



THE WORLD BANK
IBRD • IDA | WORLD BANK GROUP

МЕТОДИЧЕСКИЕ

СПРАВКИ

Развитие рынка государственных облигаций в национальной валюте

Хидео Хасимото, Йен Муи, Гильерме Педрас, Ариндам Рой, Кей Чунг,
Тадеуш Галеза, Майкл Г. Папаиоанну и Питер Кац из МВФ и Жолт Банго,
Жозе Антонио Граньяни, Брайан Гурхи и Синди Паладинес из Всемирного банка

Методическая справка по развитию рынка государственных облигаций в национальной валюте

Подготовили: Хидео Хасимото, Йен Муи, Гильерме Педрас,
Ариндам Рой, Кей Чунг, Тадеуш Галеза, Майкл Г. Папаиоанну
и Питер Кац из МВФ; Жолт Банго, Жозе Антонио Граньяни,
Брайан Гурхи и Синди Паладинес из Всемирного банка

Перевод на русский язык ©2024 Международный валютный фонд
Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ

Cataloging-in-Publication Data
IMF Library

Names: Hashimoto, Hideo, 1973-, author. | Mooi, Yen Nian, author. | Pedras, Guilherme, author. | Roy, Arindam, author. | Chung, Kay, author. | Galeza, Tadeusz, author. | Bango, Zsolt, author. | Gragnani, Jose Antonio, author. | Gurhy, Bryan, author. | Paladines, Cindy, author. | Papaioannou, Michael G., author. | Katz, Peter, 1952-, author. | International Monetary Fund, publisher.

Title: Guidance note for developing government local currency bond markets / Prepared by Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung, and Tadeusz Galeza from the IMF; Zsolt Bango, Jose Antonio Gragnani, Bryan Gurhy, and Cindy Paladines from the World Bank Group.

Description: Washington, DC : International Monetary Fund, 2021. | Includes bibliographical references.

Identifiers: ISBN 9781513573922 (paper) | ISBN 9781513573953 (web PDF) | ISBN 9781513573939 (ePub) | ISBN 9798400270444 (Russian, paper)

Subjects: LCSH: Bond market—Developing countries. | Capital Market—Developing countries.

Classification: LCC HG4651 .H3 2021

Утвердили:

Мигель Савастано (МВФ) и Каролина Фройнд (Всемирный банк)

Подготовили: Хидео Хасимото, Йен Муи, Гильерме Педрас, Ариндам Рой, Кей Чунг и Тадеуш Галеца из МВФ; Жолт Банго, Хосе Антонио Грагнани, Брайан Гурхи и Синди Паладинес из Всемирного банка; Майкл Г. Папаиоанну и Питер Кац (эксперты МВФ) под руководством Тордура Йонассона из МВФ и Андерсона Силвы из Всемирного банка, соответственно. Авторы благодарят коллег-рецензентов из МВФ и Всемирного банка, а также внешних рецензентов за их вклад и комментарии по данному документу. Представленные здесь взгляды отражают точку зрения авторов и не должны рассматриваться как мнение Всемирного банка, МВФ, их исполнительных советов или руководства.

При подготовке данного документа были использованы комментарии следующих внешних экспертов и сотрудников МВФ и Всемирного банка: Ручир Агарвал, Грегори Амброзио, Филипп Андерсон, Роберт Андреоли, Эмре Балибек, Рина Бхатгачария, Уоутер Боссу, Ласло Бузас, Билл Кокс, Кристина Куэрво, Ларри Куи, Гуидо Делла Валле, Умар Диссу, Джон Гарднер, Кори Хиллиер, Амр Хосни, Ларс Йессен, Джад Халлуф, Амина Лахреш, Эстель Лю, Геертен Михельс, Ибинь Му, Билл Нортфилд, Оберт Ньявата, Дэн Ныберг, Томас Олофссон, Джоанн Перес, Андре Пройте, Асад Куреши, Диего Риветти, Селин Рошон, Сандип Саксена, Алессандро Сипиони, Чакер Солтани, Леандро Секуньо, Ричард Стобо, Ян Сторки, Нараян Сурьякумар, Мириам Тамене, Эвридики Цунта, Патрик ван дер Вансем, Ксавье Вернер, Майк Уильямс, Луиза Занфорлин и Бо Чжао.

Заявление об отказе от ответственности. Взгляды, выраженные в настоящем документе, принадлежат исключительно авторам. Содержание настоящего документа не должно представляться как отражающее мнения упоминаемых в ней организаций, правительств стран-членов или любых иных субъектов.

Любые запросы относительно прав и лицензий, в том числе производных прав, следует направлять в Отдел публикаций МВФ по адресу: International Monetary Fund, 70019th St., NW, Washington, DC 20431, USA; тел: 202-623-7430; электронная почта: copyright@imf.org

Публикацию можно заказать через интернет, по факсу или по почте по адресу:

International Monetary Fund, Publication Services

P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.

Тел.: (202) 623-7430 | Факс: (202) 623-7201

Электронная почта: publications@imf.org

www.imfbookstore.org

www.library.imf.org

Содержание

Резюме.....	vii
Сокращения.....	xi
Введение.....	1
Работа по развитию РОНВ до настоящего времени.....	5
Часть 1. Диагностика.....	9
Благоприятствующие условия.....	9
Структурные блоки развития РОНВ.....	17
Структурный блок 1. Денежный рынок.....	19
Структурный блок 2. Первичный рынок.....	26
Структурный блок 3. Вторичный рынок.....	36
Структурный блок 4. База инвесторов.....	41
Структурный блок 5. Инфраструктура финансового рынка.....	48
Структурный блок 6. Нормативно-правовая база.....	55
Использование основы.....	60
Часть 2. Опыт стран: общие трудности и возможные способы их преодоления.....	65
Структурный блок 1. Денежный рынок.....	66
Структурный блок 2. Первичный рынок.....	71
Структурный блок 3. Вторичный рынок.....	79
Структурный блок 4. База инвесторов.....	84
Структурный блок 5. Инфраструктура финансового рынка.....	87
Структурный блок 6. Нормативно-правовая база.....	92
Часть 3. Разработка планов реформ рынка облигаций в национальной валюте.....	97
Семь шагов разработки плана реформ в области РОНВ.....	97
Приложение 1. Отдельные тематические исследования.....	103
Приложение 2. Результаты обследования.....	127
Приложение 3. Типовые примеры.....	137
Приложение 4. Рынок облигаций в национальной валюте и финансовая стабильность.....	145

Приложение 5. Первичные дилеры	147
Литература	155
Вставки	
Вставка 1. Инструменты для операций денежно-кредитной политики центрального банка	61
Вставка 2. Основные аспекты налогообложения операций РЕПО	63
Вставка 3. Налоговые положения на стороне предложения и на стороне спроса	64
Вставка 4. Вопросы налогового режима, требующие решения в рамках налогового законодательства	95
Рисунки	
Рисунок 1. Благоприятствующие условия для развития РОНВ и его структурные блоки.....	15
Рисунок 2. Структурные блоки и взаимосвязи РОНВ.....	66
Рисунок 3. Разработка планов реформ РОНВ.....	98

Резюме

Данная методическая справка подготовлена сотрудниками Международного валютного фонда (МВФ) и Всемирного банка в рамках проекта, осуществляемого при поддержке грантов Инициативы в отношении реформы и укрепления финансового сектора¹. Цель проекта заключается в том, чтобы подготовить доклад, предоставляющий странам с формирующимся рынком и развивающимся странам методические указания и «дорожную карту» для поддержки развития их рынков облигаций в национальной валюте (РОНВ). Эта справка также поможет миссиям технической помощи в предоставлении официальным органам рекомендаций по вопросам разработки мер политики, направленных на увеличение емкости РОНВ.

Емкие и эффективные рынки инструментов внутреннего государственного долга помогают повысить устойчивость к потрясениям в периоды финансовой напряженности и приносят множество дополнительных экономических выгод. Недавние финансовые кризисы, включая потрясения на финансовых рынках, вызванные пандемией коронавируса, показали, что эффективные РОНВ могут повысить финансовую устойчивость за счет смягчения валютного риска, который часто является источником финансовых трудностей. Кроме того, развитие РОНВ является краеугольным камнем развития рынка капитала в более широком плане, которое способствует надлежащей оценке рисков, позволяет участникам финансовых рынков лучше управлять своими портфелями и обеспечивает

¹Инициатива в отношении реформы и укрепления финансового сектора — это фонд грантов с участием множества доноров, из которого предоставляется краткосрочная и среднесрочная техническая помощь для содействия формированию более надежных и эффективных финансовых систем с широким доступом. В настоящее время она поддерживается следующими донорами: Департаментом международного развития Соединенного Королевства, Федеральным министерством экономического сотрудничества и развития Германии, Министерством финансов Люксембурга, Министерством иностранных дел Нидерландов, Государственным секретариатом по экономическим вопросам Швейцарии, а также Группой Всемирного банка и МВФ.

более эффективное проведение денежно-кредитной политики. Эти факторы способствуют повышению потенциала долгосрочного экономического роста страны.

Развитие внутренних рынков долговых обязательств — это сложный процесс, требующий многочисленных и взаимосвязанных мер политики. Несмотря на широкую доступность общих методических указаний и фундаментальных принципов для развития РОНВ, их воплощение в конкретные реформы является чрезвычайно сложной задачей, поскольку требует действий широкого круга заинтересованных сторон, в том числе органа управления долгом, центрального банка, органов регулирования, операторов систем поведения торгов, платежей, клиринга и расчетов, а также других директивных органов. Поскольку страны, как правило, находятся на разных уровнях развития по этим различным параметрам, дальнейшее развитие их РОНВ будет зависеть от выбранного пути и потребует индивидуального подхода с учетом условий каждой конкретной страны.

Чтобы закрепить этот подход, в данной методической справке представлена комплексная и систематическая основа для развития РОНВ. Она восполняет пробел в существующей литературе, выходя за рамки простых рекомендаций по оптимальной практике и полностью признавая препятствия, которые мешают проведению реформ РОНВ. Справка начинается с систематической оценки предпосылок успеха и стадий развития рынка по шести основным структурным блокам развития РОНВ: денежный рынок, первичный рынок, база инвесторов, вторичный рынок, инфраструктура финансового рынка и нормативно-правовая база. Применяя ряд конкретных индикаторов, приводимая в данной методической справке основа позволяет: 1) выявить пробелы в РОНВ страны, 2) оценить стадию развития рынка в стране и 3) установить возможные сходные страны, опытом которых можно воспользоваться.

В методической справке рассматриваются часто встречающиеся затруднения и узкие места на пути к созданию эффективных и емких РОНВ. В частности, в методической справке рассматривается вопрос о том, как преодолеть трудности с внедрением некоторых существующих оптимальных решений. Опыт указывает на взаимосвязанный характер необходимых действий по развитию и требуемых вспомогательных действий за рамками узкого поля деятельности участников РОНВ. Рассматриваемые затруднения и сопутствующие рекомендации по мерам политики основаны на обширном опыте технической помощи МВФ и Всемирного банка в этой области, опыте развития РОНВ в различных странах и результатах недавнего опроса официальных органов стран.

Методическая справка предназначена для широкого круга сторон, заинтересованных в развитии рынка государственных облигаций. Официальные

органы стран и поставщики технической помощи могут использовать результаты диагностики уровня развития РОНВ для разработки надлежащей последовательности действий в рамках проводимой политики для дальнейшего совершенствования работы рынка внутренних долговых обязательств государства. Официальные органы стран, а также группы сотрудников МВФ и Всемирного банка, работающие по конкретным странам, могут использовать эту методическую справку для выявления основных макроэкономических и финансовых вопросов, связанных с развитием РОНВ, с тем чтобы включать их в свой анализ мер политики и в соответствующие рекомендации. Результаты диагностики слабых мест РОНВ могут использоваться для выявления факторов финансовой уязвимости и их устранения в рамках текущего надзора государственных органов за финансовым сектором, а также в контексте программ оценки финансового сектора и анализа стабильности финансового сектора.

Сокращения

АРО	Ассоциация рынка облигаций
АСЕАН	Ассоциация государств Юго-Восточной Азии
АУГД	Агентство по управлению государственным долгом
АУД	Агентство по управлению долгом
ВРРВ	Валовые расчеты в режиме реального времени
Г-20	Группа 20-ти
ИФР	Инфраструктура финансового рынка
КПЦК	Клиринговая палата центрального контрагента
МВФ	Международный валютный фонд
ОУО	Операции по управлению обязательствами
ПД	Первичный дилер
ППП	Поставка против платежа
РОНВ	Рынок облигаций в национальной валюте
ПКИ	Программы коллективного инвестирования
СРД	Сербский динар
ЦДЦБ	Центральный депозитарий ценных бумаг
ЭТП	Электронная торговая платформа

Введение

За последнее десятилетие в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах увеличилась доля рыночного долга в национальной валюте в общем объеме государственного долга. Условия для такой динамики были созданы улучшением макроэкономических условий и более глубоким пониманием важности развития внутренних рынков долговых обязательств. По выборке из 44 стран с формирующимся рынком объем рыночного государственного долга с 2011 года увеличился более чем в два раза (с 6,5 трлн долларов до 13,5 трлн долларов в 2019 году), причем за этот период значительно вырос объем выпуска долговых обязательств в национальной валюте (с 5,9 трлн долларов до 12,1 трлн долларов)¹. Кроме того, доля национальной валюты в общем объеме государственного долга в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах увеличилась с 18,9 процента в 2011 году до 46,6 процента в 2019 году. Однако несмотря на значительное расширение рынков облигаций в национальной валюте (РОНВ) в последние годы, степень развития РОНВ в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах остается относительно низкой по сравнению со странами с развитой экономикой, где доля национальной валюты в общем объеме государственного долга составляет примерно 95 процентов.

Наряду с расширением РОНВ совершенствуется политики эмиссии. По мере роста портфелей государственного долга страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны внедряют новые стратегии и процедуры эмиссии, активизируется консультационная работа международных финансовых организаций и глобальных и региональных органов, и в рамках международного сообщества улучшается обмен знаниями по управлению долгом и оптимальной практике управления долгом.

¹База данных «Перспективы развития мировой экономики» МВФ и Справочник по национальным рынкам стран с формирующимся рынком, составленный Bank of America.

Кроме того, наблюдается прогресс в развивающихся странах: практика первичного рынка стала более прозрачной, и все больше стран начали выпускать эталонные ценные бумаги.

Несмотря на наблюдаемый прогресс, страны еще имеют значительный потенциал по дальнейшему развитию своих РОНВ². Хотя многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны на протяжении ряда лет регулярно выдвигали и проводили меры политики для развития своих внутренних рынков, совершенствованию РОНВ в некоторых странах препятствовали различные кризисы, например нарушения в функционировании банковского сектора и нарушения макроэкономического характера. В других случаях дальнейшему прогрессу препятствует отсутствие благоприятствующих условий или надлежащих мер политики, направленных на развитие РОНВ. Поэтому важно понимать факторы, которые препятствуют процессу развития рынка государственных облигаций в национальной валюте, чтобы разработать надлежащие меры и шаги с учетом условий конкретной страны.

Развитие РОНВ может способствовать диверсификации источников финансирования государства, защитить портфели суверенных обязательств от расхождений позиций по валютам и срокам погашения, а также предотвратить или смягчить финансовые кризисы в странах с формирующимся рынком («Доклад по вопросам финансовой стабильности», сентябрь 2002 года, глава IV). В частности, как следует из работы Silva and Velandia-Rubiano (2010), некоторые страны с формирующимся рынком, в которых произошел сдвиг в составе портфелей государственного долга в сторону выпуска долговых обязательств в национальной валюте и улучшились основные макроэкономические показатели, избежали сильного удара мирового финансового кризиса. В этом же ключе в работе Creehan (2015) утверждается, что развитие РОНВ может способствовать ограждению стран с формирующимся рынком Азии от волатильности на мировых рынках капитала и связанного с этим оттока капитала, а также от изменчивости обменного курса, которая может вести к повышению стоимости обслуживания долга для внутренних заемщиков в случае снижения курса национальной валюты. Затруднения с финансированием, с которыми столкнулись многие страны из-за пандемии коронавирусной инфекции, — это еще один пример, указывающий на важность развития внутренних рынков долговых обязательств для повышения устойчивости экономики³.

²В контексте данного документа под укреплением РОНВ понимается задача увеличения доли рыночных государственных ценных бумаг в форме облигаций в национальной валюте в общем портфеле долга центрального правительства в условиях прозрачного первичного рынка и растущей активности на вторичном рынке.

³В приложении 4 кратко рассматривается влияние более развитого внутреннего рынка на финансовую стабильность.

Группа двадцати (G20) также признала важность РОНВ для повышения устойчивости национальной экономики и финансовых систем. В ноябре 2011 года Группа 20-ти одобрила план действий по поддержке развития РОНВ. В рамках этого обязательства несколько многосторонних организаций разработало диагностическую схему для определения общих благоприятствующих условий, ключевых компонентов и сдерживающих факторов для успешного развития РОНВ в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах (IMF, World Bank, EBRD, and Organisation for Economic Co-operation and Development, 2013). Кроме того, международные финансовые организации сыграли свою роль в поддержке развития внутренних рынков капитала, выпуская облигации в национальной валюте, предоставляя консультационные услуги органам управления долгом и создавая механизмы гарантий.

Работа, представленная в данной методической справке, объединяет большой объем знаний по этой теме и актуальна для различных заинтересованных сторон. В ней систематизированы существующие знания по многим вопросам, связанным с развитием РОНВ, и сформулирован комплексный подход к их анализу. Кроме того, эта методическая справка позволяет легче обобщать опыт стран, способствуя тем самым созданию хранилища информации. Такое хранилище информации станет мощным ресурсом для официальных органов стран, которые хотят продолжать развитие своих внутренних рынков долговых обязательств, а также для поставщиков технической помощи в этой области. Методическая справка будет также полезна донорам, оказывающим техническую помощь, поскольку она может способствовать лучшему выполнению рекомендаций и мониторингу хода работ. Кроме того, она облегчит работу групп МВФ и Всемирного банка по надзору, которые смогут использовать эту методическую справку в качестве ресурса для выявления актуальных вопросов, требующих решения для повышения надежности финансового сектора и устойчивости экономики.

Методическая справка построена следующим образом. В следующем разделе представлен обзор литературы и практической работы в сфере развития РОНВ до настоящего времени. Основная часть методической справки состоит из двух частей. Первая часть представляет собой диагностический элемент, который состоит из аналитической базы для оценки уровня развития рынка. В нем рассматриваются благоприятствующие условия, необходимые для развития РОНВ, и приводится ряд индикаторов для оценки уровня развития по шести структурным блокам⁴. Во второй части методической справки рассматривается опыт стран и обсуждаются затруднения и узкие места, с которыми обычно сталкиваются страны с формирующимся рынком

⁴Структурными блоками являются денежные рынки, первичные рынки, вторичные рынки, база инвесторов, инфраструктура финансового рынка и нормативно-правовые основы.

и развивающиеся страны в процессе развития своего рынка. В этом разделе также предлагаются рекомендации по преодолению этих затруднений, в надлежащих случаях подкрепляемые примерами из практики конкретных стран. В заключительной части подводятся итоги и предлагается «дорожная карта» по использованию описанных основ для осуществления мер политики в целях развития РОНВ с учетом оценки на базе первой части и затруднений, выявленных с опорой на вторую часть. Документ также включает пять приложений. В приложении 1 описаны отдельные тематические исследования успешного опыта развития рынков; в приложении 2 представлены результаты опроса, проведенного среди официальных органов стран в 2019 году с целью выявления основных затруднений, с которыми они сталкивались при развитии своих внутренних рынков долговых обязательств; в приложении 3 представлены три типовых примера, иллюстрирующих возможные пути реформ для различных уровней развития РОНВ; в приложении 4 кратко рассматривается влияние повышения емкости внутренних рынков долговых обязательств на финансовую стабильность; в приложении 5 рассматриваются характеристики и предпосылки для создания системы первичных дилеров.

Работа по развитию РОНВ до настоящего времени

В нескольких исследованиях были зафиксированы ключевые факторы, определяющие развитие РОНВ. В работе Burger and Warnock (2006) обнаружено, что страны со стабильными темпами инфляции и сильными правами кредиторов имеют более развитые РОНВ и меньше опираются на облигации, выраженные в иностранной валюте. Результаты работы Essers et al. (2016) показывают, что капитализация РОНВ в отдельных африканских странах имеет отрицательную корреляцию с сальдо бюджета и относительно высокой инфляцией и положительную корреляцию с правовой системой на базе общего права, качеством институциональной системы и прочно демократической политической системой. В исследовании Park (2017) по странам с формирующимся рынком Азии приводятся свидетельства того, что лучшие макроэкономические показатели и более прочная институциональная система способствует развитию более качественных РОНВ.

Что касается конкретных структурных блоков РОНВ, в работе Árvai and Neenan (2008) обсуждается развитие вторичных рынков государственных ценных бумаг и делаются следующие выводы: 1) в основе развития рынка должна лежать приверженность достижению и поддержанию стабильной макроэкономической среды, особенно разумной налогово-бюджетной политики; 2) обоснованная и прозрачная стратегия управления государственным долгом поддерживает активность вторичного рынка; 3) необходима глубокая и разнообразная база инвесторов; 4) неразвитая инфраструктура рынка ведет к высоким транзакционным издержкам, медленному исполнению поручений и чрезмерному операционному риску, и все эти факторы тормозят рост операций; 5) расширению вторичного рынка способствует действенное проведение денежно-кредитной политики; 6) реформы должны проводиться в надлежащей последовательности, чтобы обеспечить сбалансированное развитие всех структур, поддерживающих вторичный рынок.

Учитывая неотъемлемую роль РОНВ в управлении портфелем суверенного долга, в исследовании Jonasson and Papaioannou (2018) утверждается, что развитие РОНВ можно рассматривать по трем основным этапам, каждый из которых имеет свои приоритеты. На начальном этапе основное внимание должно уделяться созданию функционирующего первичного рынка и формированию благоприятствующих условий для развития вторичного рынка. На этапе увеличения емкости, когда базовые элементы первичного и вторичного рынков уже созданы и функционируют, основное внимание должно уделяться улучшению ликвидности на вторичном рынке. И наконец, на этапе обретения зрелости, когда элементы рынка в целом хорошо функционируют, внимание директивных органов должно быть сосредоточено на развитии сложных инструментов и сегментов, например производных инструментов, а также на том, чтобы добиваться конкурентоспособности рынка на международном уровне. Кроме того, в названной работе утверждается, что в наилучшем положении для того, чтобы влиять на развитие рынка государственных ценных бумаг, находится орган управления долгом, который выбирает и разрабатывает инструменты и схемы эмиссии, а также каналы своей информационной работы.

В работе Jonasson, Papaioannou, and Williams (2019) рассматриваются основные препятствия к развитию РОНВ и меры политики для их преодоления, включая макроэкономическую или политическую нестабильность; финансовое сдерживание; низкий уровень внутренних сбережений; недостаток институциональных инвесторов; расширение круга государственных учреждений, выпускающих ценные бумаги, что вызывает фрагментацию рынка; непредсказуемую политику эмиссии; отсутствие необходимой рыночной инфраструктуры. Потенциальные препятствия на пути развития внутреннего рынка зависят от контекста страны (то есть от общей степени и стадии развития). Каждой стране следует разрабатывать собственный план реформ, соответствующий ее условиям, уделяя особое внимание повышению доверия к органам государственного управления как эмитенту ценных бумаг и надежному директивному органу, обеспечению прозрачности для заинтересованных сторон, повышению ликвидности вторичного рынка и содействия надлежащему функционированию денежного рынка, формированию диверсифицированной базы инвесторов и соответствующей нормативной инфраструктуры.

С начала 2000-х годов МВФ и Всемирный банк подготовили несколько докладов, направленных на содействие развитию РОНВ:

- Пособие по вопросам политики, структурным блокам и вопросам реализации (World Bank and IMF, 2001), отражающее опыт и мнения специалистов-практиков из государственного и частного секторов в 1990-х годах.

- Совместная пилотная программа по разработке соответствующих программ реформ и развития потенциала в 12 странах (World Bank, 2007). Выбранные страны характеризовались географическим и экономическим разнообразием, что способствовало иллюстрации затруднений, препятствий и прогресса в применении принципов развития РОНВ¹. Эта работа позволила получить практическое представление о многих аспектах рынков долговых обязательств, включая уже упомянутые шесть основных структурных блоков, а также о сложных видах их взаимодействия и реакции на меры политики и изменения.
- Инструментарий по развитию рынка государственных ценных бумаг для стран с низким доходом для оценки показателей функционирования рынка государственного долга (World Bank, 2014). В этом инструментарии используется рейтинговая система из 10 ключевых показателей развития рынка государственных ценных бумаг и оценивается уровень эффективности управления государственным долгом.
- Обзор последних глобальных политических инициатив в области РОНВ и усилий по их реализации в регионах и странах, а также изученных тенденций в отношении размера РОНВ государственных и корпоративных бумаг, базы инвесторов, ликвидности вторичного рынка и ключевых движущих сил развития (IMF and World Bank, 2018; IMF and World Bank, 2020). Кроме того, в указанных публикациях представлены основные темы в сфере разработки РОНВ и рассматривается роль, которую могут сыграть директивные органы и многосторонние банки развития.

Многие региональные финансовые организации также готовили доклады о тенденциях и рекомендациях по развитию РОНВ. В 2019 году Азиатский банк развития опубликовал доклад, посвященный тенденциям в Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН)+3, в котором излагаются аспекты надлежащей практики развития РОНВ с учетом регионального опыта и уроков Форума по рынкам облигаций АСЕАН+3. В этом докладе признается, что применение универсального подхода к странам нецелесообразно из-за уникальных особенностей каждого рынка.

Хотя уже проделана большая работа, по-прежнему недостает более детального описания основных факторов, определяющих развитие рынка, а также затруднений, с которыми сталкиваются страны. Аналитическая основа, представленная в данной методической справке, призвана устранить этот пробел.

¹В число 12 стран входили Болгария, Замбия, Индонезия, Кения, Колумбия, Коста-Рика, Ливан, Никарагуа, Пакистан, Тунис, Хорватия и Шри-Ланка.

Часть 1. Диагностика

В данном разделе описывается комплексная и систематическая основа для оценки уровня развития внутреннего рынка долговых обязательств в каждой отдельной стране. В нем рассматриваются следующие два компонента.

- Благоприятствующие условия, чтобы подчеркнуть важную роль, которую играют более общие характеристики среды в реализации мер политики для развития внутреннего рынка долговых обязательств.
- Шесть структурных блоков, в которых используется набор индикаторов для измерения уровня развития внутреннего рынка государственного долга по каждому из этих блоков. Шестью структурными блоками являются денежные рынки, первичные рынки, вторичные рынки, база инвесторов, инфраструктура финансового рынка и нормативно-правовые основы.

