальные итоги, являлся наиболее ярким примером использования дисконтных ценных бумаг для финансирования дефицита бюджета в России. Кроме того, по степени информационной открытости рынок ГКО не знал аналогов, причем не только в сравнении с другими сегментами отечественного финансового рынка. Немногие зарубежные рынки гособязательств (прежде всего по причине преобладания внебиржевой формы торговли) могут похвастаться масштабами и плотностью подробной и публично доступной информационной оболочки (около 20 первичных и примерно столько же базовых расчетных показателей для аукционов и вторичных торгов). Именно абсолютная "прозрачность" рынка ГКО, почти вся информация по которому была доступна для любого профучастника (с 1998 г. через Интернет), явилась одной из причин его успешного развития в докризисный период. Информационное обеспечение делает рынок ГКО наиболее удобным для аналитического исследования.

Следует особо подчеркнуть, что последующий анализ рынка ГКО носит, по существу, качественный характер, т.е. выявляет наиболее общие черты рынка ГКО, как наиболее развитого до недавнего времени в России рынка дисконтных бумаг, а не количественные закономерности, что позволяет не использовать строгие аналитические процедуры обработки данных, предпочитая наглядные графические построения, а также, ввиду практического отсутствия рынка ГКО в настоящее время (и, соответственно, сложности прогнозирования его поведения в будущем) использовать статистические материалы за различные периоды функционирования рынка ГКО, а не текущие. v Основная и единственная цель всякой аналитической разработки состоит в изучении закономерностей, действующих на рынке для поддержки принятия решений его участниками, а в данном случае эмитентом. При регулировании МФ РФ стоимости обслуживания долга в ГКО, и проведении ЦБР операций на рынке ГКО акцент делался на методы, позволяющие оценивать и прогнозировать степень стабильности и устойчивости, а также ликвидности рынка.

При этом, если для вторичного рынка обычно в качестве доходности рассматривалась средневзвешенная доходность к погашению всех обращающихся выпусков, то для первичного рынка - доходность размещаемого выпуска по средневзвешенной цене. Поэтому факторный анализ будет проведен на основе доходности ГКО на первичном рынке, т.е. когда инвесторы вкладывают деньги на аукционе и дожидаются погашения. Такой пример доходности, во-первых, дает некоторую среднюю доходность рынка ГКО, поскольку в результате операций на вторичном рынке одни участники выигрывают и получают большую доходность, другие - проигрывают и получают меньшую доходность, но в среднем все субъекты, инвестирующие в данный выпуск, получают именно такую доходность; во-вторых, этот пример интересен тем, что средневзвешенная аукционная цена - это ровно та цена, по которой эмитент продает ГКО и, следовательно, доходность к погашению по средневзвешенной цене показывает, как дорого ГКО обходятся эмитенту (аукционная доходность является зеркальным отражением стоимости обслуживания долга).

Следует иметь ввиду, что первичный рынок ГКО - это, по сути, рынок одного выпуска. Таким образом можно говорить о зависимости доходности этого выпуска (цены его продажи инвесторам) от средневзвешенной доходности на вторичном рынке ГКО. На каждом аукционе перед МФ РФ стояла задача баланса между потоком привлеченного займа, с одной стороны, и движением доходности рынка с другой.

## Особенности функционирования дисконтных ценных бумаг на территориальном уровне

Главной особенностью функционирования КДО является необходимость наличия постоянного рынка, что предполагает формирование механизма привлечения денежных средств для бюджетных нужд. Если эмитент планирует развивать рынок КДО, то ему необходимо если не наращивать объем бумаг в обороте, то хотя бы поддерживать его на определенном, приемлемом и для рынка, и для себя, постоянном уровне.

С этой точки зрения нельзя допускать запаздывания очередной эмиссии, так как несмотря на то, что номинально перерывов в графике торговых сессий может и не происходить, но рынок фактически придется создавать заново, поскольку на рынке постепенно образовывается вакуум: старые бумаги, погашаясь, постепенно выходят из оборота, а новых не появляется. Перерывы в выпусках облигаций могут привести к тому, что сложная работа, проведенная ранее, сведется к нулю и при последующих эмиссиях займа все придется начинать сначала. Кроме того, в условиях конкурентной борьбы за деньги инвесторов, откладывать новые эмиссии - это значит терять не только время, но и потенциальные денежные средства.

Необходимость поддержания постоянного объема рынка, как и его увеличения, подтверждается и тем, что при погашении очередных ценных бумаг и одновременном проведении аукционов (рефинансировании) не расходуются бюджетные средства (риск рефинансирования связан с макроэкономическими условиями - например, при снижении уровня инфляции (падения процентных ставок и, следовательно, роста цен дисконтных облигаций) для поддержания того же уровня объема рынка требуется меньший, чем в предыдущие аукционы, объем выпуска - так, складывавшийся на этапе активного развития рынка СМО (1996-1997 гг.) уровень процентных ставок позволял с относительно небольшими затратами поддерживать необходимый объем рынка и получать в бюджет дополнительную выручку).

В качестве примера необходимости постоянного рынка СМО можно привести краткосрочные областные долговые обязательства (КОДО) Новосибирской области (нецелевой бюджетный заем, технологически подобный ГКО) (Волков А., Гребенников Я., Шкрабин Д., Володина Е. Краткосрочные обязательства Новосибирской области: итоги первой эмиссии // Рынок ценных бумаг. 1997. NA1. С.6-9), затягивание со вторым выпуском которых в 1996 г. явилось причиной того, что вторичный рынок осенью 1996 г. имел весьма скромные показатели (серии первого выпуска постепенно погашались и объемы рынка снижались), а при размещении второго выпуска участники рынка выставляли относительно невысокие цены, обеспечивая себе тем самым большую доходность.

После последнего аукциона по размещению первой эмиссии КОДО, к моменту проведения которого были погашены уже шесть выпусков облигаций, начался этап "затухания" рынка. В условиях снижения объема рынка владельцы КОДО в основном предпочитали дожидаться погашения бумаг, либо переводить средства в другие финансовые инструменты, так как при отсутствии предложения новых, более дешевых бумаг снижается ликвидность рынка. Держателям облигаций не выгодно "перекладываться" в оставшиеся выпуски КОДО при растущих в преддверии их погашения ценах (среднедневной оборот по КОДО в период со второй половины сентября до конца октября 1996 г. составлял 367,9 млн. руб., а в начале ноября этот показатель снизился до 10,5 млн. руб., т.е. рынок практически "свернулся").

При более детальном анализе динамики доходности КОДО можно отметить следующую тенденцию: удешевление стоимости займа при увеличении количества обязательств в обращении и, наоборот, его удорожание при уменьшении объема КОДО на рынке. Об этом свидетельствует динамика эффективной доходности КОДО и ее сравнение с динамикой объема бумаг в обороте за периоде конца апреля - начало октября 1996 г. (рис. 1,2 П.-3.1 Л).

Для рынка КОДО (как и для других рынков КДО) существует некоторый необходимый уровень бумаг в обороте для поддержания приемлемого уровня процентных ставок (см. рис. 1,2 П.-3.1.1). Это подтверждается и статистическими методами. Коэффициент корреляции между ежедневным объемом бумаг в обороте и годовой эффективной доходностью по всем выпускам КОДО за торговый день равен -0,76, т.е. связь между этими данными достаточно сильна, а знак "минус" свидетельствует о том, что чем больше бумаг в обороте, тем меньше процентные ставки, и наоборот.