Благоприятствующие условия

Благоприятствующие условия имеют фундаментальное значение для ответственности согласованных усилий по реформированию рынка облигаций в национальной валюте (РОНВ), и в целом они определяют потенциал развития страны. Для более точной оценки структурных блоков для развития РОНВ важно учитывать характер благоприятствующих условий в оцениваемой стране. Состояние благоприятствующих условий также может определять приоритеты политики и последовательность реформ. Тем не менее, даже при менее чем удовлетворительном состоянии благоприятствующих условий, укрепление базовых функциональных возможностей в структурных блоках РОНВ может способствовать формированию благотворного цикла взаимовлияния — такие реформы окажут положительное влияние на макроэкономическую дисциплину, что может

способствовать дальнейшему улучшению самих благоприятствующих условий. Для стран, сталкивающихся со структурными ограничениями, такими как размер экономики или финансового сектора, существует естественный предел развития внутреннего рынка. В этом случае альтернативной основной задачей может стать надежное формирование стабильного и последовательного финансирования за счет внутреннего рынка. Ниже рассматриваются наиболее важные благоприятствующие условия, способствующие развитию рынка внутреннего государственного долга.

Общие макроэкономические условия

Решающее значение для развития РОНВ имеют надежные и стабильные макроэкономические условия. Стабильная макроэкономическая ситуация закрепляет доверие инвесторов, убеждая их, что стоимость их авуаров в форме долговых обязательств будет сохраняться. Хорошие макроэкономические показатели в прошлом, подкрепляемые вызывающей доверие макроэкономической политикой и общей приверженностью официальных органов, укрепляют ожидания инвесторов. Ненадлежащие результаты управления экономикой часто дорого обходятся, поскольку серьезные неблагоприятные события в прошлом (такие как кризис суверенного долга, реструктуризация и/или кризис в банковском секторе) могут оказывать длительное воздействие на доверие инвесторов и существенно ограничивать прогресс в проведении реформ РОНВ.

Потребности государства в финансировании

В основе выпуска долговых обязательств лежат потребности государства в финансировании. В большинстве стран бюджетные потребности органов государственного управления диктуют необходимость привлечения заемных средств, и РОНВ является одним из основных источников такого финансирования. Однако в некоторых странах с более низким уровнем дохода доступность грантов или долгосрочных льготных займов может означать, что выпуск более дорогих внутренних долговых обязательств нецелесообразен, если не вызывает опасений валютный риск. Кроме того, есть несколько примеров стран, которые выпускали внутренние долговые обязательства исключительно с целью развития внутреннего рынка.

Структура экономики

Размер экономики и внутренняя база сбережений (включая наличие организаций контрактных сбережений) будут влиять на поглотительную

емкость рынка облигаций. Для стран с небольшой экономикой создание ликвидного рынка может оказаться непростой задачей. Кроме того, низкая норма внутренних сбережений, даже на более крупных рынках, может ограничивать спрос на процентные финансовые активы, в том числе на государственные ценные бумаги. На уровень сбережений в стране влияет множество факторов, среди которых базовые макроэкономические показатели, политика налогообложения и пенсионная система. Внутренние сбережения также могут направляться на многие конкурирующие объекты (например, на активы внутренней инфраструктуры), и при оценке этого аспекта структуры экономики следует учитывать рынок таких альтернативных активов.

Малые страны могут сталкиваться с более значительными ограничениями при развитии внутренних рынков, однако сложно определить минимальный порог для развития РОНВ. Небольшие суверенные эмитенты могут столкнуться с ограничениями, касающимися консолидации инструментов и выпуска ликвидных эталонных облигаций. Кроме того, эти эмитенты могут столкнуться с трудностями в мобилизации больших объемов денежных средств посредством управления кассовыми средствами и в формировании достаточно крупного буферного запаса кассовых средств. Они могут быть более уязвимы по отношению к высоким коэффициентам концентрации долговых обязательств у небольшого числа инвесторов. Для внутренних инвесторов может быть не комфортно иметь крупные авуары в форме одного конкретного инструмента, и даже при этом они могут быть несклонны вести операции на вторичном рынке. Возможности привлечения инвесторов-нерезидентов при этом ограничены, поскольку они, как правило, ожидают больших объемов на рынке в целом и приобретаемых ими инструментов. Поэтому правительствам этих стран следует тщательно оценить свои возможности и потребности, прежде чем вкладывать значительные средства в дорогостоящую инфраструктуру и наращивать потенциал для развития рынка.

В стране с низким уровнем финансовой долларизации или евроизации проще выпускать активы в национальной валюте¹. Когда на валютные депозиты (и кредиты) в банковской системе приходится небольшая доля, это поддерживает в финансовой системе спрос на активы в национальной валюте. Этому дополнительно способствуют стабильный обменный курс и благоприятные инфляционные условия, поддерживающие стоимость активов в национальной валюте.

¹Финансовая долларизация/евроизация имеет место, когда резиденты страны могут хранить в банках депозиты в иностранной валюте (долларах США, евро) и получать от этих банков кредиты в иностранной валюте. Доля банковских депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме банковских депозитов (кредитов) является общим показателем степени финансовой долларизации/евроизации.

Состояние бюджета и долга

Устойчивое состояние государственных финансов и долга поддерживает развитие РОНВ, особенно первичного рынка. Высокий бюджетный дефицит может вести к неустойчивой траектории динамики долга, а бюджетные риски, создаваемые условными обязательствами, могут усугублять уязвимость, связанную с долгом. Страны с крупными потребностями во внешнем финансировании, высоким уровнем государственного долга, подверженного рыночным рискам (например, риску корректировки процентной ставки, риску рефинансирования и риску изменения обменного курса), а также с неустойчивым состоянием государственных финансов, как правило, являются более уязвимыми. Величина потребностей государства в заемных средствах и риск возникновения критической ситуации, связанной с задолженностью, влияют на объем чистого рыночного внутреннего финансирования, которое правительство может привлечь, на стабильность этого финансирования и на цены соответствующих инструментов. Легкая доступность льготных внешних займов и опора на нерыночные внутренние займы могут сдерживать развитие РОНВ. Подрыв доверия инвесторов к странам с историей дефолтов по суверенному долгу, включая принудительную конверсию или пролонгацию внутреннего долга за счет мер финансового сдерживания, может существенно сказываться на перспективах развития РОНВ.

Отсутствие бюджетного контроля может подталкивать директивные органы к отходу от надежной практики рыночных заимствований, что может сказываться на доверии инвесторов. Например, при необходимости привлечения больших объемов финансирования или ограничения затрат на привлечение заемных средств в краткосрочной перспективе правительство может пойти на установление контроля над процентными ставками, накопление задолженности по платежам, прямое заимствование у центрального банка или прибегнуть к нерыночным методам размещения долговых обязательств. Такие неконкурентные методы размещения могут давать экономию на затратах в краткосрочной перспективе ценой ухудшения долгосрочных перспектив развития рынка. Точно так же, для получения экономии на бюджетных затратах в ближайшей перспективе правительство может обратиться к привлечению в первую очередь займов с короткими сроками погашения, что препятствует развитию рынка и создает дополнительные риски рефинансирования. Важно придерживаться надежной рыночной практики, поскольку это порождает круг взаимной обратной связи: применение надежной практики на первичном рынке, ориентированной на рыночные заимствования, может привить правительству бюджетную дисциплину, помогая тем самым поддерживать затраты на привлечение заемных средств на приемлемом уровне.

Денежно-кредитные условия и состояние обменного курса

Стабильность инфляции, процентных ставок и обменных курсов снижает неопределенность для инвесторов и повышает спрос на государственные рыночные долговые обязательства. Чрезмерная изменчивость процентных ставок и факторы инфляционного давления (которые также могут вызываться отсутствием доверия к денежно-кредитной политике) могут вести к повышению доходности, поскольку инвесторам требуется премия за непредсказуемость. Инвесторы воспринимают чрезмерно высокие и изменчивые номинальные и реальные процентные ставки как неустойчивые — это может вызывать неопределенность в отношении экономической приемлемости долга, возможных изменений в режиме обменного курса или введения новых форм налогообложения и контроля. Такая неопределенность снижает у инвесторов стимулы к вложению средств во внутренние рынки капитала и в долгосрочные активы, поскольку она отрицательно сказывается на ожидаемой рентабельности вложений. Таким образом, стабильные денежно-кредитные условия позволяют правительству выпускать более дешевые долгосрочные долговые обязательства и увеличивать срок погашения долгового портфеля. Высокая изменчивость обменного курса и высокий коэффициент переноса — это важнейшие факторы, сдерживающие доверие инвесторов, как внутренних, так и иностранных².

Меры контроля над процентными ставками или другие симптомы финансового сдерживания часто считаются указывающими на слабость базовых денежно-кредитных условий и состояния государственных финансов. В условиях ограниченного бюджетного пространства и высокой стоимости финансирования у правительства может возникать соблазн применения подобной практики. Однако хотя в краткосрочном плане такая практика позволяет уменьшить затраты, она может подрывать бюджетную дисциплину государства, питать инфляционные ожидания и повышать стоимость финансирования в долгосрочной перспективе; кроме того, она может искажать рыночные процентные ставки. Отходу от подобной практики может способствовать разработка рыночных основ денежно-кредитной политики (как это рассматривается в разделе о денежном рынке) и применение надежных мер политики на первичном рынке.

Устойчивость финансового сектора

Финансовый сектор страны должен быть ликвидным и иметь хороший уровень капитализации, поскольку он играет важную роль как инвестора, так и посредника на рынке государственных долговых обязательств. Во многих

²Для иностранных инвесторов дополнительное бремя также создает низкая степень конвертируемости.

странах банковский сектор является важной составляющей базы инвесторов, и, как правило, он играет важную роль посредника на РОНВ. Устойчивость финансового сектора обычно оценивается по достаточности его капитала, качеству активов, прибыли и состоянию ликвидности. Любые риски нестабильности финансового сектора будут препятствовать способности банковского сектора действительно выполнять свою задачу.

Потенциал управления долгом и операционные процедуры

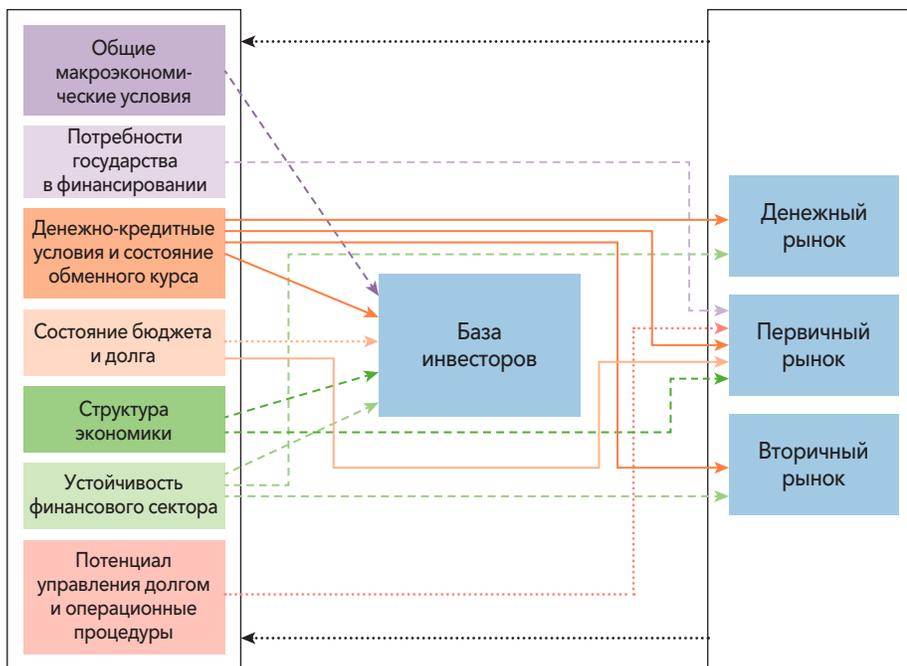
Эффективные институциональные механизмы управления государственным долгом являются одним из ключевых условий, способствующих развитию РОНВ. Обязанности по управлению долгом должны быть четко определены в законодательстве, а операционные процедуры, при необходимости, должны быть зафиксированы в меморандуме о договоренности между соответствующими организациями. Чтобы реализовать рыночный подход к управлению государственным долгом, орган управления долгом должен иметь обученный персонал, поддерживающую организационную структуру и необходимые для этого ресурсы.

Хотя орган управления долгом — не единственная организация, которая может возглавить реформы в сфере РОНВ, он находится для этого в наилучшем положении³. Орган управления долгом обычно имеет мандат и стимулы для того, чтобы возглавлять процесс развития РОНВ. Важно наличие среднесрочной стратегии управления долгом, годового плана заимствований, календаря аукционов и процедуры отчетности по долгу (для чего требуется достаточно мощный потенциал в сфере учета государственного долга; IMF and World Bank, 2019). В долговой стратегии стран с большим объемом нерыночного долга также должны быть предусмотрены пути перехода в среднесрочной перспективе к инструментам более рыночного характера.

Общее состояние благоприятствующих условий будет влиять на темпы достижения результатов в развитии РОНВ (рис. 1). Благоприятствующие условия влияют на три рынка (денежный, первичный и вторичный) и базу инвесторов, в то время как инфраструктура финансового рынка и нормативно-правовая база в значительной степени являются независимыми факторами. В целом круги обратной связи, создаваемые структурными блоками, также будут способствовать прогрессу в создании благоприятствующих условий, укрепляя цикл благотворного взаимовлияния (например, прочный первичный рынок может способствовать укреплению бюджетной дисциплины и тем самым вести к повышению устойчивости состояния бюджета и долга).

³Хотя в некоторых странах центральный банк может обладать более значительным потенциалом и иметь более тесный контакт с участниками рынка.

Рисунок 1. Благоприятствующие условия для развития РОНВ и его структурные блоки



Источник: персонал МВФ.

Примечание. РОНВ — рынок облигаций в национальной валюте.

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для оценки того, насколько благоприятствующие условия способствуют развитию РОНВ

1) Общие макроэкономические условия

Задача

Оценить, насколько прошлые макроэкономические показатели вызывают доверие инвесторов к экономике страны.

Основные вопросы

- (1) Удавалось ли стране поддерживать надежные и стабильные макроэкономические показатели в течение последних пяти лет? (да/нет)
- (2) Удавалось ли стране за последние 10 лет избежать таких серьезных неблагоприятных событий, как реструктуризация суверенного долга и кризис банковского сектора? (да/нет)

2) Потребности в финансировании

Задача

Оценить, поддерживают ли потребности государства в финансировании развитие РОНВ.

Основные вопросы

- (1) Требуется ли прогнозируемое состояние государственных финансов рыночных заимствований, обеспечивающих достаточное предложение государственных ценных бумаг на РОНВ? (да/нет)
- (2) Ожидает ли правительство сокращения доступа к льготному внешнему финансированию (в форме грантов и займов) или уменьшения его объемов, что потребует увеличения внутренних заимствований? (да/нет)

3) Структура экономики

Задача

Оценить, поддерживает ли структура финансового сектора развитие РОНВ.

Основные вопросы

- (1) Достаточно ли велик размер экономики для развития финансового сектора, способного поддерживать РОНВ? (да/нет)
- (2) Достаточно ли велика внутренняя база сбережений, чтобы поддерживать спрос на государственные ценные бумаги? (да/нет)
- (3) Достаточно ли распространено использование национальной валюты в экономике, чтобы мог существовать РОНВ? (да/нет)

4) Состояние бюджета и долга

Задача

Оценить, насколько устойчиво состояние государственных финансов и насколько оно способствует развитию РОНВ.

Основные вопросы

- (1) Связано ли состояние задолженности государства с низким или средним риском возникновения критической ситуации в сфере долга в целом на основе системы оценки экономической приемлемости долга МВФ и Всемирного банка для стран с низким уровнем дохода или считается ли это состояние устойчивым на основе системы оценки экономической приемлемости долга стран, имеющих доступ к рынку? (да/нет)
- (2) Является ли состояние государственных финансов устойчивым без необходимости прибегать к бюджетному доминированию в отношении денежно-кредитной и финансовой политики? (да/нет)

5) Денежно-кредитные условия и состояние обменного курса

Задача

Оценить, способствуют ли денежно-кредитные условия развитию РОНВ.

Основные вопросы

- (1) Является ли инфляция низкой и стабильной, а инфляционные ожидания хорошо закрепленными? (да/нет)
- (2) Соглашаются ли обменные курсы с экономическими детерминантами, так что инвесторы не опасаются риска значительных девальваций? (да/нет)
- (3) Хорошо ли сдерживается изменчивость краткосрочных и долгосрочных рыночных процентных ставок? (да/нет)
- (4) Отсутствует ли в финансовой системе финансовое сдерживание (например, в форме контроля над процентными ставками)? (да/нет)

6) Устойчивость финансового сектора

Задача

Оценить, способствуют ли условия финансового сектора развитию РОНВ.

Основные вопросы

Является ли банковский сектор надежным и стабильным, с надлежащим состоянием платежеспособности и ликвидности? (да/нет)

7) Потенциал управления долгом и операционные процедуры

Задача

Оценить наличие благоприятствующих условий для эффективного управления государственным долгом.

Основные вопросы

- (1) Определяет ли нормативно-правовая база четкую ответственность единой организации за выпуск долговых обязательств от имени центрального правительства и осуществление операций, связанных с этими долговыми обязательствами? (да/нет)
- (2) Имеет ли организация, отвечающая за управление долгом, надежные механизмы управления и квалифицированный персонал? (да/нет)
- (3) Готовит ли организация, ответственная за управление долгом, среднесрочную стратегию управления долгом и публикует ли она эту стратегию? (да/нет)

Структурные блоки развития РОНВ

Общий обзор

После проведения оценки благоприятствующих условий основы РОНВ могут быть использованы для оценки текущей стадии развития рынка в отдельных странах и для содействия выявлению основных областей, в которых необходимы реформы или меры политики. Основа РОНВ также позволяет странам систематически отслеживать и оценивать прогресс в развитии РОНВ с течением времени.

Для анализа развития РОНВ в отношении их емкости, ликвидности, диверсификации и стойкости используется шесть структурных блоков. Это 1) денежный рынок, 2) первичный рынок, 3) вторичный рынок, 4) база инвесторов, 5) инфраструктура финансового рынка (ИФР) и 6) нормативно-правовая база. Шесть структурных блоков спроектированы интуитивно, чтобы сосредоточивать внимание на важнейших реформах для достижения эффективного функционирования РОНВ.

В этой основе используется набор индикаторов, отражающих ключевые функциональные возможности каждого структурного блока. Для любой страны каждый индикатор оценивается с отнесением к стадиям с первой по четвертую, что позволяет определить уровень функциональности или стадию развития по каждому конкретному структурному блоку. Индикаторы применяются последовательно, начиная с более фундаментальных показателей и далее по степени сложности. Также есть возможность рассчитать композитную меру стадии на уровне каждого из структурных блоков, что может способствовать определению надлежащей последовательности проведения мер политики по всем шести структурным блокам. Цель установления контрольных значений на уровне индикаторов и структурных блоков заключается в том, чтобы позволить странам выявить другие сходные страны, которые преодолели аналогичные проблемы, и извлечь уроки из их опыта для разработки плана реформ в области РОНВ.

Определение стадии развития на уровне индикатора

Существует два типа индикаторов: индикаторы результатов, которые показывают текущее состояние рынка по структурным блокам, и индикаторы мер политики, с помощью которых анализируется текущая политика и связанные с регулированием методы работы, применяемые официальными органами (как формально принятые, так и фактические). Для большинства индикаторов используется несколько бинарных вопросов (да или нет), позволяющих оценить степень применения надежной политики и практики. По каждому вопросу страны получают оценку 1

(да) или 0 (нет), и сумма оценок определяет стадию по соответствующему индикатору. Для некоторых индикаторов (в основном касающихся первичного рынка) задается специальный вопрос, ответ на который определяет стадию по индикатору⁴.

Определение композитной стадии на уровне структурного элемента

Для четырех структурных блоков (денежный рынок, первичный рынок, вторичный рынок и база инвесторов) предусмотрены индикаторы результатов и индикаторы мер политики. Показатель композитной стадии может быть рассчитан с равными весами, чтобы получить простое среднее значение присвоенных стадий по индикаторам результатов и индикаторам мер политики.

Для двух структурных блоков (рыночная инфраструктура и нормативно-правовая база) имеются только индикаторы мер политики. Показатель композитной стадии может рассчитываться как простое среднее присвоенных стадий по индикаторам мер политики.

Четыре стадии развития РОНВ

Предлагается четыре пороговых значения, представляющих следующие стадии развития РОНВ.

- Первая стадия, или стадия зарождения, когда соответствующий индикатор не обладает функциональностью.
- Вторая стадия, или стадия развития, когда соответствующий индикатор демонстрирует некоторую функциональность, но имеются серьезные недостатки.
- Третья стадия, или стадия становления, на которой формируются базовые элементы функциональности индикатора.
- Четвертая стадия, или стадия зрелости, когда индикатор демонстрирует значительную степень функциональности. Эта стадия в целом соответствует уровням и функциональным возможностям РОНВ в странах с развитой экономикой⁵.

⁴Для некоторых индикаторов в различных структурных блоках и в разделе «Благоприятствующие условия» вопросы могут требовать вынесения детального суждения оценивающей стороны и в той или иной степени субъективной оценки (особенно в случае самостоятельной оценки). Чтобы снизить риск ошибочной оценки и способствовать объективности и последовательности сравнений между странами, будут определены пороговые значения индикаторов на основе первых нескольких пилотных программ, в рамках которых оценки будут проводиться группами МВФ и Всемирного банка.

⁵Для структурного блока «База инвесторов» четвертая стадия представляет собой состояние функциональности, наблюдаемое в странах с формирующимся рынком, которые находятся на более зрелой стадии развития рынка.

Структурный блок 1. Денежный рынок

Эффективный денежный рынок способствует проведению денежно-кредитной политики, усиливает передачу воздействия денежно-кредитной политики и создает фундамент для удлинения сроков погашения инструментов финансирования государства⁶. Денежные рынки имеют решающее значение для краткосрочного финансирования и управления запасами участников рынка государственных ценных бумаг, а также для операций коммерческих банков по управлению ликвидностью. Кроме того, они способствуют созданию продуктов более общего характера, таких как инструменты с плавающей ставкой, и инструментов хеджирования, таких как производные инструменты. Производные инструменты (например, процентные свопы) могут дополнительно способствовать развитию рынков капитала.

Индикатор результатов

Надлежащим образом функционирующие рынки краткосрочных ценных бумаг и РЕПО

Надежная кривая краткосрочной доходности и активный рынок соглашений РЕПО служат фундаментом для выпуска долгосрочных ценных бумаг и развития вторичного рынка⁷. Надежность кривой доходности поддерживается емким и ликвидным денежным рынком, который служит фундаментом для многих важнейших сфер рынка государственных ценных бумаг⁸. Рынок казначейских векселей часто является наиболее ликвидным и важным сегментом денежного рынка. Казначейские векселя представляют собой дисконтные инструменты, выпускаемые государством, со сроком погашения обычно менее одного года. Как правило, они считаются самыми безопасными государственными инструментами вследствие короткого срока их погашения. Кроме того, центральные банки иногда полагаются на рынок казначейских векселей при проведении операций денежно-кредитной политики. В этом случае важно, чтобы участники финансового рынка понимали мотивы выпуска казначейских векселей,

⁶Для целей данной оценки сегменты денежного рынка относятся к краткосрочным инструментам, за исключением производных валютных инструментов и производных процентных инструментов, которые рассматриваются в разделах «База инвесторов» и «Вторичный рынок», соответственно.

⁷Соглашение РЕПО (или соглашение о продаже и последующем выкупе) — это продажа ценных бумаг с условием их последующего выкупа. Обратное РЕПО — это покупка ценных бумаг с условием их последующей продажи. Эти операции обычно осуществляются между финансовыми посредниками. РЕПО оптимально рассматривать как обеспеченный залогом заем или инвестицию. Поскольку РЕПО минимизируют кредитные риски контрагентов, они стали шире использоваться после мирового финансового кризиса.

⁸Ликвидный денежный рынок — это рынок с активным сегментом обеспеченного и необеспеченного денежного рынка, на котором прозрачность цен и объемы торгов достаточно высоки, чтобы поддерживать деятельность участников рынка по осуществлению инвестиций, купли-продажи и управления риском.

поскольку отсутствие прозрачности, неясные или смешанные сигналы могут вызвать искажения на рынке.

В рамках РОНВ рынки РЕПО играют различные роли. Использование сделок РЕПО в рыночных операциях центрального банка является хорошей отправной точкой, которая может служить катализатором процесса развития рынка⁹. Ликвидность на междилерском рынке будет сильно способствовать деятельности дилеров в качестве маркет-мейкеров, особенно в сфере управления запасами¹⁰. Рынки РЕПО также могут увеличить возможности банков и других институциональных инвесторов корректировки своих позиций по ликвидности и инвестирования в более долгосрочные государственные ценные бумаги, а также способствовать поддержанию деятельности дилеров на первичном рынке. По мере развития рынков РЕПО объем межбанковских или междилерских операций будет, как правило, увеличиваться, а зависимость от операций центрального банка — снижаться. Величина «запаса прочности», применяемого в отношении государственных ценных бумаг¹¹, включая неликвидные, не должна устанавливаться на высоком уровне или значительно отличаться от «запаса прочности», требуемого в случае ценных бумаг центрального банка (в применимых случаях), поскольку это может ослабить стимулы к проведению операций РЕПО. Активное использование операций РЕПО участниками рынка свидетельствует о зрелой стадии развития денежного рынка.

Индикаторы мер политики

Операционная основа денежно-кредитной политики, способствующая развитию РОНВ

Операционная основа денежно-кредитной политики оказывает значительное влияние на развитие денежного рынка. Основа денежно-кредитной политики отражает стадию развития денежных рынков

⁹Для операций краткосрочного предоставления и изъятия ликвидности центральные банки используют сделки с обеспечением. В качестве обеспечения центральные банки обычно используют либо иностранную валюту (кассовые средства) в операциях валютных свопов, либо ценные бумаги государства/центрального банка в операциях РЕПО, либо и то, и другое.

¹⁰Для ведения своей деятельности маркет-мейкерам необходимо иметь определенный уровень ликвидных запасов (например, запасы государственных ценных бумаг, проданных инвесторами). Используя рынки РЕПО, они могут привлекать заемные средства для хранения запасов, а также продавать ценные бумаги, которыми они не владеют, получая их в заем. В целом сделки РЕПО являются более стабильным и дешевым источником финансирования, чем необеспеченные займы, поскольку они отличаются гибкостью и минимизируют кредитные риски контрагентов.

¹¹«Запас прочности», или маржа, применяемая в сделках РЕПО, учитывает риск того, что обеспечение не сможет полностью покрыть стоимость сделки. Величина такого дисконта зависит от срока погашения, качества, дефицитности и волатильности цен базового обеспечения, срока действия операции РЕПО и кредитоспособности клиента.

и определяет участие в них центрального банка: чем шире процентные ставки используются в качестве операционных ориентиров денежно-кредитной политики, тем активнее оказываются денежные рынки и тем выше склонность центральных банков к развитию этого сегмента рынка¹². Поскольку переход к рыночной основе влечет за собой издержки в форме более высоких процентных расходов, которые могут привести к отрицательной позиции центрального банка по капиталу, официальным органам следует принимать во внимание эти сопутствующие издержки и использовать надлежащие меры для их уменьшения¹³. Рыночная операционная основа требует работы по управлению ликвидностью во всем банковском секторе. Любой избыток ликвидности в банковской системе, если центральный банк не регулирует его надлежащим образом¹⁴, может снижать потребности банков в активном управлении своей ликвидностью и подбивать любые стимулы к проведению операций на денежном рынке.

Операции денежно-кредитной политики, поддерживающие развитие РОНВ

Операции на открытом рынке являются неотъемлемой частью функционирования денежных рынков. Прямые инструменты политики (в частности, меры контроля над процентными ставками) наносят ущерб развитию рынка. Высокие нормы обязательных резервов, характерные для системы целевых показателей резервных денег, могут искажать функцию формирования рыночных цен на денежных рынках, оказывая понижающее давление на рыночные процентные ставки¹⁵. В банковских системах с высоким уровнем избыточных резервов отсутствие начисления на них процентов по рыночным ставкам также может негативно сказываться на формиро-

¹²В системе целевых показателей инфляции (ЦПИ) в качестве операционного целевого показателя используются процентные ставки, а в системе целевых показателей валютных курсов в качестве операционных целевых показателей обычно применяются обменные курсы и процентные ставки. В системе денежно-кредитных целевых показателей в качестве операционного целевого показателя используются резервные деньги и, по крайней мере в теории, не требуется активных денежных рынков для целей проведения денежно-кредитной политики. Странам, которые переходят от системы денежно-кредитных целевых показателей к системе целевых показателей инфляции, обычно требуется быстрое развитие денежных рынков, чтобы обеспечить возможность проведения рыночных операций.

¹³Переход от системы денежно-кредитных целевых показателей к системе целевых показателей инфляции требует от центральных банков корректировки структуры обязательств и выплаты рыночных процентных ставок в отличие от хранения крупных остатков обязательных резервов, на которые не начисляются проценты. Центральные банки, имеющие крупные балансы активов и пассивов, могут накапливать убытки, поскольку доходы от активов (например, определяемые иностранными процентными ставками) обычно ниже, чем расходы по обязательствам (например, определяемые внутренними процентными ставками).

¹⁴Надлежащее управление избыточной ликвидностью подразумевает, что на избыточные резервы начисляются проценты по рыночной ставке.

¹⁵Высокие уровни обязательных резервов обычно снижают потребности банков в корректировке позиций по ликвидности за счет денежных рынков. В большинстве стран проценты по обязательным резервам не выплачиваются.

вании рыночных цен. В целом, использование рыночных ценных бумаг в операциях по поглощению ликвидности в большей степени способствует развитию рынка, чем использование нерыночных срочных депозитов (см. вставку 1). Использование аукционов с конкурентными ценами указывает на то, что ценные бумаги выпускаются по рыночным ставкам (и потому с большей вероятностью будут обращаться на вторичном рынке).

Прозрачность рыночной информации

Прозрачность можно оценить по публикации краткосрочных справочных ставок, помимо директивной ставки. Поскольку краткосрочные справочные ставки являются основой для установления цен на широкий спектр продуктов на рынках капитала, важно, чтобы обеспечивалась их надежность как справочных ставок. В общем случае справочные ставки, основанные на операциях, более надежны, чем ставки, основанные на котировках, особенно если котировки носят индикативный характер¹⁶. Информация о рыночных ценах необходима для построения надежной кривой краткосрочной доходности, а информация об объемах торгов полезна для повышения прозрачности и содействия расширению базы инвесторов. Эта информация может включать информацию перед проведением торгов и рыночные котировки на рынке казначейских векселей и РЕПО. Ключевую роль играет своевременность — если публикация рыночных цен задерживается, их полезность снижается. В идеале рыночные цены должны публиковаться ежедневно (то есть к концу рабочего дня), а информация об объемах торгов — как минимум ежемесячно. В общем случае в наилучшем положении для публикации таких справочных ставок находятся национальные банковские или рыночные ассоциации, а в некоторых случаях — центральный банк. Должны приниматься надлежащие меры для обеспечения надежности справочных процентных ставок.

Правовая основа операций РЕПО

Решающее значение для развития рынков РЕПО имеет наличие письменных генеральных соглашений и их обеспеченность правовой санкцией. Для создания юридически надежной договорной документации по операциям РЕПО разработаны письменные генеральные соглашения, такие как Глобальное генеральное соглашение по РЕПО и Генеральное соглашение по РЕПО¹⁷. Для полного обеспечения таких соглашений правовой

¹⁶Справочные ставки для инструментов с очень короткими сроками (обычно до двух недель, но на некоторых рынках этот срок составляет всего один день), как правило, более надежны, поскольку они подкрепляются более высокой ликвидностью рынка.

¹⁷Операция РЕПО с юридической точки зрения организуется как продажа и последующий выкуп ценных бумаг, хотя с экономической точки зрения она представляет собой заем с обеспечением. Это может создавать серьезные юридические затруднения. Глобальное генеральное соглашение по РЕПО регулируется английским правом, а Глобальное соглашение по РЕПО регулируется законодательством Нью-Йорка.

санкцией во многих странах требуется поддерживающее законодательство, в частности, для признания права собственности на залог, а также прав стороны, не являющейся неплательщиком, на закрытие взаимозачета в случае дефолта, связанного с неплатежеспособностью¹⁸. Такое законодательство позволяет избежать ситуаций, когда суд отказывается признать переход права собственности на залог и относит сделку РЕПО к категории кредитов с обеспечением, что чревато тем, что держатель залога имеет не больше прав, чем другие кредиторы в случае банкротства, или ситуаций, когда суд признает взаимозачет недействительным¹⁹.

Важное значение имеет наличие налоговых условий, которые не вызывают искажений. Основа налогообложения операций РЕПО может вести к искажениям, если она основана на юридической структуре РЕПО (продажа и выкуп), а не на экономическом содержании (заимствование под залог). Желательно рассматривать доход и прибыли от операций РЕПО и расходы по ним как процентные доходы и расходы, соответственно, а не как прирост и потерю стоимости капитала, и обеспечивать, чтобы суммы операций не облагались налогом у источника выплаты. Кроме того, развитию рынков РЕПО не способствуют налоги на операции, применяемые к сделкам РЕПО. Во вставке 2 приводятся основные налоговые аспекты, связанные с операциями РЕПО.

Правовая основа должна обеспечивать необходимую операционную гибкость в управлении портфелем РЕПО. Важно, чтобы правовая основа допускала различные виды операций РЕПО с правом замены, в которых продавцы ценных бумаг могут иметь или не иметь права истребовать ценную бумагу и заменить ее другой, равной по качеству и стоимости, в течение срока действия РЕПО. Аналогичным образом, правовая основа должна разрешать повторный залог обеспечения, при котором покупатели могут снова использовать полученные в качестве обеспечения ценные бумаги в других операциях. Если правовая основа, лежащая в основе операций РЕПО, лишена такой гибкости (например, залог блокируется в пользу покупателя ценных бумаг), потенциальные преимущества РЕПО могут существенно уменьшаться²⁰.

¹⁸Кроме того, они повышают операционную эффективность торговых переговоров, формирования гарантийных резервов, платежей после торгов и управления обеспечением.

¹⁹Инвесторы в ряде стран, где нет прочной правовой основы для операций РЕПО, используют продажи/выкуп для достижения функциональных результатов, схожих с функциями сделок РЕПО, но такие операции менее эффективны, более затратны и не позволяют получить тех же правовых и финансовых результатов.

²⁰Внешнее юридическое заключение об обеспеченности юридической сделки правовой санкцией особенно важно для иностранных инвесторов.

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для денежного рынка

Результат			
1) Надлежащим образом функционирующие рынки краткосрочных ценных бумаг и РЕПО			
Задачи Оценить, способствуют ли рынки краткосрочных ценных бумаг и РЕПО развитию рынка государственных облигаций.			
Основные вопросы			
(1) Сформировалась ли кривая краткосрочной доходности для сроков погашения до одного года (включая казначейские векселя)? (да/нет)			
(2) Активно ли обращаются на вторичном рынке казначейские векселя, ценные бумаги центрального банка или и то, и другое? (да/нет)			
(3) Активно ли используются операции РЕПО/обратного РЕПО в рыночных операциях центрального банка? (да/нет)			
(4) Активно ли инвесторы используют операции РЕПО/обратного РЕПО для целей инвестирования кассовых средств, финансирования или управления ликвидностью? (да/нет)			
(5) Активно ли используются дилерами операции РЕПО/обратного РЕПО и (или) механизмы предоставления ценных бумаг в ссуду для выполнения функций маркет-мейкеров? (да/нет)			
(6) Способствует ли использованию сделок РЕПО величина «запаса прочности» (определяемого центральным банком или иным органом регулирования) по сделкам РЕПО? (да/нет)			
Контрольные показатели По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2–3	4–5	6
Меры политики/практика			
2) Операционные основы денежно-кредитной политики			
Задачи Оценить, способствуют ли операционные основы денежно-кредитной политики развитию денежных рынков.			
Основные вопросы			
(1) Требуют ли основы денежно-кредитной политики широкого использования процентных ставок в качестве операционного целевого показателя? (да/нет)			
(2) Готовы ли официальные органы согласиться на затраты, связанные с рыночными операциями? (да/нет)			
(3) Имеются ли в банковском секторе операционные основы и потенциал для управления ликвидностью? (да/нет)			
Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3
3) Операции денежно-кредитной политики			
Задачи Оценить, способствуют ли операции денежно-кредитной политики развитию денежных рынков.			
Основные вопросы			
(1) Исключают ли операции денежно-кредитной политики использование мер контроля над процентными ставками? (да/нет)			
(2) Вознаграждаются ли избыточные резервы по ставкам ниже рыночных, но близким к ним, чтобы не подрывать стимулы участников рынка к проведению операций на рынке? (да/нет)			
(3) Установлен ли коридор процентных ставок для ставок овернайт (то есть расхождение между ставками, по которым банки могут размещать депозиты в центральном банке или получать у него заемные средства) в таком диапазоне, который не сдерживает межбанковские операции? (да/нет)			
(4) Используются ли обращающиеся ценные бумаги (т.е. ценные бумаги центрального банка, государственные ценные бумаги или операции обратного РЕПО) в операциях по поглощению ликвидности, не прибегая в значительной степени к необращающимся инструментам (постоянным механизмам или срочным депозитам)? (да/нет)			
(5) Используются ли аукционы с конкурсными ценами для проведения операций центрального банка на открытом рынке? (да/нет)			
Контрольные показатели По пяти вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих пяти оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2–3	4	5

(продолжение)

Основа для денежного рынка (окончание)

4) Прозрачность			
Задачи			
Оценить прозрачность денежного рынка.			
Основные вопросы			
(1) Постоянно ли доступна информация о котировках до проведения торгов участникам рынка казначейских векселей или ценных бумаг центрального банка или и тем, и другим? (да/нет)			
(2) Постоянно ли доступна информация о котировках до проведения торгов участникам рынка РЕПО?			
(3) Публикуются ли основные краткосрочные справочные процентные ставки ежедневно? (да/нет)			
(4) Предпринимаются ли надлежащие меры для обеспечения надежности справочных процентных ставок (т.е. основанных либо на ценах в операциях, либо на гарантированных котировках)? (да/нет)			
(5) Публикуется ли информация по операциям о рыночных ценах (ежедневно к концу рабочего дня) и объеме операций (ежемесячно или чаще) по казначейским векселям и (или) ценным бумагам центрального банка? (да/нет)			
(6) Публикуется ли (ежемесячно или чаще) информация по операциям (например, об объеме операций) на рынках РЕПО? (да/нет)			
Контрольные показатели			
По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2–3	4–5	6
5) Правовая основа операций РЕПО			
Задачи			
Оценить юридическую надежность операций РЕПО.			
Основные вопросы			
(1) Приняты ли и широко ли используются письменные стандартные генеральные соглашения по операциям РЕПО? (да/нет)			
(2) Поддерживает ли правовая основа (возможно, с подтверждением юридическими заключениями) юридическую надежность таких операций, позволяя полностью передавать ценные бумаги в качестве обеспечения и проводить закрывающий взаимозачет в случае дефолта контрагента, связанного с неплатежеспособностью? (да/нет)			
(3) Соответствует ли договорное разрешение на замену и повторное использование залога более широкой правовой основе? (да/нет)			
(4) Способствуют ли основы налогообложения развитию рынка РЕПО? (да/нет)			
Контрольные показатели			
По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2	3	4

Структурный блок 2. Первичный рынок

Первичный рынок государственных облигаций создает фундамент для РОНВ. Первичный рынок предоставляет органам государственного управления страны внутреннее финансирование. Через этот рынок орган управления долгом реализует стратегию управления долгом и устанавливает отношения с участниками рынка. Благодаря возможности органа управления долгом напрямую влиять на несколько переменных, таких как определение долгового инструмента, календарь аукционов и процедуры эмиссии, первичный рынок является самым прямым каналом, доступным управляющему долгом, для позитивного воздействия на рынок. Первичный рынок также предоставляет регулярную возможность для двустороннего взаимодействия между эмитентом и участниками рынка. Таким образом, меры политики в отношении первичного рынка играют основополагающую роль в содействии развитию внутреннего рынка.

Индикаторы результатов

Доля рыночного внутреннего долга в совокупном долге центрального правительства

Доля рыночного внутреннего долга в совокупном долге центрального правительства является показателем степени опоры на заимствование на внутреннем рынке²¹. Более высокая доля рыночного внутреннего долга, выпущенного в национальной валюте, в совокупном объеме долга, как правило, характерна для более зрелых стадий развития первичного рынка. Это находит отражение в относительно меньшей величине внешнего долга относительно совокупного внутреннего долга. Хотя некоторые страны выпускают долговые обязательства в иностранной валюте на внутреннем рынке, их неспособность выпускать надлежащий объем долговых обязательств в национальной валюте может быть следствием недостаточного развития РОНВ.

Стабильность финансирования на внутреннем рынке

Стабильность финансирования на внутреннем рынке определяется как стабильный общий спрос на государственные ценные бумаги, показателем которого часто является коэффициент покрытия заявок на покупку. Стойко более высокие объемы заявок, чем количество предлагаемых ценных бумаг, свидетельствует о здоровом спросе, и эта ситуация характерна для более

²¹Внутренний долг в настоящей методической справке определяется как долг, выпущенный в национальной валюте на внутреннем рынке страны. Внутренний рынок определяется юрисдикцией эмиссии, а не резидентной принадлежностью держателей.

зрелых стадий развития первичного рынка. Однако в некоторых странах с формирующимся рынком и развивающихся странах обязательства первичных дилеров (ПД), связанные с минимальным участием в аукционах, и наличие крупных зависимых инвесторов могут приводить к стойко высоким коэффициентам покрытия заявок и скрывать истинный базовый спрос.

Средний срок погашения государственного долга

Портфель долговых обязательств центрального правительства, в котором преобладают среднесрочные и долгосрочные выпуски ценных бумаг, является первоочередным свидетельством наличия более развитой базы инвесторов. Увеличение доли среднесрочных и долгосрочных рыночных ценных бумаг в портфеле долговых обязательств центрального правительства обычно связано с более зрелыми стадиями развития первичного рынка. По мере развития рынка средний срок погашения может увеличиваться за счет выпуска долгосрочных инструментов.

Эмиссия по всей кривой доходности

Кривая доходности используется в качестве основы для определения цен облигаций и, соответственно, для принятия решений инвесторами. Для более зрелых стадий развития первичного рынка обычно характерна относительно длинная кривая доходности с распределением достаточной ликвидности по различным контрольным (эталонным) срокам погашения²².

Индикаторы мер политики

Рыночное установление цен

Принятие рыночного установления цен на аукционах свидетельствует о следовании политике прозрачности и невмешательства. Когда цены на облигации определяются эмитентом, а не устанавливаются рынком, и когда эти цены не соответствуют экономическим детерминантам, на первичном рынке оказывается невозможно определить истинную стоимость ценной бумаги, и привлекательность ценных бумаг для инвесторов значительно снижается²³. Снижение спроса со стороны инвесторов может вести к давлению в пользу эмиссионного финансирования со стороны центрального банка. Рыночное ценообразование является основополагающим

²²Кривая доходности, также называемая структурой процентных ставок по срокам, иллюстрирует взаимосвязь между сроками погашения и доходностью государственных ценных бумаг.

²³Верхнее ограничение процентной ставки, устанавливаемое эмитентом на аукционах, является одной из форм нерыночного ценообразования.

фактором для продления сроков погашения долговых обязательств, формирования кривой доходности и развития вторичного рынка. На зрелых первичных рынках эмитент принимает те цены, которые устанавливаются рынком.

Рыночные механизмы размещения

Использование рыночных механизмов эмиссии свидетельствует о стремлении к большей прозрачности²⁴. Размещения с фиксированными условиями или частные размещения могут не способствовать установлению рыночных цен в отличие от эмиссии через синдикаты и аукционы²⁵. На развитых первичных рынках стран с развитой экономикой для эмиссии преимущественно используется механизм аукционов, однако для новых сроков погашения или новых типов инструментов могут быть полезны синдицированные сделки.

Предсказуемость и прозрачность эмиссии

Предсказуемость сроков эмиссии на первичных рынках повышает прозрачность и дает инвесторам и посредникам время для подготовки своих балансов. Такая предсказуемость важна для длительных сроков погашения, где рыночный риск выше. Существенное влияние на стоимость облигаций могут оказывать ставки, по которым заключаются договоры по среднесрочным и долгосрочным государственным долговым обязательствам на двусторонней основе. Снижению неопределенности для инвесторов также способствует прозрачность в отношении объема эмиссии и характеристик отдельных инструментов. В случае первичных рынков на зрелых стадиях развития в обычных условиях публикуется и соблюдается как минимум ежеквартальный календарь эмиссии, включающий подробную информацию об объемах эмиссии и условиях отдельных инструментов, особенно о сроках.

²⁴Виды размещения включают 1) аукцион — преобладающий метод размещения, используемый органами государственного управления ввиду прозрачности и соотношения издержек и выгод; 2) синдикация — используется при неопределенности спроса (случай новых эмиссий); 3) частное размещение — государство выпускает ценные бумаги, обычно с определенными характеристиками, напрямую для определенного инвестора или группы инвесторов; и 4) продажи с фиксированными условиями — государство определяет характеристики ценных бумаг, предлагаемых на продажу, и период приема заявок. Они могут продаваться по минимальной или фиксированной цене, в зависимости от спроса.

²⁵Эмиссия с фиксированными условиями в данном случае означает, что цены определяются эмитентом в одностороннем порядке. Следует отметить, что это отличается от механизмов выпуска с фиксированными условиями, используемых в рамках аукционов, которые предоставляют инвесторам доступ к внеконкурсным подпискам.

Прогнозы кассовых потоков государства

Способность составлять надежные прогнозы кассовых потоков государства имеет решающее значение для предсказуемости и прозрачности эмиссии. Развитая функция управления кассовыми средствами в органах государственного управления позволяет устранить связь между выпуском облигаций и временными недостатками кассовых средств, что обеспечивает соблюдение календаря выпуска и повышает предсказуемость для инвесторов. Органы управления долгом должны иметь доступ к надежному прогнозу будущих кассовых остатков органов государственного управления. Этот прогноз должен часто обновляться; чем продолжительнее период прогноза, тем больше он способствует предсказуемости и прозрачности эмиссии.

Прозрачность результатов аукционов

Прозрачность результатов аукционов имеет решающее значение для прозрачности рынка. В день проведения аукциона должна максимально широко распространяться информация о результатах его проведения с указанием сумм поданных и принятых заявок, цены отсечения и минимальной, средней и максимальной цены (доходности) принятых заявок. Для более зрелых стадий развития первичного рынка часто характерны большая прозрачность и более сжатые сроки объявления результатов аукциона.

Прозрачность информационного взаимодействия между официальными органами и участниками рынка

Прозрачность коммуникации между государством и участниками рынка снижает неопределенность для инвесторов и способствует их участию в работе первичного и вторичного рынка. Прозрачность требует, чтобы официальные органы распространяли на рынке информацию, которая может влиять на цены государственных облигаций, включая налогово-бюджетную информацию, показатели риска долгового портфеля, стратегию управления долгом и годовой план заимствований. Регулярное информационное взаимодействие между официальными органами и участниками рынка должно формировать двусторонний диалог о состоянии рынка, ведущий к лучшему пониманию факторов спроса и предложения, что может улучшить выполнение программы эмиссии.

Фрагментация

Увеличение количества различных долговых инструментов приводит к искажению цен на облигации на первичном рынке и снижает ликвид-

ность вторичного рынка²⁶. Центральному правительству следует координировать выпуск собственных долговых обязательств и гарантированных им рыночных долговых обязательств, выпускаемых другими структурами. Если центральный банк выпускает долговые обязательства, правительство и центральный банк должны минимизировать фрагментацию за счет дифференциации сроков инструментов и исключения их выпуска на рынок примерно в одно и то же время. Центральному правительству следует избегать выпуска нерыночных долговых обязательств для целей финансирования, за исключением небольших объемов для розничного сектора.

Эталонные облигации

Эталонные облигации призваны увеличивать объем отдельных ценных бумаг с наиболее важными сроками погашения, тем самым способствуя повышению ликвидности и формированию кривой доходности²⁷. Разработка эталонной кривой доходности — важная задача для стран, стремящихся развивать ликвидный вторичный рынок. Хотя выгоды и затраты, связанные с формированием эталонной кривой доходности, с трудом поддаются количественной оценке, эти выгоды (например, повышение конкуренции на рынке, снижение премии за ликвидность и положительные внешние эффекты для финансового сектора в целом), как правило, перевешивают затраты. По мере развития рынка происходит более регулярное возобновление существующих линий ценных бумаг в основных сегментах по срокам погашения. Как правило, на развитых рынках проводится определенная политика в отношении эталонных облигаций, нацеленная на обеспечение наличия определенных сумм по ключевым срокам погашения, так чтобы их размер был достаточно велик для формирования кривой доходности вторичного рынка. Надлежащей

²⁶Ликвидность рынка можно оценить по коэффициенту оборота (отношение объема операций к общему объему выпущенных и непогашенных ценных бумаг), среднему размеру операции и спредам между ценой спроса и предложения. При проведении межстрановых сравнений важно учитывать различия в определениях объемов операций между странами (например, в некоторых странах публикуется сумма объемов, представленных в отчетности продавцами и покупателями, а в других странах в заявленные объемы вносятся поправки, рассчитывая среднее значение; в некоторых странах в отчетность включаются также операции РЕПО и прямые операции).

²⁷Эталонные облигации — это, как правило, облигации с единовременным погашением и фиксированной процентной ставкой для основных секторов по срокам погашения, которые являются наиболее подходящими инструментами для построения кривой доходности и, как правило, привлекают широкий круг инвесторов с различными мотивами и временными горизонтами инвестирования. Облигации с переменной ставкой и индексированные по инфляции могут использоваться в рамках переходной стратегии перед началом выпуска ценных бумаг с фиксированной ставкой в тех случаях, когда есть проблемы макроэкономической стабильности вследствие негибких и высоких инфляционных ожиданий. Кроме того, в некоторых странах ценные бумаги с переменной ставкой и привязкой к инфляции используются также в качестве инструментов финансирования, но их ликвидность обычно гораздо ниже.

практикой является разработка мер политики в тесном сотрудничестве с участниками рынка.

Управление кассовыми средствами и долгом

Управление кассовыми средствами играет чрезвычайно важную роль в установлении прозрачной и предсказуемой практики эмиссии и в снижении рисков рефинансирования. На некоторых рынках (в том числе в странах с развитой экономикой) государство поддерживает определенный уровень кассовых буферных резервов или использует различные инструменты (например, краткосрочные ценные бумаги, операции РЕПО, депозиты) для снижения изменчивости кассовых потоков и управления рисками рефинансирования²⁸. Увеличение объема отдельных ценных бумаг относительно объемов эталонных облигаций создает более высокие риски пролонгации, которые можно снизить за счет гибкости предварительного финансирования, сохранения поступлений и использования операций по управлению обязательствами (например, выкупа и операций «свитч»).

²⁸По мере развития внутреннего рынка требуемый уровень кассовых буферных резервов, как правило, снижается, что дополнительно подчеркивает важность эффективности хранения кассового буфера.

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для первичного рынка

Результаты			
1) Доля рыночного внутреннего долга в совокупном долге центрального правительства			
Задачи Оценить степень опоры на рыночный внутренний долг для целей финансирования (запас).			
Основные вопросы Какова доля запаса рыночного внутреннего долга, выраженного в национальной валюте, в совокупном долге центрального правительства? ¹			
Контрольные показатели			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Менее 25 процентов	25–50 процентов	50–75 процентов	Более 75 процентов
2) Стабильность финансирования за счет внутреннего рынка			
Задачи Оценить стабильность общего спроса на рыночные государственные ценные бумаги.			
Основные вопросы Каков уровень спроса на государственные ценные бумаги, представленный коэффициентом покрытия заявок на покупку?			
Контрольные показатели			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Стойко сохраняется ситуация недостаточных заявок на покупку предлагаемых ценных бумаг.	Ситуация недостаточных заявок на покупку предлагаемых ценных бумаг возникает иногда и нерегулярно.	Часто объем заявок на покупку предлагаемых ценных бумаг является волне недостаточным.	Как правило, объем заявок на покупку превышает объем предлагаемых ценных бумаг.
3) Срок погашения рыночных государственных ценных бумаг в национальной валюте			
Задачи Оценить способность государства выпускать долгосрочные ценные бумаги с фиксированной процентной ставкой и контролировать свою подверженность риску рефинансирования и процентному риску.			
Основные вопросы (1) Каков средний срок погашения непогашенных рыночных ценных бумаг в национальной валюте? ² (2) Какова доля долга со сроком погашения через год в процентах от запаса ценных бумаг в национальной валюте? (3) Каков средний срок до корректировки процентной ставки непогашенных ценных бумаг в национальной валюте? (4) Какова доля долга, для которого будет произведена корректировка процентной ставки через год, в процентах от запаса ценных бумаг в национальной валюте?			
Контрольные показатели. Средний срок до погашения ³			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Менее 1 года	1–3 года	3–5 лет	Более 5 лет
Контрольные показатели. Процент долга со сроком погашения в течение одного года			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Более 50 процентов	25–50 процентов	15–25 процентов	Менее 15 процентов
Контрольные показатели. Средний срок до корректировки процентной ставки			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Менее 1 года	1–3 года	3–5 лет	Более 5 лет
Контрольные показатели. Процентная доля долга, по которому будет произведена корректировка процентной ставки через один год			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Более 70 процентов	40–70 процентов	20–40 процентов	Менее 20 процентов
Заключительная стадия для индикатора определяется путем объединения стадий по четырем промежуточным индикаторам			
4) Эмиссия по всей кривой доходности			
Задачи Оценить, хорошо ли распределена кривая доходности по основным срокам.			
Основные вопросы Какова структура и длина кривой доходности?			

(продолжение)

Основа для первичного рынка (продолжение)

Контрольные показатели			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Очень короткая кривая доходности (менее 1 года)	Относительно короткая эталонная кривая доходности (1–3 года) или более длинная кривая доходности, но с нерегулярными, особыми выпусками обязательств со сроком погашения более 3 лет	Относительно длинная эталонная кривая доходности (4–10 лет) и регулярный выпуск обязательств в основных сегментах по срокам погашения	Сформирована длинная и хорошо распределенная эталонная кривая доходности (более 10 лет) и регулярный выпуск обязательств в ключевых сегментах по срокам погашения
Меры политики и практика			
5) Рыночное ценообразование			
Задача Оценить, действует ли в механизме эмиссии рыночное ценообразование.			
Основные вопросы Как определяются цены в механизме эмиссии?			
Контрольные показатели			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Цены определяются эмитентом.	Аукционы и (или) синдицированные размещения часто проводятся не по рыночным ценам.	Аукционы и (или) синдицированные размещения обычно проводятся по рыночным ценам.	Аукционы и (или) синдицированные размещения всегда проводятся по рыночным ценам.
6) Рыночные механизмы размещения			
Задача Оценить, используется ли при эмиссии рыночный механизм размещения.			
Основные вопросы Какой механизм размещения ценных бумаг является преобладающим?			
Контрольные показатели			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
Менее 20 процентов ценных бумаг выпускаются через аукционы и (или) синдицированное размещение.	20–50 процентов ценных бумаг выпускаются через синдицированное размещение и (или) аукционы, а остальные — другими способами.	50–80 процентов ценных бумаг выпускаются через синдицированное размещение и (или) аукционы, причем синдицированное размещение используется для новых инструментов или облигаций с очень продолжительным сроком.	Не менее 80 процентов ценных бумаг выпускаются через аукционы и синдицированное размещение, причем синдицированное размещение используется для новых инструментов или облигаций с очень продолжительным сроком.
7) Предсказуемость и прозрачность эмиссии			
Задача Оценить предсказуемость эмиссии, которая отражается, например, в степени подробности информации, приводимой в календаре эмиссии, консультациях с рынком и сроках объявления аукционов.			
Основные вопросы			
(1) Публикуется ли ежегодный план заимствований, раскрывающий валовую годовую потребность государства в заемных средствах, а также объем внутренних рыночных заимствований на предстоящий финансовый год? (да/нет)			
(2) Публикуется ли план эмиссии заблаговременно, по крайней мере ежемесячно или ежеквартально? (да/нет)			
(3) Раскрывается ли в составе плана эмиссии информация о совокупном объеме подлежащих выпуску инструментов? (да/нет)			
(4) Раскрывается ли в составе плана эмиссии информация о совокупных объемах по отдельным срокам погашения? (да/нет)			
(5) Проводятся ли консультации с рынком при подготовке плана эмиссии? (да/нет)			
(6) Близко ли соответствует фактическая эмиссия плану эмиссии? (да/нет)			
(7) Имеются ли прозрачные, четкие и последовательно применяемые правила проведения торгов, касающиеся критериев допуска к участию, метода распределения, обращения с сильно отклоняющимися от общей массы заявками, а также того, может ли изменяться величина аукциона и в каких случаях? (да/нет)			
(8) Объявляется ли подробная информация об аукционе по конкретному выпуску не позднее чем за два рабочих дня до выпуска? (да/нет)			
Контрольные показатели По восьми вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих восьми оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–2	3–4	5–6	7–8

(продолжение)

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для первичного рынка (продолжение)

8) Прогнозы движения кассовых средств органов государственного управления			
<p>Задача Оценить, насколько хорошо организовано управление кассовыми средствами государства для поддержки предсказуемого и прозрачного выпуска внутреннего рыночного долга.</p> <p>Основные вопросы Имеются ли достаточно надежные совокупные прогнозы кассовых потоков и остатков органов государственного управления?⁴</p> <p>(1) Ежемесячные прогнозы на предстоящий месяц (да/нет) (2) Еженедельные прогнозы на предстоящий месяц (да/нет) (3) Ежедневные прогнозы на предстоящий месяц (да/нет) (4) Ежеквартальный прогноз на предстоящий квартал (да/нет) (5) Ежемесячный прогноз на предстоящий квартал (да/нет) (6) Еженедельный прогноз на предстоящий квартал (да/нет)</p> <p>Контрольные показатели По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–2	3–4	5	6
9) Прозрачность результатов аукционов			
<p>Задача Оценить степень прозрачности результатов аукциона.</p> <p>Основные вопросы</p> <p>(1) Объявляются ли результаты аукциона в течение одного часа в тот же рабочий день? (да/нет) (2) Представляется ли информация о суммах заявок и принятых суммах? (да/нет) (3) Представляется ли информация о цене отсечения и средней цене (доходности) принятых заявок? (да/нет) (4) Указываются ли максимальные и минимальные цены (доходность) принятых заявок? (да/нет)</p> <p>Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1–2	3	4
10) Прозрачность информационного взаимодействия между официальными органами и участниками рынка			
<p>Задача Оценить уровень прозрачности и коммуникации между официальными органами и участниками рынка, которые снижают неопределенность для инвесторов и тем самым увеличивают их участие в работе первичного и вторичного рынка.</p> <p>Основные вопросы</p> <p>(1) Готовится ли и обновляется ли ежегодно информация о стратегии привлечения заемных средств и основах управления рисками? (да/нет) (2) Ведут ли официальные органы регулярное общение с участниками рынка по вопросам стратегии привлечения заемных средств, рыночных предпочтений и условий на рынке? (да/нет) (3) Осуществляется ли ежемесячная публикация информации за текущий год о государственных финансах, долговом портфеле и деятельности на первичном рынке? (да/нет)</p> <p>Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3
11) Фрагментация рынка			
<p>Задача Оценить консолидацию и стандартизацию выпуска рыночных ценных бумаг.</p> <p>Основные вопросы</p> <p>(1) Осуществляется ли выпуск ценных бумаг центрального правительства и ценных бумаг, гарантированных центральным правительством, в рамках согласованной основы? (да/нет) (2) Избегают ли центральное правительство и центральный банк выпуска ценных бумаг с одинаковыми сроками? (да/нет) (3) Избегает ли центральное правительство выпуска нерыночных ценных бумаг для целей финансирования? (да/нет)</p> <p>Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3

(продолжение)

Основа для первичного рынка (окончание)

12) Эталонные облигации			
Задача Оценить политику создания эталонных облигаций.			
Основные вопросы			
(1) Существует ли политика формирования эталонных облигаций? (да/нет)			
(2) Проводится ли регулярное повторное открытие выпусков ценных бумаг, эмитированных в эталонных сегментах по срокам погашения? (да/нет)			
(3) Составляют ли эталонные облигации более 50 процентов валового выпуска рыночных облигаций в национальной валюте? (да/нет)			
(4) Существует ли целевой показатель для объема эталонных облигаций по основным срокам погашения? (да/нет)			
(5) Достаточно ли велик объем облигаций по ключевым срокам для формирования кривой доходности вторичного рынка? (да/нет)			
(6) Проводятся ли как минимум ежегодные консультации с рынком по определению эталонных облигаций? (да/нет)			
Контрольные показатели По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2–3	4–5	6
13) Управление кассовыми средствами и долгом			
Задача Оценить, имеются ли инструменты, меры политики и потенциал для управления кассовыми средствами и долгом, чтобы управлять рисками пролонгации, в том числе связанными с использованием эталонных облигаций.			
Основные вопросы			
(1) Используют ли официальные органы инструменты управления кассовыми средствами для покрытия краткосрочного дефицита кассовых средств? (да/нет)			
(2) Разрешено ли предварительное финансирование и сохранение поступлений для решения задач, связанных с погашением обязательств в ближайшей перспективе? (да/нет)			
(3) Имеют ли официальные органы действенную политику управления кассовыми средствами и потенциал для управления рисками пролонгации, связанными с использованием эталонных облигаций? (да/нет)			
(4) Имеются ли кассовые буферные резервы на случай непредвиденных потребностей в ликвидности? (да/нет)			
(5) Проводят ли официальные органы операции по управлению обязательствами (например, выкуп или операции «свитч»)? (да/нет)			
Контрольные показатели По пяти вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих пяти оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2–3	4	5

¹Для стран, не имеющих национальной валюты, для целей данного показателя в качестве национальной валюты может рассматриваться используемая иностранная валюта.

²В данном случае под сроком погашения понимается остаточный срок погашения, а не первоначальный срок погашения. В случае широкого использования бюджетного финансирования со стороны центрального банка среднее время до погашения может не отражать возможности государства выпускать долгосрочные долговые обязательства. Скорректированное среднее время до погашения учитывает срок погашения долговых обязательств центрального банка по финансированию покупок государственных ценных бумаг.

³Согласно статистике долговых ценных бумаг БМР, все страны (30 стран) сообщили о том, что среднее время до погашения (среднее значение за 2014–2018 годы) составляет более трех лет, а 25 стран — о том, что среднее время до погашения составляет более пяти лет.

⁴Согласно инструменту оценки показателей управления долгом, определение прогнозирования кассовых потоков и управления кассовыми остатками DPI-11.1.

Структурный блок 3. Вторичный рынок

Вторичный рынок предоставляет участникам рынка экономически эффективную и безопасную платформу для торговли ценными бумагами на справедливой и прозрачной основе. Структура рынка должна включать достаточное количество посредников, которые проводят операции со значимыми объемами государственных ценных бумаг по стандартным ценам и в согласованное время. Они должны предоставлять оптовым инвесторам несколько вариантов покупки и продажи ценных бумаг в короткие сроки и с разумными затратами. В более широком смысле вторичный рынок обеспечивает ликвидность государственных ценных бумаг, что приводит к трансформации сроков, позволяя инвесторам держать инструменты с более длительным сроком погашения, чем срок погашения их обязательств, исходя из допущения о доступности ликвидности на вторичном рынке. Вторичный рынок также служит ценовым ориентиром для суверенного заемщика, способствуя выявлению цен, показывающих стоимость его новых заимствований, а также для несуверенных заемщиков. Как правило, зрелая стадия развития РОНВ в обычных условиях характеризуется здоровой активностью вторичного рынка по всей кривой доходности.

Индикатор результатов

Ликвидность и емкость рынка

Ликвидность и емкость рынка обеспечивают надежное обнаружение цен. Ликвидность рынка может измеряться коэффициентом оборота, средней величиной операций и спредами между ценой спроса и предложения. Рынок облигаций считается ликвидным, если на вторичном рынке могут заключаться сделки с облигациями достаточного размера (для измерения используется коэффициент оборота государственных ценных бумаг). Рынок считается емким, если он характеризуется наличием значительного количества поручений с узкими спредами, а крупные сделки (на покупку и продажу) оказывают ограниченное влияние на рыночные цены. На емких рынках сделки могут заключаться с низкими затратами и узкими спредами между ценой спроса и предложения²⁹. Вторичные рынки, находящиеся на зрелых стадиях развития, как правило, имеют высокие коэффициенты оборота, большие размеры сделок, узкие спреды между ценой спроса и предложения и инструменты, с которыми проводятся операции по всей кривой доходности.

²⁹Узкие спреды между ценой спроса и предложения означают наличие очень небольшой разницы между самой высокой ценой, которую готов заплатить покупатель, и самой низкой ценой, на которую готов согласиться продавец, что в основном объясняется высокой ликвидностью и крупными объемами торгов, вследствие чего имеет место сильная ценовая конкуренция как на стороне покупателей, так и на стороне продавцов.

Индикаторы мер политики

Прозрачность до и после проведения операций

Прозрачность рынка, касающаяся котировок цен и рыночных операций, повышает ликвидность вторичного рынка. Прозрачность может измеряться доступностью информации до и после совершения операций. На зрелых стадиях развития рынка котировки исполнимых цен до проведения сделок и информация о ценах и объемах после проведения сделок доступны последовательно и своевременно.

Обязанности по поддержанию рынка

Для повышения ликвидности вторичного рынка в странах с относительно развитой финансовой системой может вводиться система первичных дилеров (ПД)³⁰. Важно подчеркнуть, что система ПД не является обязательным предварительным условием для функционирования ликвидного вторичного рынка. Ликвидные вторичные рынки могут развиваться без системы ПД, в то время как вторичные рынки могут оставаться неликвидными при существовании неэффективной или преждевременно созданной системы ПД. Тем не менее, при выполнении предварительных условий для введения системы ПД тщательно разработанная система ПД может способствовать повышению ликвидности вторичного рынка. Основные обязательства ПД включают предоставление двусторонних котировок в течение определенного количества часов в день в рамках заранее установленного спреда и с соответствующим объемом торгов³¹. Хотя обязательство по двусторонним котировкам обычно основывается на твердых ценах, могут использоваться индикативные котировки для предоставления ПД гибкости на начальном этапе, когда процесс выявления цен еще только развивается. Еще одним обязательством может быть минимальный уровень торгового оборота за определенный период. ПД должны проходить регулярную оценку, и не справляющиеся с работой дилеры потенциально могут заменяться новыми участниками системы ПД³².

Привилегии маркет-мейкеров

Привилегии, предоставляемые ПД, обычно включают эксклюзивный доступ к аукционам и операциям по управлению обязательствами,

³⁰В настоящей методической справке система ПД, поддержание рынка и работа маркет-мейкеров рассматриваются как взаимозаменяемые понятия.

³¹Двусторонние котировки обычно являются обязательными для эталонных облигаций недавнего выпуска и могут быть распространены на другие облигации при наличии у ПД рыночного потенциала.

³²Более подробное обсуждение систем ПД см. в приложении 5.

доступ к неконкурсным аукционам на первичном рынке, а также доступ к механизмам предоставления в ссуду ценных бумаг и кассовых средств. На ранних этапах развития системы ПД им могут предоставляться особые привилегии, такие как доступ к кредитным линиям центрального банка, но при этом следует заботиться о том, чтобы такие договоренности не противоречили целям развития рынка или управления денежной сферой и долгом. Привилегии ПД должны быть соразмерны их обязательствам, чтобы поддерживать стимулы к участию в системе ПД.

Среда проведения операций

Благоприятная среда проведения операций способствует повышению эффективности операций на вторичном рынке. Помимо рынка РЕПО, рынок производных процентных инструментов (процентных свопов и процентных фьючерсов) и возможность короткой продажи ценных бумаг помогают дилерам управлять рисками, связанными с деятельностью по поддержанию рынка³³. Платформы электронной торговли также способствуют повышению прозрачности рынка и укрепляют надзор за операциями с ценными бумагами. Условия, рассматриваемые в рамках других структурных блоков, также влияют на вторичные рынки³⁴.

³³Рынок производных процентных инструментов также позволяет инвесторам корректировать свою подверженность процентным рискам с небольшими затратами, укрепляя их потенциал инвестирования в долгосрочные облигации. Хотя короткие продажи обеспечивают ликвидность и принципиально важны для дилеров в целях управления рисками, иногда они могут усиливать изменчивость, особенно на менее ликвидных рынках. Короткие продажи делятся на «покрытые» и «голые» короткие продажи. Покрытые короткие продажи имеют место, когда производится покупка или получение в заем государственных ценных бумаг в точно таком количестве, которое требуется для покрытия короткой позиции. Кроме того, альтернативой покрытию коротких продаж может быть механизм предоставления ценных бумаг в ссуду. Голые короткие продажи имеют место, когда государственные ценные бумаги продаются без предварительного получения ценных бумаг в ссуду или без обеспечения возможности их получения в ссуду. Как правило, для целей маркет-мейкинга разрешаются покрытые короткие продажи, в то время как голые короткие продажи менее распространены.

³⁴Надлежащая основа проведения операций на вторичном рынке требует присутствия инвесторов с различными инвестиционными профилями, в частности инвесторов, не являющихся покупателями инструментов для их последующего хранения. Необходимые условия включают эффективную инфраструктуру финансового рынка, режим регулирования, налоговую систему и бездокументарные государственные ценные бумаги. На более зрелых стадиях развития качество работы маркет-мейкеров повышается за счет механизмов предоставления ценных бумаг в ссуду.

Основа для вторичного рынка

Результат			
1) Ликвидность и емкость рынка			
Задача Оценка способности инвесторов исполнять поручения на покупку и продажу на вторичном рынке экономически эффективно, своевременно и с ограниченным влиянием на цену ценной бумаги.			
Основные вопросы			
(1) Достаточны ли размеры сделок и объемы торгов по основным срокам для удовлетворения спроса банков на покупку и продажу? (да/нет)			
(2) Достаточны ли размеры сделок и объемы торгов по основным срокам для удовлетворения спроса небанковских институциональных инвесторов на покупку и продажу? (да/нет)			
(3) Осуществляются ли операции с ценными бумагами по всей кривой доходности? (да/нет)			
Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3
Дополнительные индикаторы			
Основные вопросы			
4) Каков коэффициент дневного оборота на рынке государственных ценных бумаг?			
Диапазон 1	Диапазон 2	Диапазон 3	Диапазон 4
—	Меньше 0,5 процента	0,5–1,0 процента	Больше 1,0 процента
5) Каков средний спред между ценой спроса и предложения для 10-летних эталонных облигаций недавнего выпуска (относительно доходности)? ¹			
Диапазон 1	Диапазон 2	Диапазон 3	Диапазон 4
Спред отсутствует или превышает 100 базисных пунктов	100–20 базисных пунктов	20–5 базисных пунктов	Менее 5 базисных пунктов
Контрольные показатели По вопросам 4) и 5) страны оцениваются по шкале от 1 до 4. Сумма этих двух оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
2	3–4	5–6	7–8
Меры политики/практика			
2) Прозрачность до торгов			
Задача Оценить, доступна ли отчетность по показателям до торгов на вторичном рынке.			
Основные вопросы			
(1) Доступны ли обычно ли цены на ценные бумаги по требованию? (да/нет)			
(2) Котируются ли ежедневно участниками рынка индикативные цены на государственные ценные бумаги? (да/нет)			
(3) Котируются ли ежедневно участниками рынка твердые цены на эталонные ценные бумаги недавнего выпуска? (да/нет)			
Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3
3) Прозрачность после торгов			
Задача Оценить степень прозрачности отчетности, связанной с торгами на вторичном рынке.			
Основные вопросы			
(1) Предоставляется ли ежедневно в открытом доступе информация о ценах и объемах торгов по отдельным ценным бумагам? (да/нет)			
(2) Представляются ли ежедневно в официальных источниках или поставщиками цен регулярные ссылки на различные точки кривой доходности вторичного рынка? (да/нет)			
(3) Имеются ли в открытом доступе модель и методология построения модели кривой доходности? (да/нет)			
Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3

(продолжение)

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для вторичного рынка (продолжение)

4) Обязанности маркет-мейкеров			
Задача Оценить, способствует ли основа, на которую опираются обязанности маркет-мейкеров, расширению активности на вторичном рынке государственных ценных бумаг.			
Основные вопросы			
(1) Соразмерны ли обязанности маркет-мейкеров ситуации на вторичном рынке? (да/нет)			
(2) Обязаны ли маркет-мейкеры предоставлять двусторонние котировки в пределах разумно узкого спреда? (да/нет)			
(3) Обязаны ли маркет-мейкеры предоставлять двусторонние котировки на определенный минимальный объем ценных бумаг? (да/нет)			
(4) Обязаны ли маркет-мейкеры предоставлять двусторонние котировки в течение определенного минимального количества часов в день? (да/нет)			
(5) Обязаны ли маркет-мейкеры предоставлять твердые котировки? (да/нет)			
(6) Обязаны ли маркет-мейкеры обеспечивать определенный минимальный оборот торгов? (да/нет)			
Контрольные показатели По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2–3	4–5	6
5) Привилегии маркет-мейкеров			
Задача Оценить, способствует ли основа, на которую опираются привилегии маркет-мейкеров, расширению активности на вторичном рынке государственных ценных бумаг.			
Основные вопросы			
(1) Установлены ли привилегии и обязанности маркет-мейкеров так, чтобы они были сбалансированными? (да/нет)			
(2) Вознаграждается ли работа маркет-мейкеров официальными органами в форме доступа к государственным ценным бумагам или операциям по управлению долгом? (да/нет)			
(3) Предоставляется ли официальными органами маркет-мейкерам эксклюзивный доступ к механизмам РЕПО или предоставления ценных бумаг в ссуду? (да/нет)			
Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3
6) Среда проведения операций			
Задача Оценить, насколько благоприятствующей является среда для операций на вторичном рынке.			
Основные вопросы			
(1) Существует ли электронная платформа проведения операций, позволяющая дилерам беспрепятственно представлять друг для друга котировки цен? (да/нет)			
(2) Разрешены ли короткие продажи государственных ценных бумаг для целей маркет-мейкинга? (да/нет)			
(3) Доступны ли инструменты хеджирования (т.е. процентные свопы и фьючерсы на процентные ставки)? (да/нет)			
(4) Доступны ли инструменты хеджирования (т.е. процентные свопы и фьючерсы на процентные ставки) с достаточной ликвидностью? (да/нет)			
Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2	3	4

¹Этот дополнительный индикатор следует рассматривать как допускающий значительную погрешность. Из-за ограниченности данных в этом индикаторе не учитывается размер отдельных операций, который может существенно влиять на уровень спредов между ценой спроса и предложения. Выборка стран, по которым имеются данные, также ограничена только странами с развитой экономикой и некоторыми странами с формирующимся рынком.

Структурный блок 4. База инвесторов

Емкая и диверсифицированная база инвесторов обеспечивает спрос на государственные ценные бумаги, укрепляя стойкость рынка в периоды рыночной напряженности. Формирование разнообразной базы инвесторов, включающей агентов с различными инвестиционными горизонтами и предпочтениями в отношении риска и доходности, особенно институциональных инвесторов, позволяет государству распределять риски в своем долговом портфеле и способствует удлинению кривой доходности. Абсолютный размер внутреннего финансового сектора в значительной степени определяет внутреннюю поглотительную емкость для государственных облигаций, а структура финансового сектора может оказывать существенное влияние на ликвидность рынка.

Индикаторы результатов

Участники рынка

База инвесторов существенно влияет на темпы и степень развития денежного рынка, первичного рынка и вторичного рынка. Коммерческие банки обычно играют важную роль в развивающихся странах, как правило, в качестве основных инвесторов в государственные облигации и посредников в операциях с государственными облигациями. Размер банковского сектора относительно величины экономики в целом определяет его поглотительную емкость для государственных ценных бумаг. Структура банковского сектора оказывает большое влияние на операции купли-продажи на денежном и вторичном рынках, и высокая концентрация банковского сектора может подрывать стимулы банков к ведению таких операций³⁵. Небанковские инвесторы привносят на рынок государственных облигаций различные иные предпочтения в отношении риска и доходности и инвестиционные горизонты по сравнению с различными предпочтениями в отношении риска и доходности и инвестиционными горизонтами коммерческих банков. Как правило, пенсионные фонды и страховые компании предпочитают более долгосрочные активы, чтобы добиваться их соответствия своим более долгосрочным обязательствам, что во многом определяет способность государства выпускать более долгосрочные ценные бумаги и тем самым способствует удлинению кривой доходности. Между тем, взаимные фонды денежного рынка обычно предпочитают ценные бумаги с более коротким сроком погашения. Хеджевые фонды также

³⁵Банки склонны торговать ценными бумагами для управления ликвидностью, что способствует росту активности на вторичном рынке. Высокая концентрация банковского сектора, как правило, становится сдерживающим ограничением для рыночной ликвидности в развивающихся странах с небольшой банковской системой, хотя это не всегда так в случае стран с крупной финансовой системой.

являются важными участниками на некоторых рынках государственных облигаций, хотя эти посредники обычно появляются на более поздней стадии развития; они способствуют повышению ликвидности рынка за счет своего более активного проведения операций купли-продажи. Развитая база инвесторов будет включать широкий и разнообразный спектр банковских и небанковских участников.

Управление взаимоотношениями с инвесторами

Для укрепления базы инвесторов полезно активное управление отношениями с инвесторами³⁶. Понимание профиля предпочтений основных инвесторов в отношении риска и доходности и их ограничений обеспечивает надежную основу для достижения соответствия выпусков потенциальному спросу и в обычных условиях помогает снизить стоимость финансирования. Это также помогает органам государственного управления поддерживать доступ к рынку в периоды напряженности. На развитых рынках имеет место взаимовыгодная двусторонняя коммуникация между официальными органами и участниками рынка.

Внутренние институциональные инвесторы

Приоритетной задачей для многих стран является диверсификация базы инвесторов. Налоговая, бухгалтерская и нормативная базы должны соответствовать задаче развития базы институциональных инвесторов (подробнее см. в разделе о структурном блоке 6). Программы коллективного инвестирования (ПКИ; например, инвестиционные фонды) позволяют стимулировать участие розничных инвесторов, избегая при этом широкого использования специализированных продуктов, которое может вести к фрагментации рынка. Реформы государственного пенсионного обеспечения могут способствовать увеличению национальных сбережений, хотя при разработке таких реформ следует принимать во внимание более широкий круг аспектов. Рынки, находящиеся на зрелой стадии развития, обычно имеют благоприятные условия с точки зрения мер политики для развития внутренних институциональных инвесторов.

Прямое финансирование со стороны центрального банка

Кредитование государства центральным банком вредит развитию РОНВ³⁷. Есть несколько устоявшихся подходов, препятствующих эмиссионному

³⁶Более подробную информацию см. в работе Knight and Northfield (2020).

³⁷Некоторые центральные банки стран с формирующейся экономикой и развивающихся стран в месяцы, последовавшие за периодом волатильности рынка в марте 2020 года, и ввиду увеличения бюджетных потребностей в связи с пандемией различными способами способствовали финансированию органов государственного управления. Центральные банки, обладавшие более значительным кредитом доверия в сфере мер политики, имели наибольшие возможности для выполнения этой роли, хотя большинство участников рынка ожидают, что эти меры будут носить лишь временный характер.

финансированию: законодательный запрет на все формы эмиссионного финансирования, законодательное установление ограничений по целям и срокам для временных кассовых авансов, законодательный запрет на участие центрального банка в операциях на первичном рынке³⁸ и раскрытие информации об авуарах центрального банка в форме государственных ценных бумаг. Эмиссионное финансирование, как правило, возникает, когда потребности в финансировании за счет государственных облигаций превышают потенциал внутренних и иностранных инвесторов по их поглощению. Помимо искажения процесса установления цен (и процесса развития вторичного рынка), эмиссионное финансирование оказывает неблагоприятное влияние на инфляцию и внешнюю позицию, а также подрывает доверие инвесторов к государству. При наличии более развитых рынков для финансирования государства не используется эмиссионное финансирование со стороны центрального банка.

Иностранные инвесторы

Участие инвесторов-нерезидентов может расширять базу инвесторов, но оно должно быть предметом тщательного мониторинга, и для него должны быть установлены надежные защитные механизмы. Инвесторы-нерезиденты привносят на РОНВ различные инвестиционные цели, часто повышая ликвидность вторичного рынка, однако они более чувствительны к глобальным рыночным условиям и могут усиливать волатильность рынка. Официальным органам необходимо взвешивать компромиссные решения, связанные с участием инвесторов-нерезидентов на внутреннем рынке государственных облигаций. Инвесторы-нерезиденты обычно вкладывают средства на более зрелых или крупных рынках, поскольку им обычно требуется достаточная ликвидность рынка, инструменты хеджирования, благоприятные для инвесторов административные процедуры в отношении валютных операций и предсказуемая налоговая система (подробнее см. в разделе о структурном блоке 6)³⁹. Кроме того, включение внутренних облигаций в глобальные индексы свидетельствует о том, что рынок хорошо развит и привлекателен для иностранных инвесторов.

Инвесторы, приобретающие инструменты для их хранения

Наличие базы инвесторов, приобретающих инструменты для их хранения, влечет за собой важные компромиссные решения для развития рынка. Сильное присутствие институциональных инвесторов (например, пенсионных фондов и страховых компаний), приобретающих инструменты для их хранения в своем портфеле, может служить надежным источником

³⁸Такие законодательные запреты или ограничения обычно включаются в основной закон о центральном банке.

³⁹Страны, не удовлетворяющие этим условиям, обычно выпускают международные облигации, выраженные в одной из мировых резервных валют, на международном рынке капитала.

финансирования долгосрочных инвестиций, способствуя тем самым повышению стойкости рынка долговых обязательств. Однако чрезмерная опора на инвесторов, приобретающих инструменты для их хранения, особенно на зависимых инвесторов, может серьезно ограничить активность на вторичном рынке и негативно сказываться на дальнейшей диверсификации базы инвесторов. Хотя следование стратегиям приобретения для хранения может быть обусловлено несколькими различными факторами, в том числе структурными⁴⁰, важную роль могут играть нормативно-правовые основы (то есть налоговые, бухгалтерские и банковские нормы регулирования и регулирование деятельности финансовых организаций). Примерами таких аспектов являются неблагоприятный налоговый режим в отношении вторичных продаж (например, в отношении доходов, связанных с начисленными процентами), налоги у источника для институциональных инвесторов и налоги на сделки, непрозрачность правил стоимостной оценки и применение справочных ставок для оценки в привязке к рынку, которые четко не определены в нормативной базе⁴¹. Чрезмерно высокие нормативы ликвидности для банков и инвестиционные требования для пенсионных фондов и страховых компаний также могут стимулировать поведение, имеющее форму покупки для хранения⁴². Рынки, находящиеся на зрелых стадиях развития, как правило, имеют условия, смягчающие поведение, направленное на покупку для хранения.

⁴⁰Например, недостаточная развитость или высокая концентрация банковского сектора подрывают стимулы банков к проведению операций купли-продажи.

⁴¹Налоговая система должна быть справедливой и в целом нейтральной по отношению ко всем типам инвесторов (подробнее см. в разделе о структурном блоке б). Нейтральный налоговый режим для всех типов финансовых организаций требует отмены двойного налогообложения сбережений во взаимных фондах, пенсионных фондах и в программах страхования жизни. Аналогичным образом, инвесторы, вкладывающие средства через инвестиционные фонды, взаимные фонды и пенсионные фонды, не должны оказываться в худшем положении, чем если бы они инвестировали напрямую. Часто решающее значение имеет упрощение налогового режима в отношении государственных ценных бумаг, включая отмену гербовых сборов, преференциального режима для различных типов инвесторов и налогов на сделки. Правила бухгалтерского учета и стоимостной оценки сильно связаны с налоговой системой, поскольку, например, операции РЕПО могут вести к возникновению расчетной прибыли от прироста стоимости. Правила стоимостной оценки в привязке к рынку и использование портфелей инструментов, готовых для продажи, особенно важны для создания надлежащей структуры регулирования, позволяющей развивать вторичный рынок, поскольку невозможность для инвесторов продать свои активы на рынке может служить для них отрицательным стимулом к хранению среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг.

⁴²Нормативы ликвидности для банков и инвестиционные требования для пенсионных фондов и страховых компаний могут создавать искусственно стабильный спрос на государственные облигации. Когда эти требования устанавливаются на высоком уровне с учетом пруденциальных аспектов, возникает модель инвестирования с хранением инструментов до погашения, поскольку зависимые инвесторы могут продать свои активы на вторичном рынке только с убытком. Организации государственного сектора могут демонстрировать аналогичное инвестиционное поведение, что подрывает функцию естественного установления цен на рынках и препятствует развитию вторичного рынка.

Основа для базы инвесторов

Результаты			
1) Участники рынка			
Задача			
Оценить, поддерживает ли база инвесторов развитие рынка облигаций в национальной валюте.			
Основные вопросы			
(1) Является ли банковский сектор достаточно емким и диверсифицированным для формирования краткосрочной кривой доходности? (да/нет)			
(2) Является ли банковский сектор достаточно емким и диверсифицированным для развития рынка РЕПО? (да/нет)			
(3) Достаточно ли емкой является база инвесторов для удовлетворения потребностей государства в финансировании? (да/нет)			
(4) Достаточно ли развит небанковский сектор, чтобы благодаря ему удлинились сроки погашения государственных ценных бумаг? (да/нет)			
(5) Является ли банковский сектор достаточно емким и диверсифицированным для поддержки функционирования вторичного рынка? (да/нет)			
(6) Присутствует ли значительное количество инвесторов, не являющихся покупателями инструментов для их хранения? (да/нет)			
Контрольные показатели			
По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2-3	4-5	6
Дополнительный индикатор (1)-1. Емкость и степень диверсификации банковского сектора			
Задача			
Оценить емкость и степень диверсификации банковского сектора.			
Основные вопросы			
(1) Каков размер совокупных активов банковского сектора относительно ВВП? (База данных: МФС)			
Диапазон 1	Диапазон 2	Диапазон 3	Диапазон 4
Меньше 50 процентов	50-75 процентов	75-100 процентов	Больше 100 процентов
(2) What is the share of top three banks in total assets of the banking sector? (database: World Bank Financial Structure database)			
Диапазон 1	Диапазон 2	Диапазон 3	Диапазон 4
Больше 90 процентов	75-90 процентов	50-75 процентов	Меньше 50 процентов
Контрольные показатели			
По этим двум вопросам страны получают оценки от 1 до 4. Сумма этих двух оценок определяет стадию развития. Пороговые значения для 1) и 2) основаны на распределении в базе данных стран с формирующимся рынком и стран с более низким уровнем дохода.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
2	3-4	5-6	7-8
Дополнительный индикатор (1)-2 Емкость и степень диверсификации небанковского сектора			
Задача			
Оценить емкость и степень диверсификации небанковского сектора.			
Основные вопросы			
1) Каков размер совокупных активов внутренних небанковских инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний и инвестиционных фондов) относительно ВВП? (База данных: МФС)			
Диапазон 1	Диапазон 2	Диапазон 3	Диапазон 4
Меньше 10 процентов	10-25 процентов	25-50 процентов	Больше 50 процентов
2) Какова доля внутренних небанковских инвесторов в авуарах в форме государственных облигаций? (База данных: IMF Sovereign Debt Investor Base for Emerging Markets)			
Диапазон 1	Диапазон 2	Диапазон 3	Диапазон 4
Меньше 10 процентов	10-25 процентов	25-40 процентов	Больше 40 процентов
Контрольные показатели			
По этим двум вопросам страны получают оценки от 1 до 4. Сумма этих двух оценок определяет стадию развития. Пороговые значения для 1) основаны на распределении в базе данных стран с формирующимся рынком и стран с более низким уровнем дохода. Пороговые значения для 2) основаны на результатах обследования.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
2	3-4	5-6	7-8

(продолжение)

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для базы инвесторов (продолжение)

Меры политики и практика			
2) Управление отношениями с инвесторами			
Задача Оценить практику коммуникации между официальными органами и участниками рынка.			
Основные вопросы			
(1) Имеется ли в составе государственных органов официальное подразделение, занимающееся связями с инвесторами? (да/нет) (2) Осуществляют ли официальные органы регулярное двустороннее взаимодействие с участниками рынка по вопросам их стратегий привлечения заемных средств и эмиссии, рыночных предпочтений и условий на рынке? (да/нет) (3) Обращаются ли официальные органы к более широкому кругу инвесторов через форумы инвесторов (например, ежегодные конференции инвесторов)? (да/нет) (4) Существует ли специальная веб-страница по управлению государственным долгом с полезным для инвесторов содержанием? (да/нет)			
Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2	3	4
3) Внутренние институциональные инвесторы			
Задача Оценить, поддерживает ли основа мер политики развитие внутренних институциональных инвесторов.			
Основные вопросы			
1) Соответствует ли налоговая, бухгалтерская и нормативная база задаче развития базы институциональных инвесторов (пенсионных фондов и/или страховых компаний) на рынке государственных ценных бумаг? (да/нет) 2) Существуют ли меры политики, направленные на укрепление каналов распределения для розничных инвесторов? (да/нет) 3) Существуют ли программы коллективных инвестиций с фиксированным доходом, активно вкладывающие средства в рынок государственных ценных бумаг? (да/нет) 4) Проводилась ли действенная политика по стимулированию национальных сбережений и созданию источника спроса на долгосрочные облигации (например, введение накопительных государственных пенсионных программ)? (да/нет)			
Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2	3	4
4) Эмиссионное финансирование со стороны центрального банка			
Задача Оценить, запрещено ли или ограничено ли надлежащим образом финансирование государства центральным банком.			
Основные вопросы			
1) Запрещено ли законодательством кредитование центральным банком органов государственного управления? (да/нет) 2) Если временные авансы государству разрешены, установлены ли для них надлежащие ограничения (например, количественные лимиты в размере 10-15 процентов предыдущих обычных бюджетных поступлений, начисление процентов по рыночным или директивным ставкам, использование для исключительных целей и в течение ограниченных сроков)? (да/нет) 3) Запрещено ли центральному банку участвовать в аукционах по продаже государственных ценных бумаг на первичном рынке? (да/нет) 4) Раскрывается ли ежемесячно информация об авуарах центрального банка в форме государственных ценных бумаг? (да/нет) 5) Способен ли центральный банк уменьшать свои запасы государственных ценных бумаг, продавая их на вторичном рынке или сворачивая эти позиции по наступлении срока их погашения? (да/нет)			
Контрольные показатели По пяти вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих пяти оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2-3	4	5

(продолжение)

Основа для базы инвесторов (окончание)

5) Иностранные инвесторы			
Задача			
Оценить, насколько операционная среда и основы мер политики, касающиеся внутреннего рынка облигаций, способствуют привлечению иностранных инвесторов (для стран, считающих увеличение объема иностранных инвестиций желательным, после рассмотрения выгод и рисков).			
Основные вопросы			
(1) Разрешено ли иностранным инвесторам вкладывать средства в государственные ценные бумаги без количественных ограничений? (да/нет) (2) Достаточно ли упорядочены административные процедуры для иностранных инвесторов (если они предусмотрены), связанные с валютными операциями? (да/нет) (3) Способствуют ли правила в отношении национальной валюты (например, кассовых остатков, овердрафтов и займов) иностранным инвестициям в государственные ценные бумаги? (да/нет) (4) Отменены ли взимаемые путем удержания налоги на процентные доходы и прирост стоимости капитала для иностранных инвесторов? (да/нет) (5) Могут ли иностранные инвесторы осуществлять расчеты по внутренним государственным ценным бумагам и быть их держателями на внутреннем рынке без открытия счетов в национальной валюте внутри страны? (да/нет) (6) Доступны ли рынки валютного хеджирования (валютные форвардные рынки) с достаточной емкостью и ликвидностью? (да/нет)			
Контрольные показатели			
По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2-3	4-5	6
6) Инвесторы, приобретающие инструменты для их хранения			
Задача			
Оценить, смягчает ли нормативно-правовая база влияние поведения инвесторов, характеризующегося покупкой инструментов для их последующего хранения.			
Основные вопросы			
(1) Является ли налоговая система нейтральной по отношению к операциям купли-продажи государственных ценных бумаг (то есть свободной от налогов у источника, налогов на сделки и пропорционального распределения купонных выплат)? (да/нет) (2) Существуют ли прозрачные правила учета/стоимостной оценки государственных облигаций, принадлежащих банкам и другим институциональным инвесторам? (да/нет) (3) Четко ли определены и доступны ли ежедневно справочные ставки для стоимостной оценки в привязке к рынку? (да/нет) (4) Позволяют ли нормативы ликвидности для банков и их применение избежать создания чрезмерных отрицательных стимулов для банков к проведению операций купли-продажи государственных ценных бумаг? (да/нет) (5) Могут ли пенсионные фонды и страховые компании управлять своими портфелями государственных облигаций без требований относительно минимальной величины авуаров? (да/нет)			
Контрольные показатели			
По пяти вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих пяти оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2-3	4	5

Структурный блок 5. Инфраструктура финансового рынка

Эффективная ИФР способствует бесперебойному потоку и урегулированию операций на денежном рынке, на первичном рынке и на вторичном рынке, укрепляет доверие инвесторов и стимулирует повышение темпов расширения рынка. Одним из основных факторов, определяющих величину системного риска, является состояние развития и функционирования инфраструктуры ответственного хранения и расчетов. В отсутствие надежной инфраструктуры расчетов по ценным бумагам рынок может быть подвержен значительным системным рискам. Таким образом, неспособность одной стороны произвести расчет по крупной сделке может привести к целой серии последующих сбоев.

Системы, применяемые для расчетов и клиринга по операциям на финансовых рынках, должны быть безопасными, экономически эффективными и удобными в использовании. Инфраструктура финансового рынка должна иметь четкую правовую основу, обеспечивать поставку против платежа (ППП), находиться под надзором регулирующих органов и обладать необходимым потенциалом для обработки объемов операций в рамках выбранного расчетного цикла. На зрелых стадиях развития ИФР может способствовать бесперебойному осуществлению операций для различных категорий инвесторов с высокой степенью уверенности и низкими затратами. В будущем новые финансовые технологии могут сыграть существенную роль в повышении эффективности и снижении рисков для эмитентов и участников рынка. Органам управления долгом важно следить за развитием этих технологий.

Индикаторы результатов деятельности

Технологические платформы ИФР

Электронные системы повышают эффективность и снижают риски. Основные системы ИФР включают системы эмиссии государственных ценных бумаг⁴³, реестры ценных бумаг, системы валовых расчетов в режиме реального времени (ВРРВ), центральные депозитарии ценных бумаг (ЦДЦБ) и системы расчетов по ценным бумагам. Решающее значение имеет взаимосвязанность основных систем. Современные системы поддерживают электронные платежи, быстрые и эффективные расчеты с низким уровнем риска для больших объемов операций, а также сквозную обработку данных между основными системами. Они повышают

⁴³Системы аукционов государственных ценных бумаг включены в число систем ИФР для целей оценки, поскольку для развивающихся стран обычной практикой становится приобретение интегрированных систем, включающих системы аукционов государственных ценных бумаг.

прозрачность рынка, способствуют мониторингу соблюдения требований по борьбе с отмыванием денег и создают возможность для установления трансграничных связей. На небольшом финансовом рынке частичное использование систем с работой вручную и электронных систем может быть более экономичным и эффективным решением. Необходима прагматичная оценка затрат и выгод, основанная на ограничениях, связанных с размером рынка.

Бездокументарные ценные бумаги

Бездокументарные ценные бумаги повышают безопасность активов и поддерживают эффективность расчетов⁴⁴. Владение бездокументарными ценными бумагами имеет форму кредитовых остатков на счетах ценных бумаг, и обычно они хранятся в виде электронных записей. Если бездокументарные ценные бумаги выпускаются в соответствии с надлежащим образом разработанной правовой основой, они надежно защищены и поддаются проверке, в отличие от физических ценных бумаг, которые требуется хранить в надежном месте, а в случае их потери или кражи трудно доказать право собственности. Бездокументарные ценные бумаги являются необходимым условием для создания эффективных систем клиринга и расчетов.

Риск клиринга и расчетов (для центрального депозитария ценных бумаг или клиринговой палаты центрального контрагента)

Система ИФР должна минимизировать риски контрагентов и рыночный риск во время клиринга и расчетов. Опираясь на законодательство, поддерживающее использование бездокументарных ценных бумаг, можно ограничить кредитный риск контрагента, если «окончателность» (то есть необратимый характер) переводов бездокументарных ценных бумаг и платежей по ним защищена законом, несмотря на законы о банкротстве и иное законодательство⁴⁵, и система ЦДЦБ поддерживает одновременную ППП по ценным бумагам. Кроме того, ЦДЦБ и клиринговая палата центрального контрагента (КПЦК) должны иметь электронную связь с системой ВРРВ центрального банка, чтобы способствовать проведению ППП с окончательным переводом ценных бумаг против окончательного денежного расчета в системе ВРРВ. КПЦК может дополнительно снизить риски контрагентов и рыночные риски, но это снижение риска зависит

⁴⁴Переход к бездокументарным государственным ценным бумагам — это отказ от выпуска в форме физических сертификатов в пользу электронных учетных записей в депозитарии.

⁴⁵Системные правила ИФР должны четко определять, в какой момент платеж и перевод ценных бумаг являются окончательными. Во многих странах требуются специальные законодательные положения для обеспечения того, чтобы эта окончательность не оказывалась под угрозой вследствие применения законодательства о несостоятельности и других законов.

от надежности и характера гарантии расчетов КПЦК, ее способности привлекать финансовые ресурсы и правовых возможностей обеспечивать осуществление расчета в случае невыполнения обязательств участником. Рыночный риск может сдерживаться за счет уменьшения времени между исполнением сделки и завершением расчета (например, проведение внутривневных операций в режиме реального времени и осуществление расчета в тот же день)⁴⁶. Чем чаще проводится внутривневной неттинг в рамках модели ППП 2 (DVP2) или модели 3 (DVP3), тем меньше подверженность рыночному риску, связанному с механизмом неттинга.

Управление системами ЦДЦБ и КПЦК и их политика доступа

Надежное управление и политика доступа укрепляют доверие к ИФР и их функциональность. Владелец и оператор ЦДЦБ и КПЦК должен иметь надежную репутацию; четко определенные роли и функции, включая юридический мандат на развитие системы, поддерживающей развитие РОНВ; финансовый потенциал для обеспечения функционирования и вложения средств в развитие системы, а также для преодоления неблагоприятных финансовых и коммерческих потрясений. Орган надзора должен обеспечивать подотчетность этих систем, и основа надзора и контроля может оцениваться относительно принципов для ИФР⁴⁷. Структура взимаемых сборов должна быть основана на возмещении затрат, так чтобы система могла развиваться в соответствии с общественными интересами. ЦДЦБ и КПЦК должны иметь справедливые и открытые критерии участия, которые защищают как их самих, так и участников. Их политика доступа должна быть согласована с законодательством и нормативными положениями финансового рынка, и она должна не препятствовать участию любых надежных финансовых организаций и инвесторов. Для диверсификации базы инвесторов также полезно наличие возможности прямого или косвенного членства в ЦДЦБ в удаленном режиме. Нерезиденты, вкладывающие средства через региональный или глобальный ЦДЦБ, могут иметь иной профиль риска и доходности, чем те, которые осуществляют вложения через внутренний ЦДЦБ. Владелец и оператор ЦДЦБ и КПЦК должны находиться под надзором и контролем регулирующих органов.

Сегментация рынка

Если существует несколько ЦДЦБ или КПЦК, требуется минимизировать сегментацию рынка. Основные проблемы включают следующее:

⁴⁶Риск сбоя в расчете по операции купли-продажи и повышения цены замены облигации.

⁴⁷Выпущены Комитетом по платежам и рыночным инфраструктурам и Международной организацией комиссий по ценным бумагам.

1) высокие затраты и неэффективность перевода ценных бумаг между системами, 2) различные правила доступа в разных системах и 3) различные модели расчетов (то есть BPPB [DVP1] или модели неттинга [DVP2 и DVP3]). Эти факторы приводят к дополнительным расходам и неэффективности, ограничивая потенциал развития вторичного рынка. Кроме того, эти факторы могут сделать нежизнеспособным рынок РЕПО, что произошло в некоторых странах.

Поддержка ликвидности в ИФР

ИФР должна предоставлять функциональную возможность использования обеспечения. Когда рынок и правовая основа уже существуют, ИФР должна позволять участникам закрывать свои позиции по государственным ценным бумагам, предлагая возможность внутридневного расчета с низким риском при прямой продаже, функциональную возможность внутридневных операций РЕПО и РЕПО до следующего операционного дня в соответствии с письменным генеральным соглашением по РЕПО, а также механизм предоставления обеспеченных внутридневных кредитов⁴⁸. Неэффективные ИФР могут повышать затраты на операции РЕПО относительно аналогичных необеспеченных межбанковских операций, подрывая потенциальное преимущество сделок РЕПО, заключающееся в минимизации рисков контрагентов.

Прозрачность (данных и информации)

ИФР должна обладать юридическими полномочиями и способностью собирать и публично обнародовать данные об операциях и категориях держателей ценных бумаг. Электронный реестр и ЦДЦБ могут извлекать информацию о проведении операций по ценным бумагам, типам ценных бумаг и авуарам ценных бумаг по секторам. Эта информация также может ежедневно публиковаться в электронном виде. Такая информация должна публиковаться в агрегированной форме либо операторами систем ЦДЦБ или КПЦК, либо официальными органами, что является основой для установления прозрачности на первичном рынке, вторичном рынке и денежном рынке. Также может публиковаться информация о категориях держателей государственных ценных бумаг.

⁴⁸ Внебиржевой рынок может предоставлять более оперативную ликвидность через сделки РЕПО и прямую продажу ценных бумаг. Следует отметить, что чистые расчеты в рамках DVP2 и DVP3 более эффективны, чем расчеты в системе DVP1, где для урегулирования индивидуальных валовых обязательств требуется больше кассовых средств и ценных бумаг, чем в случае взаимозачета объединяемых операций.

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для инфраструктуры финансовых рынков

Электронные платформы			
1) Технологические платформы инфраструктуры финансового рынка (основа систем ИФР)			
<p>Задача Оценить степень современности и эффективности систем ИФР (систем аукционов, платежей и расчетов).</p> <p>Основные вопросы</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) Используется ли система электронного аукциона для выпуска ценных бумаг на первичном рынке? (да/нет) (2) Существует ли единый электронный реестр или депозитарий для государственных ценных бумаг? (да/нет) (3) Работают ли коммерческие банки с электронной системой оптовых платежей? (да/нет) (4) Обеспечивает ли центральный банк работу современной электронной системы валовых расчетов в режиме реального времени (ВРРВ)? (да/нет) (5) Действует ли единая электронная система центрального депозитария ценных бумаг (ЦДЦБ) и (или) клиринговой палаты центрального контрагента (КПЦК) для расчетов по государственным ценным бумагам? (да/нет) (6) Существует ли электронный интерфейс между системой ВРРВ и ЦДЦБ и (или) КПЦК и системами проведения аукционов? (да/нет) <p>Контрольные показатели По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития. Примечание. В случае 5), если существует фрагментация рынка между двумя ЦДЦБ/КПЦК, рейтинг не должен быть выше стадии 2, если между двумя системами нет электронного интерфейса.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0, 1	2, 3	4, 5	6
Эффективность и низкий уровень риска ответственного хранения и расчетов			
2) Регистрация ценных бумаг			
<p>Задача Оценить, поддерживает ли инфраструктура бездокументарные государственные ценные бумаги и эффективную передачу ценных бумаг между участниками. (Примечание: ЦДЦБ может включать функцию ведения реестра государственных ценных бумаг).</p> <p>Основные вопросы</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) Какова процентная доля государственных ценных бумаг, выпускаемых в бездокументарной форме? (в процентах) (2) Какая процентная доля рыночных государственных ценных бумаг имеет международный идентификационный номер ценных бумаг (ISIN)/номер Комитета по единым процедурам идентификации ценных бумаг (CUSIP) (в процентах)? <p>Контрольные показатели</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
100 процентов государственных ценных бумаг являются физическими ценными бумагами или не зарегистрированы	Менее 60 процентов ценных бумаг имеют бездокументарную форму или обездвижены	Более 60 процентов государственных ценных бумаг имеют бездокументарную форму	100 процентов составляют бездокументарные ценные бумаги с присвоенным ISIN/ CUSIP ¹
3) Риск клиринга и расчетов (ЦДЦБ и процессы ИФР, проводимые вручную)			
<p>Задача Оценить эффективность факторов снижения рисков при проведении операций на вторичном рынке государственных облигаций (риска контрагента и рыночного риска), где ЦДЦБ является главным ЦДЦБ и системой расчетов по государственным ценным бумагам.</p> <p>Основные вопросы</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) Поддерживается ли бездокументарная форма ценных бумаг правовой основой? (да/нет) (2) Защищена ли законом окончательность платежа (часто определяемая в правилах системы ИФР)? (да/нет) (3) Защищена ли законом окончательность передачи ценных бумаг (часто определяемая в правилах системы ЦДЦБ)? (да/нет) (4) Поддерживает ли ЦДЦБ расчеты по принципу поставка против платежа (DVP1)? (да/нет) (5) Проводятся ли расчетные платежи через платежную систему ВРРВ центрального банка? (да/нет) (6) Поддерживает ли ЦДЦБ расчет в срок T+0 (день расчета плюс 1 день)? (да/нет) <p>Контрольные показатели По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2-3	4-5	6

(продолжение)

Основа для инфраструктуры финансовых рынков (продолжение)

4) Риск клиринга и расчетов (КПЦК)			
Задача			
Оценить эффективность факторов снижения рисков при проведении операций на вторичном рынке государственных облигаций (риска контрагента и рыночного риска), где КПЦК является главной КПЦК и системой расчетов по государственным ценным бумагам.			
Основные вопросы			
(1) Проводятся ли расчетные платежи через платежную систему ВРРВ центрального банка? (да/нет)			
(2) Гарантированы ли чистые расчеты DVP2, DVP3 (например, гарантийным фондом, членами, владельцами/операторами, другими)? (да/нет)			
(3) Проводилось ли стресс-тестирование размера гарантии? (да/нет)			
(4) Прозрачна ли процедура аннулирования схем взаимозачета по операциям с государственными ценными бумагами в случае дефолта? (да/нет)			
Контрольные показатели			
По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2	3	4
Устойчивость и условия функционирования ИФР			
5) Управление (системами ЦДЦБ и (или) КПЦК) и политика доступа			
Задача			
Оценить, насколько система управления и политика доступа ЦДЦБ и (или) ЦКП способствуют эффективности и снижению сопутствующих рисков на рынке государственных ценных бумаг. (Предполагается, что центральный банк является оператором системы ВРРВ.)			
Основные вопросы²			
(1) Определяется ли в правовой основе, кто может владеть и управлять ЦДЦБ, КПЦК или этими двумя структурами? (да/нет)			
(2) Имеет ли владелец (владельцы) ЦДЦБ и (или) КПЦК хорошую репутацию? ³ (да/нет)			
(3) Определяются ли в правовой основе роль и функции ЦДЦБ и (или) КПЦК (включая ее вспомогательные функции) для поддержания внебиржевого рынка и функций ответственного хранения и расчетов на рынках государственных облигаций? (да/нет)			
(4) Обладает ли владелец/оператор систем финансовой прочностью, чтобы поддерживать работу ЦДЦБ и (или) КПЦК? ⁴ (да/нет)			
(5) Основана ли плата на принципах некоммерческой деятельности/возмещения затрат? ⁵ (да/нет)			
(6) Есть ли надзор и контроль за деятельностью ЦДЦБ и (или) КПЦК, подкрепляемый правовой основой? (да/нет)			
(7) Обеспечивает ли надзорный орган подотчетность платежных систем, в том числе путем запроса периодических отчетов? (да/нет)			
(8) Открыты ли правила доступа к ИФР для надежных финансовых организаций, удовлетворяющих критериям для инвестирования в ценные бумаги за счет участия в ЦДЦБ и (или) КПЦК?			
(9) Разрешено ли иностранным инвесторам прямое и (или) косвенное удаленное членство в ЦДЦБ? (да/нет)			
Контрольные показатели			
По девяти вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих девяти оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-2	3-5	6-7	8-9
6) Сегментация рынка			
Задача			
Оценить степень сегментации рынка, на котором используется несколько ЦДЦБ и КПЦК. (Если существует только один ЦДЦБ или одна КПЦК, то достигается стадия 4.)			
Основные вопросы			
Если существует более одного ЦДЦБ и (или) более одной КПЦК, осуществляющих расчеты по государственным ценным бумагам:			
(1) Связаны ли несколько ЦДЦБ и (или) КПЦК электронными средствами для перевода ценных бумаг в тот же день или на следующий день? (да/нет)			
(2) Могут ли финансовые организации напрямую обращаться к нескольким системам? (да/нет)			
(3) Использует ли несколько систем одну и ту же модель расчетов? (да/нет)			
Контрольные показатели			
Страны оцениваются следующим образом.			
Если на вопрос 1) ответ «да», присваивается оценка 4. В противном случае присваивается оценка 1 (да) или 0 (нет) по трем вопросам 1)–3). Сумма этих оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3

(продолжение)

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для инфраструктуры финансовых рынков (окончание)

Рынки РЕПО			
7) Поддержка ликвидности в ИФР			
Задача Оценить услуги, предоставляемые ИФР, которые поддерживают ликвидность ценных бумаг и кассовую ликвидность.			
Основные вопросы⁶			
(1) Может ли операция осуществляться без обязательного предварительного внесения кассовых средств и (или) предварительной поставки ценных бумаг? (да/нет)			
(2) Поддерживает ли ЦДЦБ, КПЦК или обе стороны расчет в срок T+0? (да/нет)			
(3) Поддерживают ли система ВРРВ, ЦДЦБ и (или) КПЦК внутрисдневные операции РЕПО? (да/нет)			
(4) Поддерживают ли система ВРРВ, ЦДЦБ и (или) КПЦК расчеты по операциям РЕПО овернайт? (да/нет)			
(5) Поддерживает ли ЦДЦБ, КПЦК или обе стороны предоставление в залог ценных бумаг? (да/нет)			
(6) Сопоставимы ли затраты на проведение операций и расчетов по сделкам РЕПО с соответствующими затратами в случае необеспеченных операций? (да/нет)			
Контрольные показатели По шести вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих шести оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2–3	4–5	6
Прозрачность денежного, первичного и вторичного рынков			
8) Прозрачность (данные и информация)			
Задача Оценить, обладает ли ИФР юридическими полномочиями и возможностями для сбора и предоставления в общественный доступ данных о сделках и держателях ценных бумаг.			
Основные вопросы			
Имеет ли ИФР правовую основу и возможность собирать и предоставлять в общественный доступ (прямо или косвенно через официальные органы) совокупные данные об объемах и стоимости операций (по видам ценных бумаг и инструментов)?			
(1) Ежедневно (да/нет)			
(2) Еженедельно (да/нет)			
(3) Ежемесячно (да/нет)			
(4) Имеет ли ИФР правовую основу и возможность предоставлять в общественный доступ (прямо или косвенно через официальные органы) данные об авуарах в форме ценных бумаг по секторам? (да/нет)			
Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2	3	4

¹За исключением нерыночных ценных бумаг, выпущенных для центрального банка и других связанных с государством организаций.

²При проведении оценки требуется вынести заключение о репутации, целях и финансовом потенциале владельца системы. Достаточность капитала должна определяться на базе величины и обязательств ЦДЦБ. Капитал должен быть больше, если ЦДЦБ выступает в качестве КПЦК или предоставляет займы или кредиты участникам. Капитал КПЦК должен отражать его подверженность рискам, связанным с невыполнением контрагентами своих обязательств.

³Да, если это центральный банк, за исключением ситуации, когда были недавние очевидные случаи, которые дискредитируют центральный банк.

⁴Ответ «да», если это центральный банк, но он не столь очевиден в случае ЦДЦБ/КПЦК, которые на 100 процентов являются государственными учреждениями. Когда владельцами являются негосударственные структуры ИФР, капитал должен оцениваться с учетом характера и профиля риска их деятельности (например, включает ли ИФР инструменты участия в капитале? Имеет ли ИФР форму ЦДЦБ или КПЦК? Какие есть гарантии со стороны материнских организаций?).

⁵Возмещение затрат может включать разумную прибыль на капитал.

⁶Предполагается, что вместо механизма предоставления ценных бумаг в ссуду могут применяться соглашения РЕПО.

⁷Предварительное внесение кассовых средств, предварительная поставка ценных бумаг или сочетание этих требований снижают эффективность расчетов и ликвидность, а также увеличивают затраты на проведение операций купли-продажи и деятельность маркет-мейкеров. При этом они снижают риск расчетов.

Структурный блок 6. Нормативно-правовая база

Нормативно-правовая база страны влияет на структуру, функционирование и развитие РОНВ⁴⁹. Когда государство выступает в роли заемщика и эмитента ценных бумаг, законодательство и другие правовые инструменты (например, соглашение о фискальном агентстве между правительством и центральным банком) обеспечивают возможность государства осуществлять заимствования и предоставляют полномочия различным государственным структурам вести деятельность на этих рынках, включая ту роль, которую центральный банк берет на себя в качестве агента государства. На уровне посредников и инвесторов правила и нормативные положения определяют организацию первичного и вторичного рынков государственных ценных бумаг и влияют на роли различных типов участников рынка.

Как и в случае любого другого рынка ценных бумаг, нормативно-правовая база государственных ценных бумаг должна быть нацелена на поддержание справедливости, эффективности и прозрачности рынка⁵⁰. Для этого в основах должно определяться и обеспечиваться соблюдение справедливой торговой практики, наказание за отклонение от нее (например, за манипулирование рынком и инсайдерские операции), а также должна обеспечиваться защита инвесторов за счет надлежащих правил для депозитарных посредников, чтобы защитить средства инвесторов.

Достижение этих целей зависит от действенности обеспечения нормативно-правового соответствия. Обеспечение нормативно-правового соответствия зависит от надежности основ регулирования и надзора, общего качества работы органа регулирования и органа надзора, а также от величины ресурсов и степени независимости органа регулирования и органа надзора. Это может быть одним из основных затруднений, особенно для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Нормативно-правовая база для ИФР и ПКИ, а также налоговые вопросы должны рассматриваться вместе с соответствующим анализом по другим структурным блокам⁵¹.

⁴⁹Для целей данной оценки некоторые вопросы регулирования, которые сказываются на функционировании рынков капитала в более широком плане, здесь не рассматриваются (например, пруденциальные нормы, внутренние системы посредников для контроля рисков и правила ведения деятельности). Раскрытие существенной информации обсуждается в составе структурных блоков по первичному рынку и вторичному рынку (государство как суверенный эмитент освобождено от законодательных норм).

⁵⁰Принципы Международной организации комиссий по ценным бумагам устанавливают важные ориентиры для нормативно-правовой базы рынков ценных бумаг. Для более глубокой оценки по этим вопросам может быть полезен более тщательный анализ принципов.

⁵¹Правовые вопросы, связанные с окончательностью платежа и бездокументарными ценными бумагами, обсуждаются в составе структурного блока, в котором рассматриваются ИФР. В рамках структурного элемента «База инвесторов» рассматривается, как ПКИ способствуют развитию РОНВ.

Индикаторы мер политики

Полномочия на привлечение заемных средств⁵²

Деятельность государства по привлечению заемных средств требует правовой основы. В такой правовой основе должны разъясняться функции и обязанности органов управления долгом⁵³. Закрепление в законодательстве целей развития внутренних долговых рынков способствует усилиям по развитию этих рынков. Некоторые операции по управлению долгом (такие как операции по управлению обязательствами) могут требовать дополнительных законодательных положений, которые, например, должны предусматривать создание системы ПД. В идеале, в составе законодательства должна предусматриваться периодическая подготовка и публикация среднесрочной стратегии управления долгом, что должно способствовать координации деятельности между органами управления долгом и налогово-бюджетными и денежно-кредитными органами.

Регулирование рынка и обеспечение нормативно-правового соответствия

Регулирование рынка и обеспечение соблюдения нормативно-правового соответствия снижает риск недобросовестной практики ведения операций, такой как манипулирование рынком, опережающие сделки и стговор. Такая практика приводит к искажению процесса ценообразования на рынке государственных облигаций и подрывает доверие инвесторов. Нормы регулирования рынка должны подкрепляться надлежащим потенциалом правоприменения и квалификацией персонала для мониторинга торговой деятельности и обеспечения соблюдения правил поведения на рынке.

Защита инвесторов

Необходима защита прав инвесторов на ценные бумаги. Сегрегация и идентификация активов клиентов в книгах бухгалтерского учета депозитариев имеет жизненно важное значение для поддержания доверия инвесторов к рыночным посредникам. Такой порядок должен не позволять им использовать активы клиентов для собственных торговых операций или другой деятельности на базе самофинансирования без согласия клиента. Кроме того, он поддерживает упорядоченный возврат активов клиентов в случае дефолта посредника-депозитария. Компетентный

Налоговые вопросы, связанные с операциями РЕПО и инвестиционным поведением, характеризующимся покупкой для хранения, рассматриваются в блоках, посвященных денежному рынку и базе инвесторов, соответственно.

⁵²Более подробно см. в работе Awadzi (2015).

⁵³Функции управления долгом в некоторых случаях выполняются несколькими учреждениями.

орган должен регулярно контролировать соблюдение требований и при необходимости оперативно принимать корректирующие меры.

Программы коллективного инвестирования

Надежная нормативно-правовая база является ключевым фактором развития ПКИ (например, взаимных фондов, инвестиционных фондов). Поскольку инструменты ПКИ обычно предлагаются розничным инвесторам, особенно важным является обеспечение защиты инвесторов. Операторы ПКИ должны действовать в интересах клиентов — требуется наличие минимальных стандартов в отношении квалификационных критериев, организации управления и операционной деятельности оператора ПКИ, включая правила, регулирующие организационно-правовую форму и структуру оператора ПКИ, а также сегрегацию и защиту активов клиентов. Важную роль в своевременном предоставлении инвесторам значимой информации играют раскрытие информации об авуарах в форме ценных бумаг и их периодическая оценка в привязке к рынку. Чистая стоимость активов ПКИ определяет цену покупки, которую инвесторы платят при вложении средств, и цену продажи, которую они получают при закрытии своих позиций. Методы оценки для ПКИ должны регулироваться и надлежащим образом раскрываться потенциальным инвесторам⁵⁴.

Правовая основа налогообложения

Необходимо выявить и по возможности устранить налоговые препятствия для развития РОНВ. Налоговая система является одним из важнейших факторов, определяющих инвестиционные решения и ликвидность в РОНВ, поэтому налоговый режим для операций первичного и вторичного рынков государственных ценных бумаг должен быть четким и обоснованным⁵⁵. Как правило, это требует тщательной разработки и применения надлежащих положений в налоговом законодательстве, сказывающихся как на предложении (то есть налоговый режим для государственных ценных бумаг), так и на спросе (то есть действенное и эффективное согласование налогового режима для основных групп институциональных инвесторов). Во вставке 3 кратко изложены цели этих положений для стороны предложения и для стороны спроса⁵⁶.

⁵⁴Более подробное рассмотрение см. в принципах 24, 25, 26, 27 и 28 Международной организации комиссий по ценным бумагам.

⁵⁵Он должен включать налоговый режим в отношении доходов от вторичных продаж, а также операций РЕПО, предоставления ценных бумаг в ссуду, финансового обеспечения и операций с производными инструментами.

⁵⁶Аналогичная вставка и дополнительная информация представлены в работе Bossu, Hillier, and Bergthaler (2020).

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Основа для нормативно-правовой базы

Первичный рынок			
1) Полномочия по заимствованию			
Задача Оценить наличие правовой основы для государственных заимствований, а также для разработки и осуществления стратегии управления долгом.			
Основные вопросы			
(1) Имеется ли в правовой основе четкое определение единой организации, уполномоченной привлекать заемные средства? (да/нет)			
(2) Четко ли определены функции и обязанности организации по управлению долгом в правовой основе? (да/нет)			
(3) Позволяет ли правовая основа соответствующему органу проводить широкие операции по управлению долгом для управления рисками (например, операции по управлению обязательствами)? (да/нет)			
(4) Требуется ли правовая основа подготовки, ежегодного пересмотра и публикации среднесрочной стратегии управления долгом? (да/нет)			
Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0-1	2	3	4
Вторичный рынок			
2) Регулирование рынка и обеспечение нормативно-правового соответствия			
Задача Оценить, запрещает ли нормативная база недобросовестную практику ведения операций и обладает ли орган регулирования полномочиями и возможностями для обеспечения соблюдения этого запрета.			
Основные вопросы			
(1) Имеется ли нормативно-правовая база, применимая (в том числе) к торговле государственными ценными бумагами, запрещающая недобросовестную практику (такую как манипулирование рынком, опережающие сделки и сговор)? (да/нет)			
(2) Обладает ли компетентный орган регулирования потенциалом для осуществления мониторинга деятельности на рынке государственных облигаций? (да/нет)			
(3) Обладает ли компетентный орган регулирования полномочиями и потенциалом для обеспечения соблюдения правил поведения на рынке? (да/нет)			
Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3
3) Защита инвесторов			
Задача Оценить, имеется ли правовая основа для защиты прав собственности инвесторов и обладает ли компетентный орган регулирования полномочиями и потенциалом для обеспечения этой защиты.			
Основные вопросы			
(1) Распространяются ли на посредников-депозитариев правила для защиты прав собственности инвесторов, такие как сегрегация и идентификация активов клиентов? (да/нет)			
(2) Имеет ли компетентный орган регулирования потенциал для осуществления надзора за соблюдением правил, описанных в пункте 1)? (да/нет)			
(3) Обладает ли компетентный орган регулирования полномочиями и потенциалом для обеспечения соблюдения правил, описанных в пункте 1) (да/нет)			
Контрольные показатели По трем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих трех оценок определяет стадию развития.			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0	1	2	3

(продолжение)

Основа для нормативно-правовой базы (окончание)

База инвесторов			
4) Программы коллективного инвестирования			
<p>Задача Оценить, обеспечивает ли правовая основа программ коллективного инвестирования (ПКИ, таких как взаимные фонды, инвестиционные фонды) защиту инвесторов.</p>			
<p>Основные вопросы</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) Устанавливаются ли в правовой основе стандарты в отношении квалификационных критериев, организации управления и операционной деятельности оператора ПКИ? (да/нет) (2) Устанавливаются ли в правовой основе правила, регулирующие правовые формы и структуру ПКИ и сегрегацию и защиту активов клиентов? (да/нет) (3) Требуется ли правовая основа достаточного раскрытия информации для обеспечения защиты инвесторов? (да/нет) (4) Требуется ли правовая основа периодической оценки стоимости авуаров в форме ценных бумаг в привязке к рынку? (да/нет) 			
<p>Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2	3	4
Правовая основа налогообложения			
5) Налоговая определенность и нейтральность для основных операций на первичном и вторичном рынках для основных классов инвесторов			
<p>Задача Оценить, насколько правовая основа налогообложения поддерживает развитие и эффективную работу первичного и вторичного рынков облигаций в национальной валюте.</p>			
<p>Основные вопросы</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) Предусматривает ли налоговое законодательство четкие и надежные правила определения налогового режима для доходов от государственных облигаций (в форме процентов, дисконта и по основной сумме) для розничных инвесторов, институциональных инвесторов и инвесторов-нерезидентов? (да/нет) (См. также структурные блоки 1 и 3) (2) Предусматривает ли налоговое законодательство четкие и надежные правила определения налогового режима для операций на вторичном рынке государственных ценных бумаг, в которых будут участвовать инвесторы? (да/нет) (См. также структурные блоки 1 и 3) (3) Имеются ли в основах налогового законодательства четкие и надежные правила в отношении ПКИ, зарегистрированных внутри страны, обеспечивающие налоговую нейтральность для инвесторов (то есть такой же или лучший налоговый режим, чем при прямых инвестициях)? (да/нет) (4) Обеспечивают ли основы налогового законодательства действенное и эффективное выравнивание налогов в отношении вложений в различные финансовые инструменты или операций с ними для основных групп институциональных инвесторов? (да/нет) 			
<p>Контрольные показатели По четырем вопросам страны получают оценки 1 (да) или 0 (нет). Сумма этих четырех оценок определяет стадию развития.</p>			
Стадия 1	Стадия 2	Стадия 3	Стадия 4
0–1	2	3	4

Использование основы

Вопросы и индикаторы в приводимой основе позволяют провести комплексную оценку стадии развития РОНВ в стране. Получив ответы на все вопросы по каждому структурному блоку, можно обобщить их и определить стадию развития по конкретному структурному блоку. Хотя в некоторых случаях может быть целесообразно присваивать каждому индикатору определенный вес, на данном этапе основа предполагает использование простого среднего для определения стадии развития по каждому структурному блоку⁵⁷.

Сравнение состояния структурных блоков в конкретной стране поможет выявить пробелы в процессе развития рынка, что даст представление о том, в чем должны заключаться приоритеты политики. После определения стадий по каждому индикатору можно будет оценить, отстает ли в развитии какой-либо из структурных блоков или некоторые из них от других. Эта оценка поможет определить те блоки, которые заслуживают большего внимания и более высокого приоритета при разработке реформ.

Может также проводиться сравнение с другими странами. Когда с помощью этой основы будет оценен целый ряд стран и сформируется более надежный массив данных и опыта по странам, появится возможность оценивать стадии развития по каждому индикатору для стран, сходных с оцениваемой страной⁵⁸. Эта оценка должна давать полезную информацию для определения областей, в которых требуются улучшения, позволять пользоваться уроками, вынесенными из опыта других стран, и рекомендациями по вопросам политики.

⁵⁷После опробования основы на практике можно будет более точно определить, следует ли присваивать различные веса каждому индикатору для получения окончательной оценки ступени для рассматриваемого индикатора. На более позднем этапе к основе может прилагаться электронная таблица Excel для облегчения расчета стадии развития для каждого структурного блока.

⁵⁸Дальнейшая работа может также включать уточнение калибровки параметров и определение групп сопоставимых стран.

Вставка 1. Инструменты для операций денежно-кредитной политики центрального банка

Для операций по поглощению ликвидности центральными банками в разных странах используются различные рыночные инструменты. Достаточно распространенной практикой является выпуск бумаг государственного казначейства и центрального банка для целей денежно-кредитной политики, хотя многие центральные банки начали использовать операции РЕПО для целей управления ликвидностью. По данным проведенного МВФ в 2013 году обследования (которым было охвачено 125 стран), 34 процента стран выпускает ценные бумаги для проведения операций денежно-кредитной политики. Центральные банки стран Латинской Америки, как правило, используют казначейские ценные бумаги, а банки стран Восточной Азии и Восточной Европы — ценные бумаги центральных банков. Данные по Африке дают неоднозначную картину. Независимо от типа используемого инструмента, координация работы между центральным банком и органами государственного управления имеет решающее значение для предотвращения фрагментации долга, ненужной конкуренции, искажений в кривой доходности и дополнительных затрат.

Оптимальные инструменты должны определяться в зависимости от конкретных обстоятельств. Использование обоих инструментов имеет свои плюсы и минусы, но основные соображения, которыми следует руководствоваться при их применении, должны включать следующее.

- Запас казначейских ценных бумаг, имеющихся на рынке. Способность центральных банков использовать казначейские ценные бумаги для целей денежно-кредитных операций будет во многом зависеть от размера имеющегося запаса рыночных казначейских ценных бумаг. Некоторые центральные банки имеют договоренности с государством о выпуске или заимствовании государственных ценных бумаг для целей денежно-кредитной политики. В этом случае центральный банк может использовать сделки обратного РЕПО с центральным правительством, не завися от новой эмиссии казначейских ценных бумаг (как это принято во многих странах с развитой экономикой).
- Фрагментация рынка. Использование казначейских ценных бумаг, как правило, в большей степени способствует развитию рынка, поскольку позволяет избежать его фрагментации. В случае использования ценных бумаг центрального банка следует минимизировать негативные последствия выпуска двух сходных инструментов, например, путем разделения сроков погашения (т.е. ценные бумаги центрального банка выпускаются на короткий срок, а казначейские ценные бумаги — с более длительными сроками погашения) и унификации характеристик ценных бумаг и методов проведения аукциона. На практике разделение по срокам погашения может оказаться связанным с высокими затратами для стран, находящихся на ранней стадии развития рынка, где спрос инвесторов

**Вставка 1. Инструменты для операций денежно-кредитной
политики центрального банка (окончание)**

сосредоточен на краткосрочных ценных бумагах. Фрагментация может быть существенной в странах, где возможно наличие крупных потребностей в стерилизации, а сроки погашения ценных бумаг центрального банка расширены до среднесрочного диапазона. Могут также возникать ценовые искажения с аномалиями формирования цен на идентичные ценные бумаги, выпускаемые центральным банком и государством.

- **Независимость операций центрального банка.** Использование ценных бумаг центрального банка более просто с точки зрения поддержания независимости операций центрального банка. Использование казначейских ценных бумаг (новых эмиссий), поступления от которых стерилизуются за счет их хранения в центральном банке, требует тщательно продуманного соглашения между двумя соответствующими учреждениями, чтобы обеспечить свободу действий центрального банка в отношении объема и сроков эмиссии. Для стран, не имеющих правовых и институциональных механизмов, препятствующих прямому финансированию правительства центральным банком, использование казначейских ценных бумаг может еще больше размыть границу между финансированием государства и рыночными операциями центрального банка. Часто поступления от казначейских векселей, выпущенных государством для целей денежно-кредитной политики центрального банка, помещаются на стерилизационный счет, и для них устанавливаются нормы отчетности и учета, отдельные от соответствующих норм для казначейских инструментов налогово-бюджетной политики.
- **Вопросы затрат.** На практике затраты на стерилизацию обычно отражаются в балансе центрального банка, независимо от используемых инструментов. Если используются казначейские ценные бумаги, а центральный банк обычно выплачивает государству проценты по рыночным ставкам (на положительный остаток кассовых средств на счете государства), то влияние на величину чистого дохода центрального банка будет точно таким же, как и в случае использования ценных бумаг центрального банка. В конечном счете расходы на стерилизацию несет государство. В большинстве стран прибыль центрального банка переводится государству за вычетом надлежащих отчислений в состав резервов, и любое снижение прибыли или убытки центрального банка уменьшают текущие или будущие доходы государства, или и текущие, и будущие его доходы.
- **Вопросы долга.** Новые выпуски государственных ценных бумаг для использования в операциях центрального банка увеличивают уровень валового долга государственного сектора (хотя долг государственного сектора за вычетом депозитов в центральном банке останется неизменным), в то время как ценные бумаги (обязательства) центрального банка обычно не считаются долгом государственного сектора.

Вставка 2. Основные аспекты налогообложения операций РЕПО

- Обеспечивать, чтобы передача и возврат ценных бумаг не учитывались для продавца, что позволяет избежать отражения продавцом реализованной налогооблагаемой прибыли или убытков.
- Для лучшего согласования налогового режима с содержанием операций РЕПО отражать в учете сумму, на которую согласованная цена выкупа превышает сумму первоначальной продажи, как проценты (или их эквивалент).
- Обеспечивать, чтобы для покупателя облагались налогами операции с третьими сторонами (например, перезалог или повторное использование).
- Добиваться четкости налогового режима в отношении замещающих платежей, которые в противном случае могут рассматриваться как эквивалент получения и выплаты процентов по ценным бумагам.

Вставка 3. Налоговые положения на стороне предложения и на стороне спроса

Задачи на стороне предложения

Налогообложение государственных ценных бумаг

- *Облегчение принятия решений об инвестициях и эмиссии* (например, путем содействия развитию и эффективной работе первичного и вторичного рынков).
- *Выявление и устранение налоговых предрасположений* против вложения средств в государственные ценные бумаги (например, по сравнению с другими инвестиционными продуктами, такими как другие облигации или банковские депозиты).
- *Минимизация факторов неэффективности и искажений* (включая налоги на финансовые операции и нестандартные налоговые обязательства для третьих сторон, такие как налог у источника).

Задачи на стороне спроса

Налогообложение инвесторов

- *Сделать рынки привлекательными для инвесторов* (например, чтобы направить сбережения в состав инвестиций).
- *Не допускать создания менее благоприятных условий для инвесторов* (например, облагая их более высокими налогами, чем если бы они инвестировали через программы коллективного инвестирования), предоставляя льготы портфельным инвесторам.
- *Учитывать факторы относительной налоговой эффективности* для альтернативных вариантов инвестиций.
- *Упростить налоговые положения.*

¹В системе О-О-Н: 1) отчисления не облагаются налогом, 2) доходы пенсионного фонда не облагаются налогом, 3) выплаты пенсионного фонда облагаются налогом (как пенсии, так и единовременные выплаты). Эта система обычно работает как система отсрочки, когда налог на отчисления в фонд и доход пенсионного фонда откладывается до момента, когда осуществляются выплаты. Преимущество системы О-О-Н заключается в том, что сбережения могут расти более быстрыми темпами по сравнению с обычными банковскими сбережениями (на которые обычно распространяется система «налогообложение-налогообложение-освобождение», в которой отчисления производятся из облагаемого налогом дохода, процентный доход облагается налогом, а снятие средств не облагается налогом)

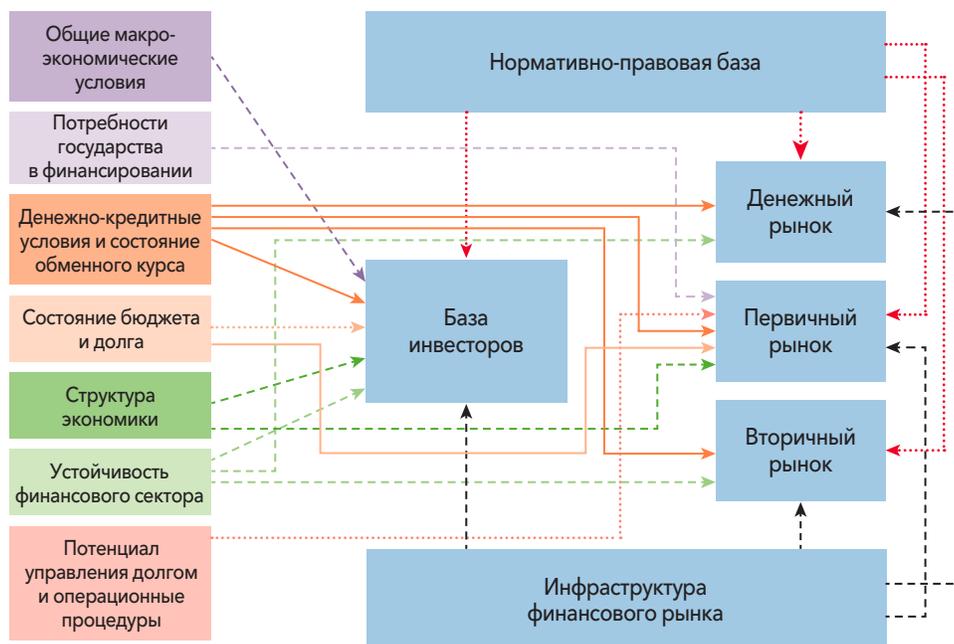
Часть 2. Опыт стран: общие трудности и возможные способы их преодоления

Основа, приведенная в предыдущей части, предлагает официальным органам стран путь, которым они могут руководствоваться в вопросах реформ рынка облигаций в национальной валюте (РОНВ). Индикаторы, определенные в основе, представляют основные характеристики, связанные с соответствующими оптимальной практикой мерами для эффективного функционирования шести структурных блоков РОНВ.

Однако на практике страны часто сталкиваются с трудностями, которые не позволяют им применять эти оптимальные решения. Эти ограничения могут быть вызваны факторами внутри того же структурного блока или отражать состояние других структурных блоков. Представленные структурные блоки не функционируют изолированно друг от друга, и надлежащая работа каждого из них часто зависит от того, на какой стадии развития находятся остальные.

Учитывая взаимосвязанный характер структурных блоков, прогресс (или его отсутствие) в рамках каждого структурного блока в большинстве случаев влияет на степень продвижения в развитии других структурных блоков. Некоторые структурные блоки имеют более фундаментальный характер, чем другие, и потому они, как правило, определяют возможности улучшений в других структурных блоках. Например, инфраструктура финансового рынка (ИФР) и нормативно-правовая база являются основополагающими элементами, которые в значительной степени определяют состав базы инвесторов и структуру трех рынков (денежного, первичного и вторичного). Недостаточно развитая база инвесторов может создавать структурные ограничения долгосрочного характера. Развитие вторичного рынка в значительной степени отражает состояние всех остальных структурных блоков. Как показано на рис. 2, петли обратной связи между структурными блоками и относительно благоприятствующих условий еще больше усиливают взаимосвязи между ними.

Рисунок 2. Структурные блоки и взаимосвязи РОНВ



Источник: персонал МВФ.

Цель данного раздела — определить ограничения, с которыми обычно сталкиваются страны, и дать общие рекомендации по их преодолению. Эти общие затруднения выделены из обширного опыта МВФ и Всемирного банка по оказанию технической помощи в этой области, и они подтверждены результатами обследования по вопросам РОНВ, которое проливает дополнительный свет на проблемы, с которыми сталкиваются страны (резюме результатов обследования приводится в приложении 2). Представленные здесь трудности имеют иллюстративный характер, и это представление ни в коей мере не является исчерпывающим. Они сгруппированы по структурным блокам и отражают вопросы, возникающие в связи с индикаторами, которые описаны в общей основе. По мере их наличия приводятся примеры стран, чтобы указать на опыт успешного преодоления рассматриваемых трудностей. В приложении 1 более подробно рассматривается несколько конкретных случаев. Важно принимать во внимание обстоятельства конкретных стран и разрабатывать меры политики соответственно этим обстоятельствам.

Структурный блок 1. Денежный рынок

Финансовые системы многих стран с формирующимся рынком и развивающихся стран характеризуются структурным избытком ликвидности,

концентрацией или фрагментацией банковской системы, недостатком инструментов и неадекватной рыночной инфраструктурой — и все эти факторы препятствуют развитию денежного рынка. Эти и другие проблемы рассматриваются более подробно в следующих разделах.

Трудности перехода к рыночной основе денежно-кредитной политики из-за ограниченности бюджетного пространства

Недостаточное развитие денежного рынка может отражать отсутствие рыночной операционной основы для операций денежно-кредитной политики центрального банка. Некоторым странам сложно перейти на рыночные основы из-за ограниченности бюджетных возможностей, которая может вести к бюджетному доминированию и финансовому сдерживанию (например, вводятся меры контроля над процентными ставками). Переход на рыночные основы влечет за собой более высокие издержки (например, выплата центральным банком процентов по более высоким ставкам может вести к отрицательной позиции по капиталу), которые в конечном итоге несет государство.

Возможные способы преодоления

- Создать достаточное бюджетное пространство для проведения рыночной денежно-кредитной политики (пример: Индия, см. приложение 1).
- Приложить усилия к достижению договоренностей высокого уровня между органами государственного управления и центральным банком о переходе к рыночной основе, ясно признавая как выгоды, так и издержки.
- Предоставлять поддержку центральному банку, если факторы негибкости его баланса сдерживают применение рыночных операций денежно-кредитной политики.
- Координировать работу с реформами по введению рыночного ценообразования на первичном рынке.

Отсутствие надлежащих инструментов для проведения денежно-кредитной политики

Выбор инструментов для проведения операций денежно-кредитной политики требует тщательного рассмотрения компромиссов между потенциальной фрагментацией рынка и независимостью операций денежно-кредитной политики в контексте мер политики конкретных стран.

Возможные способы преодоления

- Определить надлежащие рыночные инструменты, включая государственные ценные бумаги, с учетом вопросов доступности инструментов, потенциальной фрагментации рынка, операционной независимости центрального банка и координации деятельности между центральным банком и государством. Установить операционные возможности для выделенных инструментов.
- Начать использование сделок РЕПО для операций центрального банка на рынке (при наличии на рынке достаточного количества государственных ценных бумаг) и постепенно расширять их использование для стимулирования развития рынка РЕПО (пример: Бразилия, см. приложение 1).

Структурный избыток ликвидности в банковской системе, сдерживающий операции на денежном рынке

Продолжительный период избыточной ликвидности в банковской системе во многих странах подрывал стимулы банков к управлению ликвидностью и проведению операций на денежном рынке. Если не осуществляется надлежащего управления ликвидностью в банковском секторе, то даже при рыночной системе (целевых показателей инфляции или валютных курсов) у центральных банков может быть значительное количество остатков избыточных резервов, на которые не начисляются проценты (что снижает стимулы банков к управлению ликвидностью).

Возможные способы преодоления

- Укрепить потенциал центрального банка по управлению ликвидностью. Центральному банку следует разработать инструменты для прогнозирования ликвидности, осуществлять повседневное управление ликвидностью (например, с помощью операций по управлению ликвидностью для устранения избыточной ликвидности) и создать основу для среднесрочного управления ликвидностью, включая действенную стерилизацию потоков капитала (IMF, 2012). Однако трудности, связанные с повышением процентных ставок, или высокие затраты на проведение денежно-кредитной политики могут мешать центральному банку должным образом проводить операции по управлению ликвидностью.
- Правительству следует укрепить свой потенциал в сфере управления кассовыми средствами и провести реформу управления государственными финансами, если непредсказуемость государственных расходов подталкивает к формированию структурного избытка ликвидности в банковской системе.

- Установить тесную координацию деятельности между центральным банком и органами государственного управления (примеры: Бразилия, Мексика [см. приложение 1], Малайзия).

Высокая концентрация банковской системы ограничивает потенциал развития активных денежных рынков

Высокая концентрация банковского сектора во многих странах создает структурные препятствия, препятствуя проведению операций и тем самым — достаточной ликвидности на денежном рынке и вторичном рынке. Эта проблема более актуальна для стран с небольшой финансовой системой и (или) недостаточно развитым небанковским финансовым сектором.

Возможные способы преодоления

- Подробное обсуждение возможных способов преодоления трудностей приводится в разделе «База инвесторов».

Опасения в отношении кредитных рисков контрагентов, фрагментирующих рынок

Слабость банковской системы часто сопровождается фрагментацией межбанковских рынков, на которых опасения по поводу кредитных рисков контрагентов заставляют банки проводить операции только с теми, которые находятся на том же уровне. Такая фрагментация рынка усугубляется отсутствием адекватной и своевременной информации о балансах банков.

Возможные способы преодоления

- Устранить риск контрагента путем развития рынков операций истинного РЕПО на основе письменных генеральных соглашений, гарантирующих доступ к залому в случае дефолта контрагента.

Трудности в создании рынка РЕПО из-за неблагоприятной правовой структуры и пробелов в инфраструктуре финансового рынка

Помимо структурных препятствий (то есть высокой концентрации и структурного избытка ликвидности в банковском секторе), развитию рынка РЕПО может мешать законодательная база и инфраструктура финансового рынка. Многие страны полагаются на устаревшие, не обеспеченные правовой санкцией формы залога, которые не обеспечивают гарантий прав собственности на базовое обеспечение в случае дефолта.

Отсутствие надлежащего закрывающего взаимозачета может также вести к потере доверия к операциям РЕПО. Это может происходить в тех случаях, когда суд, рассматривающий дело о банкротстве, постановляет, что покупатель ценных бумаг по сделке РЕПО должен вернуть залог — даже не получив наличные денежные средства от их продавца — и присоединиться к очереди кредиторов. Кроме того, в некоторых регионах процентные ставки по сделкам РЕПО выше сопоставимых межбанковских ставок по необеспеченным ссудам, несмотря на потенциальное преимущество сделок РЕПО в части минимизации кредитных рисков контрагентов. Это может в определенной степени быть следствием неэффективности инфраструктуры финансового рынка.

Возможные способы преодоления

- Проанализировать законодательные положения, касающиеся операций РЕПО, и оценить, содержат ли они такие принципиально важные характеристики, как право собственности на залог, закрывающий взаимозачет и операционная гибкость (пример: Таиланд).
- Удостовериться в том, что рынок РЕПО поддерживается письменными генеральными соглашениями, и обеспечить защиту этих соглашений правовой санкцией в рамках законодательной системы, в том числе путем реформирования законодательства, если это необходимо.
- Проанализировать законодательство о несостоятельности и убедиться в применимости закрывающего взаимозачета.
- Параллельно провести анализ и оценку соответствующей инфраструктуры рынка, включая издержки на проведение операций и расчетов по сделкам РЕПО, с целью обеспечения их сопоставимости с издержками по необеспеченным сделкам (см. раздел «Инфраструктура финансового рынка»).

Отсутствие краткосрочных справочных ставок

Краткосрочные справочные ставки принципиально важны для развития рынка государственных облигаций и рынка производных инструментов, а также для инструментов с плавающей ставкой. Отсутствие этих ставок создает трудности для формирования надежной кривой краткосрочной доходности.

Возможные способы преодоления

- Собирать данные о межбанковских операциях и публиковать информацию о совокупных объемах и средних процентных ставках по основным

срокам (например, овернайт, одна неделя, две недели, три месяца, шесть месяцев и 12 месяцев) к концу следующего рабочего дня.

- В случае неликвидности денежных рынков ценовые ориентиры может давать рынок казначейских векселей. Поскольку казначейские векселя отличаются от кредитных продуктов, они не представляют истинную стоимость финансирования банками и потому являются несовершенной заменой межбанковских справочных ставок. Тем не менее, в отсутствие межбанковских справочных ставок ставки по казначейским векселям могут по крайней мере служить ориентиром для ожиданий в отношении краткосрочных ставок.

Структурный блок 2. Первичный рынок

Страны могут сглаживать профиль погашения государственного долга за счет проведения операций по управлению обязательствами (ОУО), совершенствования эмиссии эталонных ценных бумаг и повышая потенциал управления кассовыми средствами (см. приложение 2). Эти вопросы связаны между собой, поскольку наличие эталонных ценных бумаг может вести к крупным погашениям облигаций, которые могут вызывать значительные кассовые потоки вблизи дат погашения. Некоторые страны с низким доходом и доходом ниже среднего сталкиваются с трудностями в создании новых инструментов, и эти представители этих стран отметили, что существует возможность улучшить структуру процентных ставок в их портфелях. Эти проблемы могут быть связаны с трудностями в создании инструментов с более длительными сроками.

Государство не ведет себя как сторона, принимающая цены

Высокая стоимость заимствований часто связана с эпизодами макроэкономической нестабильности (например, высокой инфляции и снижения обменного курса) или внешними событиями. В условиях ограниченного бюджетного пространства государство часто прибегает к введению такого законодательства, которое позволяет ему привлекать заемные средства на нерыночных условиях (например, напрямую от центрального банка или от других инвесторов с помощью мер финансового сдерживания, таких как размещение нерыночных ценных бумаг в государственных организациях или установление верхнего ограничения на процентные ставки на аукционах). Некоторые органы государственного управления могут также считать, что рыночные цены не соответствуют экономическим детерминантам страны, или опасаться сговора между участниками рынка, что еще больше отталкивает государство от того, чтобы принимать складывающиеся на рынке цены.

Возможные способы преодоления

- Создать достаточное бюджетное пространство, чтобы допустить рыночное формирование цен на аукционах.
- Принять стратегию постепенного отказа от различных видов нерыночной практики, таких как выпуск нерыночных ценных бумаг для центрального банка (или других зависимых инвесторов) или установление верхних ограничений на процентные ставки по государственным ценным бумагам, координируя эту работу с внесением корректив в операционные основы денежно-кредитной политики (примеры: Индия, см. приложение 1; Вьетнам).
- Отказаться от частого обращения к первичным рынкам и перейти к эмиссии через процедуры конкурсных аукционов¹.
- Установить правила проведения аукционов, которые повышают конкуренцию и уменьшают чрезмерное доминирование на рынке нескольких крупных участников. Эта мера потребует детального анализа структуры спроса и доли рынка каждого участника торгов.
- Чтобы способствовать лучшему выявлению цен, ограничить доли выпусков, распределяемые через неконкурсные заявки. Установить строгие ограничения на частные размещения, которые должны проводиться только в исключительных случаях; раскрывать условия и обоснование любого проводимого частного размещения.
- Установить ограничения (или запрет) на эмиссионное финансирование государства центральным банком и обеспечивать их соблюдение (пример: Индия, см. приложение 1; более подробное обсуждение см. в рамках рассмотрения основ для базы инвесторов).
- Увеличить количество организаций, имеющих прямой доступ к первичному рынку, чтобы усилить конкуренцию и минимизировать возможности рыночного сговора. Если прямой доступ является привилегией первичных дилеров (ПД), следует обеспечивать справедливый и беспрепятственный доступ других групп инвесторов через ПД. Укрепить основы регулирования и надзора в отношении рынка государственных ценных бумаг, чтобы они позволяли своевременно выявлять любые злоупотребления на рынке и оперативно налагать соответствующие штрафы и санкции.

¹Первоначально может быть выбран формат аукциона с единой ценой, а затем, по мере приобретения первичным рынком опыта в проведении торгов, можно перейти на аукционы с множественными ценами.

Аукционы являются недостаточно конкурсными

Концентрированная база инвесторов, наличие одного доминирующего инвестора (или нескольких доминирующих инвесторов) или оба эти фактора могут негативно сказываться на уровне конкуренции на аукционах и, соответственно, на ликвидности вторичного рынка. Диверсификация базы инвесторов является ключевым фактором для обеспечения конкурентности аукционов. Однако формирование диверсифицированной базы инвесторов может оказаться непростой задачей, особенно на ранних стадиях развития рынка или на рынках меньшего размера. Если база институциональных инвесторов является узкой, коммерческие банки часто занимают доминирующее положение на первичном рынке, что повышает риск ценового сговора. На некоторых рынках может наблюдаться концентрация индивидуальных инвесторов даже в пределах банковской системы. В других случаях основным источником спроса на государственные ценные бумаги могут быть единичные доминирующие инвесторы (например, фонды системы социального страхования, государственные пенсионные фонды).

Возможные способы преодоления

- Установить правила проведения аукционов, которые повышают конкуренцию и уменьшают чрезмерное доминирование на рынке нескольких крупных участников, а также способствуют повышению ликвидности вторичного рынка.
- Рассмотреть вопрос о том, следует ли допускать для участия в аукционах только отобранные организации или они должны быть открыты для более широкого участия.
- Рассмотреть возможность применения механизмов синдикации для расширения участия инвесторов.
- Рассмотреть вопрос об ограничениях на долю одного инвестора или участника торгов на первичном рынке.
- Для разработки надлежащих основ проведения аукционов тщательно и постоянно анализировать состав базы инвесторов, структуру спроса инвесторов и рыночную долю участников торгов. Внимательное изучение поведения участников после каждого аукциона может способствовать выявлению потенциальных случаев сговора.
- Развивать базу инвесторов для достижения более высокой конкуренции на первичном рынке (более подробно см. в разделе «База инвесторов»).

**Отсутствие предсказуемой и прозрачной основы эмиссии,
в том числе вследствие ограничений в сфере управления
кассовыми средствами**

Когда официальные органы выпускают ценные бумаги нерегулярно, в разных объемах и с различными сроками погашения, это создает неопределенность на рынке. Подобные разовые выпуски часто характерны для ситуации нестабильной рыночной конъюнктуры и отсутствия стратегической основы для управления государственным долгом. Нестабильные характеристики эмиссии также могут быть связаны с недостаточностью потенциала для прогнозирования и управления кассовыми потоками государства в рамках бюджетного цикла, а также с отсутствием инструментов управления кассовыми средствами (например, кассового буферного резерва, краткосрочных инструментов). В некоторых странах последняя из описанных проблем является следствием законодательных ограничений на использование краткосрочных инструментов. Неадекватное информационное взаимодействие с участниками рынка также может вести к тому, что основы эмиссии не будут соответствовать ожиданиям рынка.

Возможные способы преодоления

- Разрабатывать, публиковать и соблюдать среднесрочную стратегию управления долгом и годовой план заимствований (примеры: Бразилия, Мексика).
- Регулярно публиковать план выпуска долговых обязательств с указанием дат выпуска, сумм и сроков погашения.
- Прогнозирование и активное управление кассовыми средствами для улучшения параметров эмиссии, снижения стоимости заимствований и управления риском рефинансирования. В отсутствие надежных прогнозов кассовых потоков орган управления долгом может рассматривать прошлые тенденции в потоках доходов и расходов, а также соответствующую перспективную информацию (пример: Колумбия).
- Формировать кассовый буферный резерв на едином казначейском счете, чтобы создать возможность регулярного и предсказуемого выполнения календаря государственных аукционов и лучшего управления риском рефинансирования (примеры: Венгрия, Турция).
- Допустить использование краткосрочных государственных ценных бумаг (например, казначейских векселей) в качестве гибкого инструмента для краткосрочного финансирования (пример: Индия) в тех случаях, когда потребности в финансировании изменчивы или существуют ограничения в сфере управления кассовыми средствами.

Более высокие издержки и отсутствие спроса на долгосрочные ценные бумаги

Хотя выпуск долгосрочных облигаций с фиксированной процентной ставкой помогает государству снизить риски рефинансирования и удлиняет кривую доходности, государство часто не в состоянии размещать эти виды ценных бумаг из-за связанных с ними высоких издержек, особенно на ранних стадиях развития рынка. Продление сроков погашения может быть связано с большими затратами для стран с нестабильной макроэкономической ситуацией или не имеющих базы институциональных (небанковских) инвесторов. Кроме того, выпуску долгосрочных облигаций препятствуют нереалистичные ожидания эмитента относительно цены долгосрочных инструментов в соотношении с краткосрочными соображениями, связанными затратами бюджетного цикла. Отсутствие активного вторичного рынка, рынка РЕПО и рынка процентных производных инструментов (например, процентных фьючерсов и свопов) также ограничивает интерес инвесторов к долгосрочным облигациям.

Возможные способы преодоления

- Для выпуска долгосрочных ценных бумаг (на ранней стадии развития рынка, когда еще не сформировалось доверие к эмитенту) от эмитента может требоваться оплата премии. Расширенная и диверсифицированная база инвесторов, прозрачность и предсказуемость будут способствовать повышению доверия и компенсировать более высокую стоимость заимствований. Объем выпуска долгосрочных ценных бумаг будет частично зависеть от наличия у государства бюджетных возможностей для покрытия более высоких процентных расходов.
- Официальные органы стран, в которых сохраняются высокие инфляционные ожидания (несмотря на существенное улучшение основ денежно-кредитной политики), для продления сроков погашения могут рассмотреть вопрос о выпуске, в ограниченных объемах, облигаций с индексацией на инфляцию². Подобные ценные бумаги могут способствовать уменьшению значительной части премии за более длительный срок погашения, открывая путь к формированию справочных ставок по инструментам с фиксированной доходностью для аналогичных сроков (примеры: Бразилия, Мексика)³.
- Создавать организации, предоставляющие инструменты формирования контрактных сбережений, чтобы сформировать естественный

²Такое же решение может быть применимо в странах с высоким уровнем финансовой долларизации.

³Использование индексированных инструментов может рассматриваться как стратегический шаг только в том случае, если такие продукты служат надежным сигнальным механизмом, подкрепляющим обязательства официальных органов по управлению инфляцией и сдерживанию ее в будущем.

источник спроса на долгосрочные облигации (примеры: Мексика, Чили, ЮАР; более подробно см. в разделе «База инвесторов»).

- Развивать вторичный рынок путем повышения прозрачности до и после торгов (более подробно см. в разделе «Вторичный рынок»).
- Развивать рынок РЕПО, на котором долгосрочные облигации используются в качестве обеспечения. Это расширит возможности инвесторов по вложению средств в долгосрочные облигации (примеры: Малайзия, Польша; подробнее см. в разделе «Денежный рынок»).
- Развивать рынок процентных производных инструментов, чтобы предоставить инвесторам инструменты для хеджирования рисков по долгосрочным облигациям (примеры: Бразилия, ЮАР; более подробно см. в разделе «Вторичный рынок»).

Отсутствие надлежащих инструментов, в том числе эталонных ценных бумаг, и трудности с созданием новых инструментов

Некоторые страны, особенно с низким доходом, не имеют критической массы эталонных ценных бумаг, что отчасти объясняется опасениями по поводу высоких рисков рефинансирования, связанных с точечным сроком погашения крупных выпусков эталонных облигаций. Это вызывает особые проблемы в тех случаях, когда органы государственного управления имеют низкий потенциал в сфере управления кассовыми средствами или в случае ограниченных возможностей проведения операций по управлению обязательствами. Отсутствие достаточного количества эталонных ценных бумаг сдерживает ликвидность на вторичном рынке.

Возможные способы преодоления

- Постепенно формировать запас эталонных облигаций, которые охватывают весь жизненный цикл ценной бумаги. При повторном открытии выпуска ценных бумаг путем эмиссии эталонных бумаг недавнего выпуска дюрация выпуска ценной бумаги, а потому и ее целевой объем должны корректироваться таким образом, чтобы ее купонная ставка не вышла за рамки рынка, поскольку это повлияет на спрос на нее (примеры: Индия, Кения)⁴.
- Дополнять выпуски и осуществлять дальнейшее открытие выпусков эталонных облигаций в рамках ОУО (таких как выкуп и операции «свитч»)

⁴Хотя новое открытие уже имеющегося выпуска ценной бумаги в качестве эталонной для конкретного срока погашения может быть прекращено по истечении определенного периода, орган управления долгом может воспользоваться возможностью продолжить процесс дальнейшего открытия выпуска определенной ценной бумаги для другого срока погашения по мере ее продвижения вниз по кривой доходности.

для снижения рисков рефинансирования и повышения ликвидности инструментов, не относящихся к последнему выпуску (примеры: Венгрия, ЮАР, Таиланд). Обеспечение того, чтобы правовая база и рыночная инфраструктура поддерживали развитие ОУО (более подробно см. в разделах о нормативно-правовой базе и инфраструктуре рынка).

- Увеличить размер аукционов, чтобы способствовать формированию больших объемов инструментов, с которыми проводятся операции купли-продажи, что улучшит процесс выявления цен. Это следует делать осторожно, точно понимая предпочтения и ограничения инвесторов, чтобы свести к минимуму риск потенциальных неудач в проведении аукционов (пример: Мексика)⁵.
- Рассмотреть возможности нового открытия прежних выпусков долгосрочных инструментов в различных сегментах по срокам погашения, если купон соответствует рыночным условиям в новом сегменте погашения, для повышения ликвидности облигаций, не относящихся к последним выпускам (пример: Венгрия).

Отсутствие репрезентативной кривой доходности, что обычно приводит к расхождению взглядов рынков и государства на стоимость финансирования

Кривая доходности, как правило, служит ценовым ориентиром для эмитента, однако ее полезность как механизма, которым можно руководствоваться, может быть невелика в случае ограниченной активности вторичного рынка. Асимметрия в ожидаемой доходности для конкретного срока погашения также может возникать при отсутствии разнообразия в котировках предложений инвесторов или при доминировании определенного класса инвесторов. Искажения кривой доходности возможны и в том случае, если рынок облигаций фрагментирован в силу различий в принятых на рынках нормах, налоговых режимах и возможностях использования различных серий облигаций в качестве ликвидного актива. Кроме того, фрагментация портфеля, включающего большое количество серий и ограниченный объем отдельных конкретных облигаций, может препятствовать процессу выявления цен.

Возможные способы преодоления

- Вводить более краткосрочные ценные бумаги, чтобы постепенно формировать справочные цены по всей кривой доходности. Программа систематического выпуска казначейских векселей помогает упрочить

⁵Это должно дополняться оценкой результатов аукционов на предмет уровня конкуренции на рынке и наличия потенциала для искажений цен.

краткосрочный сегмент кривой доходности, создавая свежие справочные показатели для коротких сроков. Краткосрочные выпуски также способствуют развитию денежного рынка⁶.

- Разрабатывать политику выпуска эталонных государственных ценных бумаг с акцентом на суммах инструментов по эталонным срокам и обеспечивать последовательное достижение целевого размера эталонных выпусков. Удлинение сроков погашения по основным срокам должно происходить постепенно, опираясь на более короткие сроки, служащие базой для вводимых новых сроков погашения (примеры: Грузия, Перу; см. приложение 1).
- Для ускорения процесса создания эталонных ценных бумаг могут быть полезны механизмы синдикации, особенно для новых сроков погашения или новых типов инструментов⁷. Размещение через механизмы синдикации позволяет увеличить объем первоначального выпуска по сравнению с обычным аукционом и обеспечивает повышение четкости ценообразования на последующих аукционах, одновременно создавая условия для формирования более разнообразной базы инвесторов. Кроме того, процесс формирования книги заявок предоставляет эмитенту некоторую степень контроля в отношении цены эмиссии.
- Использовать ОУО для уменьшения фрагментации портфеля государственных облигаций.
- Стандартизировать выпуски ценных бумаг за счет гармонизации основ налоговых режимов и принятого порядка платежей.

Невозможность проведения операций по управлению обязательствами

Использованию ОУО в некоторых странах может препятствовать отсутствие благоприятствующих условий. В число распространенных препятствий входит отсутствие эффективного ценообразования, нестабильность

⁶Программа выпуска казначейских векселей на последующей стадии должна поддерживать и дополнять программу формирования эталонных инструментов. Может требоваться корректировка объема выпуска казначейских векселей с учетом графика выпуска облигаций, поскольку рынки обычно легче поглощают колебания в объеме краткосрочных инструментов. При повышении потенциала управления рисками рефинансирования новое открытие прежних выпусков казначейских векселей может увеличивать их потенциальную величину и ликвидность, дополнительно укрепляя краткосрочный сегмент кривой доходности.

⁷Механизмы синдикации привлекают конечных инвесторов, поскольку они с большей уверенностью могут рассчитывать на получение облигаций и имеют относительно большую уверенность в том, что облигация будет ликвидной в силу больших объемов выпусков. Механизмы синдикации позволяют эмитенту напрямую участвовать в распределении выпусков между инвесторами и обеспечивают широкое распределение по всему спектру инвесторов, включая вкладывающих средства для ведения текущей купли-продажи и долгосрочных инвесторов. Использование механизмов синдикации приводит к увеличению доли инвестиций, приходящейся на счета для ведения текущих операций, по сравнению с аукционами, что дополнительно повышает ликвидность облигаций. В то же время жесткие обязательства по представлению котировок, устанавливаемые для ПД, которые обычно назначаются совместными ведущими менеджерами процедур синдикации, способствуют формированию твердых цен на ценные бумаги на вторичном рынке.

систем рыночной инфраструктуры и неэффективное управление кассовыми средствами. В некоторых случаях правовая база может не обеспечивать должной юридической надежности для проведения таких операций без рисков для органа управления долгом.

Возможные способы преодоления

- Возможные способы преодоления трудностей см. в разделах, посвященных нормативно-правовой базе, первичному рынку (в отношении управления кассовыми средствами) и вторичному рынку (в отношении отсутствия ценовых ориентиров). ОУО должны развиваться вместе с инфраструктурой финансового рынка.

Структурный блок 3. Вторичный рынок

Развитие вторичных рынков во многом зависит от того, на какой стадии развития находятся другие блоки РОНВ. Хотя есть конкретные меры политики, которые могут способствовать повышению ликвидности на рынке государственных ценных бумаг, функционирование вторичного рынка часто зависит от надлежащего функционирования денежного рынка, первичного рынка, инфраструктуры рынка, а также от состава базы инвесторов. Трудности, возникающие в ходе развития вторичного рынка, как правило, обусловлены проблемами в развитии одного или нескольких других структурных блоков.

Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах обычно имеется небольшое количество внутренних и международных институциональных инвесторов. Одним из сдерживающих факторов может быть широкое распространение среди инвесторов стратегий покупки для хранения. Отсутствие эталонных облигаций и недостаточно развитая инфраструктура рынка также могут быть важными факторами, препятствующими увеличению операций на вторичном рынке (см. приложение 2).

Отсутствие достаточного объема и надлежащих цен на инструменты, которые поддерживают операции купли-продажи, способствуют ликвидности и увеличивают емкость кривой доходности

Во многих странах, особенно с низким доходом, нет достаточного количества эталонных ценных бумаг, что препятствует ликвидности вторичного рынка⁸. Многие страны не в состоянии создать эталонные

⁸Минимальный размер отдельных линеек ценных бумаг, необходимый для достижения ликвидности, зависит от специфики рынка и от того, какая часть объема непогашенных ценных бумаг будет храниться в портфелях для проведения текущих операций, а также от статуса этих ценных бумаг в качестве эталона недавнего выпуска. Кроме того, на него могут влиять внутренние ограничения, которые могут быть у

ценные бумаги в достаточном количестве из-за опасений, связанных с рисками рефинансирования, когда крупная эталонная облигация погашается в один день, особенно если потенциал государства по управлению кассовыми средствами недостаточен и ограничены возможности проведения ОУО.

Кроме того, если ценные бумаги не оцениваются по рыночным ставкам, возникают трудности в формировании репрезентативной кривой доходности (более подробно см. в разделе о первичном рынке).

Возможные способы преодоления

- Снизить периодичность аукционов и создать большой запас эталонных облигаций, подкрепляя это надежным потенциалом управления кассовыми средствами. Эти действия могут быть особенно актуальны для стран с только зарождающимся вторичным рынком.
- Ввести рыночное ценообразование, поддерживаемое прозрачной и предсказуемой эмиссией (более подробно см. в разделах о первичном рынке).

Слишком высокая частота аукционов лишает инвесторов стимулов к проведению операций

В странах, где аукционы проводятся слишком часто, обычно снижаются стимулы для проведения операций. Постоянное предложение ценных бумаг на первичном рынке снижает стимулы для участников рынка к поиску этих бумаг на вторичном рынке.

Возможный способ преодоления

- Снизить периодичность аукционов (см. раздел о первичном рынке).

Доминирующая роль инвестиционных стратегий, имеющих форму приобретения для последующего хранения

Распространенность инвестиционных стратегий покупки для хранения может быть обусловлена множеством факторов. Проблемы, непосредственно связанные с базой инвесторов, включают высокую концентрацию банковской системы и создающую искажения нормативно-правовую базу (более подробно см. в разделе о базе инвесторов).

институциональных инвесторов в отношении доли непогашенного объема одной ценной бумаги, или требования в отношении минимальной величины операций по ценной бумаге в электронной системе торгов (пример: Euro MTS). В предельном случае минимальный размер может определяться таким образом, чтобы достигался пороговый размер, требуемый для включения в глобальные индексы облигаций.

Возможные способы преодоления

- Создать нормативно базу, способствующую проведению операций купли-продажи, одновременно устраняя любые структурные сдерживающие факторы (такие как высокая концентрация банковской системы; более подробно см. в разделе о базе инвесторов).
- Обеспечивать координацию с реформой первичного рынка. Реформа базы инвесторов может оказать большее влияние, если ей будет предшествовать переход к рыночным ценам эмиссии, вследствие которого зависимые инвестиции станут добровольными (пример: Малайзия).
- Повышать прозрачность путем публикации ежедневной кривой доходности и списка ценных бумаг, являющихся объектами торгов. Многие инвесторы не продают свои авуары из-за низкого уровня прозрачности цен.

Неактивный денежный рынок снижает стимулы к проведению операций

Без активного денежного рынка трудно развивать вторичный рынок. Отсутствие рыночной основы для проведения операций денежно-кредитной политики ведет к высокой изменчивости краткосрочных процентных ставок, что повышает неопределенность для инвесторов и создает препятствия для проведения операций. Трудности, источником которых является денежный рынок, такие как структурный избыток ликвидности в банковском секторе, могут создавать дополнительные препятствия для развития ликвидного вторичного рынка. Кроме того, деятельности маркет-мейкеров препятствует недостаточное развитие рынка РЕПО.

Возможный способ преодоления

- Переход на рыночную основу проведения операций денежно-кредитной политики при поддержке за счет надлежащего потенциала в области управления ликвидностью. Создание поддерживающей правовой основы и инфраструктуры финансового рынка, способствующих развитию рынка РЕПО (более подробно см. в разделе о денежном рынке).

Недостаточный потенциал посредников в качестве маркет-мейкеров препятствует ликвидности рынка

Поддержание действенной системы ПД является непростой задачей, особенно для стран, находящихся на ранних стадиях развития рынка. Без активного вторичного рынка (включая рынки РЕПО и процентных производных инструментов) для первичных дилеров затруднительно вести рентабельную деятельность в качестве маркет-мейкеров. Как правило, введение системы ПД технически невозможно в странах с небольшим

количеством финансовых организаций, поскольку в этом случае сложно создать действенный механизм дилеров-брокеров для содействия торгам на вторичном рынке, а эмитент оказывается подвержен риску сговора между ПД.

Возможные способы преодоления

- Страны с системой ПД должны корректировать параметры обязательств ПД по мере развития рынка таким образом, чтобы обязательства ПД соответствовали стадии развития рынка и в надлежащей степени уравновешивались предоставляемыми им привилегиями. Потребуется регулярный процесс оценки, чтобы сохранить наиболее эффективных ПД и заменять ПД, не соответствующих требованиям, новыми участниками (примеры: Малайзия [см. приложение 1]; Польша).
- Создать благоприятные условия для деятельности по поддержанию рынка путем развития операций РЕПО, предоставления в ссуду ценных бумаг и рынка процентных производных инструментов, а также путем разрешения коротких продаж ценных бумаг для целей поддержания рынка (пример: Таиланд)⁹.
- Система дилеров может начинаться с одного монополиста (обычно это учетная палата) или с небольшого количества дилеров, когда активный вторичный рынок отсутствует и объемы торгов невелики. В этом случае следует предоставлять другим финансовым организациям возможность проведения операций купли-продажи и со временем получать статус дилера. По мере развития рынка учетная палата может влиться в более широкую сеть группы ПД (пример: Индия).
- Для стран с небольшим количеством дилеров, имеющих достаточную капитализацию, более эффективной, чем система ПД, может быть система аукциона с фиксированными интервалами торгов или аукционная система рынка агентов, основанная на поручениях.
- Механизмы последней инстанции для предоставления в ссуду ценных бумаг (или РЕПО), предлагаемые агентствами по управлению долгом или центральными банками, могут эффективно поддерживать создание системы маркет-мейкеров, снижая издержки деятельности маркет-мейкеров (поскольку в этом случае требуются меньшие собственные запасы инстру-

⁹Разрешить короткие продажи для поддержания ликвидности рынка, эффективности ценообразования и создания условий для более эффективного управления рисками. Однако опасения по поводу системно неограниченной деятельности в форме коротких продаж, которая может вести к мошенничеству, злоупотреблениям или рыночному сговору, угрожающих нестабильностью рынка, могут потребовать от официальных органов запрета на непокрытые короткие продажи, что ведет к снижению ликвидности облигаций на наличном рынке. Особенно важно разрешить короткие продажи для ПД, чтобы поддержать их деятельность как маркет-мейкеров.

ментов) и создавая у маркет-мейкеров уверенность в том, что они смогут без затруднений проводить свои сделки.

Недостаточная прозрачность на вторичном рынке

В условиях преобладания внебиржевых сделок большинство стран сталкивается с проблемой недостаточной прозрачности в деятельности вторичного рынка. Недостаточность прозрачной информации до торгов затрудняет проведение операций. Официальным органам часто сложно составить исчерпывающую картину деятельности на вторичном рынке.

Возможные способы преодоления

- Укрепить и упорядочить процедуры для обеспечения прозрачности информации до торгов на внебиржевом рынке за счет электронной торговой платформы, позволяющей дилерам предоставлять друг другу котировки цен, так чтобы они были доступны в режиме реального времени и поддерживали торговлю между ними (пример: Корея).
- Обязать дилеров по облигациям сообщать о своих сделках (ценах и объемах) в централизованное агентство или назначенный архив данных по операциям (например, к концу рабочего дня). Получать информацию об операциях из центрального депозитария ценных бумаг (ЦДЦБ) и публиковать агрегированные данные об объемах торгов и средней доходности и (или) ценах. Предоставлять полученную информацию всем участникам рынка через платформу проведения торгов или биржу, а также широкой общественности через информационные веб-сайты по облигациям. Осуществлять мониторинг соблюдения норм отчетности и налагать штрафы в случае несоблюдения (пример: Малайзия).
- Содействовать листингу государственных облигаций на национальной фондовой бирже (биржах), при этом принимая во внимание, что жесткие требования могут препятствовать эффективному проведению операций (см. раздел о нормативно-правовых вопросах).
- Ежедневно публиковать статистику оборота и последнюю цену в операциях.
- Публиковать ежедневную кривую рыночной доходности.
- Рассмотреть вопрос о создании индекса облигаций (например, фондовой биржей) для повышения прозрачности.
- Содействовать развитию рынка производных инструментов. Активная торговля краткосрочными фьючерсами будет полезна для более долгосрочного сегмента кривой доходности, способствуя формированию цен на долгосрочные процентные свопы. В некоторых странах предпринимались

попытки решить проблему отсутствия справочных ставок путем упрощения ключевых межбанковских справочных ставок (примеры: Бразилия, ЮАР).

Структурный блок 4. База инвесторов

Страны с более низким уровнем дохода могут сталкиваться с трудностями в формировании базы институциональных инвесторов (см. приложение 2).

Высокая концентрация в банковском секторе

Высокая концентрация в банковском секторе препятствует проведению операций и тем самым ликвидности на денежном и вторичном рынках. Эта проблема стоит более остро в странах с небольшой финансовой системой и (или) недостаточно развитым небанковским финансовым сектором.

Возможный способ преодоления

- В общем случае развитие конкуренции способствует повышению эффективности финансового сектора. Необходимо усилить надзор за финансовым сектором, чтобы не допускать принятия чрезмерных рисков и регулировать потенциальные риски для финансовой стабильности.

Недостаток институциональных инвесторов

Отсутствие большой группы институциональных инвесторов ограничивает возможности государства по введению долговых инструментов с более длительными сроками погашения. Во многих странах недостаточный уровень охвата пенсиями часто приводит к отсутствию сектора контрактных сбережений¹⁰.

Поскольку во многих странах в финансовой системе доминирующее положение занимают банки, требуется целенаправленная политика по диверсификации финансового сектора и развитию других типов институциональных инвесторов, таких как страховые компании и взаимные фонды. В развивающихся странах взаимные фонды могут способствовать развитию рынка, поскольку они обеспечивают профессиональное управление розничными сбережениями и помогают привлечь частных лиц на рынок государственных облигаций; кроме того,

¹⁰Программы государственных пенсий и фондов обеспечения, работающие по модели выплат из текущих поступлений (не обеспеченные резервами), не способствуют росту спроса на государственные ценные бумаги.

они обычно вкладывают средства в инструменты с самыми различными сроками погашения.

Возможные способы преодоления

- Рассмотреть возможность разработки стратегии развития сектора контрактных сбережений и введения благоприятных основ налогообложения (более подробно см. также в обсуждении нормативно-правовой базы).
- Содействовать развитию программ коллективного инвестирования, которые могут вкладывать средства в государственные ценные бумаги. Введение благоприятной нормативно-правовой базы для укрепления защиты инвесторов.
- Рассмотреть возможность и целесообразность применения новых финансовых технологий для облегчения доступа розничных инвесторов на рынки государственных ценных бумаг.

Нехватка финансовых продуктов, удовлетворяющих потребности инвесторов

В некоторых странах имеются крупные институциональные инвесторы (пенсионные фонды или фонды национального благосостояния), которые вкладывают средства преимущественно в зарубежные активы, что частично объясняется отсутствием подходящих финансовых продуктов на внутреннем рынке. Например, неадекватный состав инструментов (например, слишком большой выпуск краткосрочных и среднесрочных обязательств) может вести к несоответствию активов и обязательств для некоторых институциональных инвесторов (например, для пенсионного сектора и сектора страхования жизни), которые имеют долгосрочную структуру обязательств.

Возможные способы преодоления

- Укрепить функцию управления отношениями с инвесторами, чтобы лучше определять предпочтения и ограничения потенциальных инвесторов. Учитывать потенциальный спрос при разработке структуры инструментов финансирования. Обеспечить доступ институциональных инвесторов к государственным ценным бумагам либо напрямую через аукционы, либо через ПД (маркет-мейкеров).
- Постепенно выпускать долгосрочные облигации для удовлетворения инвестиционных потребностей базы институциональных инвесторов, при этом постоянно учитывая компромиссы между затратами и риском (примеры: Венгрия, Таиланд).

Приобретение инвесторами ценных бумаг для последующего хранения, усугубляющееся деформирующей нормативной базой

Инвестиционное поведение, характеризующееся покупкой для хранения, может усугубляться деформирующей нормативной базой. Дифференцированный налоговый режим для различных инструментов может создавать искажения на рынке. Налоги у источника, налоги на операции и налоги, взимаемые с купона (но не пропорциональные времени, в течение которого инвестор являлся держателем облигации), могут препятствовать торговле на вторичном рынке. Чрезмерно высокие нормативы ликвидности и обязательные требования по хранению государственных ценных бумаг также могут снижать стимулы инвесторов к проведению операций.

Возможные способы преодоления

- Обеспечить нейтральный налоговый режим для финансовых инвестиций и избегать взимания налогов с операций (более подробно см. в обсуждении нормативно-правовой базы).
- Пересмотреть нормативные положения в отношении ликвидности для банков и других финансовых организаций. Оценить, рассматриваются ли государственные ценные бумаги как эквиваленты кассовых средств и не установлены ли слишком высокие стандарты ликвидности. В целом, по мере развития внутреннего рынка облигаций возможности банков по управлению ликвидностью будут увеличиваться, что создаст потенциал для постепенного ослабления нормативных положений в отношении ликвидности.
- По мере повышения зрелости базы институциональных инвесторов в стране постепенно ослаблять требования в отношении обязательных инвестиций в государственные ценные бумаги, которые могут сказываться на пенсионных фондах и страховых компаниях.
- Для дальнейшего расширения операций разрешать институциональным инвесторам проведение с ПД операций РЕПО по ценным бумагам (или, в случае невозможности, предоставлять ценные бумаги в заем) для целей поддержания рынка.

Определение соотношения затрат и рисков, связанных с участием иностранных инвесторов

Трудно установить надлежащую степень участия иностранных инвесторов на внутреннем рынке облигаций, и при рассмотрении этого вопроса необходимо учитывать как выгоды, так и риски. Странам, в которых отсутствуют благоприятствующие условия для развития внутреннего рынка, часто сложно привлекать иностранных инвесторов. Иностранные инвесторы, как правило, предпочитают национальные рынки облигаций с достаточным

размером, ликвидностью и емкостью. Для иностранных инвесторов могут также быть привлекательными рынки, включающие ликвидный рынок валютных производных инструментов для хеджирования валютных рисков. При этом в страны может поступать значительный приток капитала еще до достижения емкости и ликвидности внутреннего рынка облигаций, что увеличивает риски для финансовой стабильности, которые могут возникнуть в случае внезапного изменения в направлении потоков капитала.

Возможные способы преодоления

- Оценить потенциальный интерес иностранных инвесторов, рассматривая общий уровень развития внутреннего рынка облигаций (включая наличие рынка валютного хеджирования) и макроэкономические детерминанты. Упростить процесс утверждения инвесторов, устранить налоговые препятствия, расширить доступ к авторитетным международным ЦДЦБ и более эффективным механизмам ответственного хранения (примеры: Малайзия, Перу; см. приложение 1).
- Если условия признаются подходящими, допускать постепенное увеличение доли иностранных инвестиций на РОНВ. Когда база внутренних инвесторов будет достаточно развита, чтобы компенсировать потенциальный отток капитала, страны могут ослаблять требования в отношении минимальных сроков хранения инструментов для иностранных инвесторов (пример: Мексика).
- Рассмотреть возможность выпуска глобальных депозитарных нот (примеры: Коста-Рика, Доминиканская Республика).

Структурный блок 5. Инфраструктура финансового рынка

Операционный риск является одним из основных препятствий на пути развития инфраструктуры финансовых рынков в странах с низким и средним доходом. Многие страны разработали сложные операционные требования в отношении рыночных операций, ответственного хранения и расчетов, другие продолжают полагаться на процессы, осуществляемые вручную. Существование нескольких ЦДЦБ ведет к фрагментации рынка, а в странах с низким и средним доходом проблемой также является недостаток персонала (см. приложение 2).

Трудности с созданием экономически эффективной ИФР, соответствующей стадии развития рынка

Создание экономически эффективных систем ИФР сопряжено с трудностями. В зависимости от размера и стадии развития рынка странам следует оценивать, каким образом формировать системы ИФР, принимая во внимание связанные с этим высокие затраты.

Возможные способы преодоления

- Оценить существующие механизмы ИФР относительно принципов инфраструктуры финансового рынка и выявить отклонения от надлежащей практики.
- Взаимодействовать с основными заинтересованными сторонами для выявления их потребностей (по функциональности и услугам), чтобы поддерживать развитие рынка.
- Определить операционную модель, включающую основные функциональные возможности, и определить минимальные требования к обслуживанию.
- Использовать конкурсный процесс для закупки и выбора подходящей системы среди поставщиков ИФР.
- Малым странам следует провести анализ затрат и выгод, связанных с инвестициями в интегрированные электронные системы, по сравнению с применением процедур работы вручную.
- Оценить возможность использования финансовых технологий для повышения эффективности инфраструктуры рынка.

Трудности, связанные с переводом ценных бумаг в бездокументарную форму

Некоторые страны не могут начать процесс перевода ценных бумаг в бездокументарную форму из-за законодательных ограничений или отсутствия необходимого для этого потенциала. Недостаток интереса со стороны инвесторов также может затруднять полное завершение процесса перевода ценных бумаг в бездокументарную форму (до 100 процентов рыночных инструментов), несмотря на потенциальные преимущества для рынка.

Возможные способы преодоления

- Ввести закон, поддерживающий перевод ценных бумаг в бездокументарную форму. В таком законе должно признаваться право собственности на ценные бумаги в форме кредитовых остатков на счетах ценных бумаг (хранящихся в виде электронных записей) в отличие от физической ценной бумаги.
- Провести анализ рисков и эффективности действующих механизмов регистрации и ответственного хранения в сравнении с надлежащей практикой. На основе проведенного анализа принять решение, следует ли устранить этот пробел за счет введения новой системы или путем модернизации существующей.

- Предложить эффективный и экономичный процесс перехода (с физических ценных бумаг на выпускаемые в бездокументарной форме) и стимулы для ускорения процесса полного перехода на бездокументарную форму.

Нечеткая правовая база повышает риски расчетов

В некоторых странах нет четкости в правовых основах в отношении окончательности платежа и передачи права собственности на ценные бумаги. Поэтому существует риск того, что решения судов по делам о банкротстве будут иметь преимущественную силу по сравнению с условиями рыночных операций. Нечеткая правовая база повышает риски расчетов, препятствуя проведению операций.

Возможный способ преодоления

- В законе должна четко определяться окончательность платежа и перехода права собственности на ценные бумаги, и в законодательстве должны четко регулироваться любые потенциальные конфликты, возникающие по отношению к разбирательствам дел о несостоятельности.

Сегментация рынка вследствие наличия нескольких ЦДЦБ

В некоторых юрисдикциях возникают трудности в связи с существованием нескольких ЦДЦБ (обычно оператором одного из них является центральный банк, а других — частные компании). Это вызывает сегментацию рынка, увеличивает затраты и неэффективность передачи ценных бумаг и препятствует проведению операций.

Возможные способы преодоления

- Координировать действия с основными заинтересованными сторонами в органах государственного управления и на рынках капитала, чтобы определить, есть ли основания для использования единой, хорошо интегрированной системы ИФР.
- Содействовать открытому доступу к системам расчетов, разрабатывать эффективные электронные мосты для перевода ценных бумаг между системами с низкими затратами, поощрять обмен данными о деятельности на рынке и обеспечивать поддержку всеми системами одних и тех же моделей расчетов (пример: Грузия; см. приложение 2) в промежуточный период перехода от системы с несколькими ЦДЦБ к системе с одним ЦДЦБ.

Недостаточность инфраструктуры рынка, поддерживающей рынок РЕПО

В некоторых странах нет инфраструктуры рынка, которая бы поддерживала функционирование рынка РЕПО и создавала благоприятные условия для повышения рыночной ликвидности.

Возможные способы преодоления

- При наличии рынка РЕПО оценить, поддерживает ли система ИФР такие ключевые функциональные возможности, как расчеты DVPI T+0 (обеспечивающие управление ликвидностью банков, центрального банка и агентства по управлению долгом), расчеты по обеим сторонам операции РЕПО в соответствующие даты расчетов, а также замену ценных бумаг в рамках договоров РЕПО.
- В ситуациях, когда операции РЕПО еще не введены, установить процедуры и средства контроля, а также ввести функциональные возможности системы для обработки обеспеченных займов на основе T+0. Небольшие страны могут сосредоточить внимание на создании процесса работы вручную, если затраты на введение электронного рынка слишком высоки.

Недостаток прозрачности

В некоторых странах ИФР (центральный банк или другая организация) не имеет полномочий (или правовых оснований) для сбора данных об операциях от участников рынка. На небольших или недостаточно развитых рынках раскрытие информации о деятельности на рынке может дополнительно сдерживаться вследствие опасений касательно конфиденциальности информации.

Возможные способы преодоления

- Убедиться в том, что ИФР юридически уполномочена требовать от финансовых организаций ежедневного предоставления данных об операциях. В тесном сотрудничестве с участниками рынка и органами регулирования установить, какие данные и информация подлежат публикации.
- ИФР должна иметь возможность предоставлять совокупную разбивку авуаров в форме государственных ценных бумаг по категориям инвесторов.

Ограниченный доступ инвесторов к функциям ЦДЦБ и клиринговой палаты центрального контрагента

Отсутствие открытого доступа к ИФР препятствует развитию базы инвесторов. Иностранные инвесторы, стремящиеся получить доступ к внутреннему рынку, будут вынуждены участвовать в его операциях через иностранный ЦДЦБ, и установление таких связей для страны может быть связано со значительными издержками.

Возможные способы преодоления

- Разработать политику доступа к ИФР в сотрудничестве с центральным банком, агентством по управлению долгом и органами регулирования.
- Официальные органы могут рассмотреть возможность предоставления прямого доступа иностранных инвесторов к внутренней ИФР для рынков, находящихся на более поздних стадиях развития. Официальным органам следует тщательно взвешивать соотношение затрат и выгод, связанных с установлением связей с иностранным ЦДЦБ, в том числе в вопросах рисков и мер по их снижению (пример: Мексика).

Трудности с оценкой и обеспечением надежности управления ИФР

Часто официальным органам сложно количественно оценить параметры существующих механизмов управления, обслуживания и надзора ИФР относительно параметров надежной практики.

Возможные способы преодоления

- Провести полную оценку действующей ИФР на основе принципов методологии оценки инфраструктуры финансового рынка

или

- выборочно оценить высокоприоритетные аспекты, требующие применения надлежащей практики. Такие аспекты могут включать следующее:
 - прозрачность операций;
 - адекватное сочетание квалификации и надлежащего надзора;
 - цель работы ЦДЦБ и клиринговой палаты центрального контрагента;
 - операционные и коммерческие риски, финансовый потенциал для покрытия возможных убытков;

- регулярное согласование отраженных в системе данных с данными учета Министерства финансов;
- регулярные операционные аудиты;
- планы обеспечения непрерывности ведения деятельности и восстановления деятельности в случае катастрофических событий;
- безопасность сети связи и физического оборудования системы и их стойкость к потрясениям.

Структурный блок 6. Нормативно-правовая база

Недавний опыт оказания технической помощи выявил несколько общих проблем, связанных с нормативно-правовой базой¹¹. В предыдущих разделах были рассмотрены нормативно-правовые вопросы, сказывающиеся главным образом на рынке РЕПО и инвесторах (банках, институциональных инвесторах и иностранных инвесторах).

Отсутствие правовой базы для осуществления надлежащих операций по управлению долгом

В некоторых странах правовая база не предоставляет органам управления долгом гибкости в проведении необходимых операций по управлению долгом. Некоторые законодательные нормы ограничивают определенные операции, такие как выкуп инструментов и обмен долговых обязательств. Законодательная база также может ограничивать параметры, в рамках которых могут осуществляться эти сделки (например, ценовые ограничения, бюджетные ограничения). Часто отсутствие ясности в правовых нормах создает юридические риски и мешает органу управления долгом совершать необходимые операции.

Возможные способы преодоления

- Если это соответствует общей правовой базе, обеспечить, чтобы закон предоставлял органу управления долгом надлежащую гибкость в определении цен, инструментов и типов операций, которые будут проводиться, чтобы избежать ненужных колебаний на рынке в процессе принятия решений, создавая при этом надлежащую систему подотчетности.
- В тех юрисдикциях, где существует неопределенность в вопросе о том, обладает ли орган управления долгом полномочиями по проведению

¹¹Недавнее обследование МВФ и Всемирного банка (приложение 2) не содержало вопросов, касающихся этого структурного блока.

ОУО, и до тех пор пока не появится возможность проведения правовой реформы, орган управления долгом может прикладывать усилия к тому, чтобы, насколько это возможно, прояснять эти полномочия в подзаконных актах и (или) запрашивать вынесение правовых заключений со стороны компетентного юридического органа.

Жесткие требования к использованию посредников создают препятствия для эффективного и рентабельного проведения операций

В некоторых странах обязательным требованием является проведение операций через дилеров или брокеров (рыночных посредников), и двусторонние сделки не допускаются даже между институциональными инвесторами. Часто такие требования направлены на защиту интересов посредников и (или) на развитие системы дилеров. Однако это может вести к увеличению транзакционных издержек и препятствовать развитию вторичного рынка. В некоторых юрисдикциях также обязательно проведение всех операций через фондовую биржу. Хотя такие правила часто направлены на повышение прозрачности, они могут сдерживать участие инвесторов, особенно если комиссионные сборы брокеров и биржевые сборы не являются незначительными.

Возможные способы преодоления

- Убедиться в том, что правовая база, применяемая к финансовым посредникам, обеспечивает надлежащий баланс между прозрачностью, экономической эффективностью и минимизацией рисков, учитывая стадию развития РОНВ. На ранних стадиях развития рынка жесткие требования, как правило, оказываются непродуктивными.
- Разработать другие меры по устранению недостатков прозрачности, например, ввести более строгие требования к отчетности дилеров. Полезную роль могут также играть нормативные положения рынка, запрещающие недобросовестную практику ведения операций и поддерживаемые системой надзора.
- Обеспечивать возможность и облегчать совершение операций без участия посредников путем определения ценового туннеля, за рамками которого операции будут считаться недействительными, защищая менее искушенных инвесторов от неправомερных или вводящих в заблуждение цен.

Неадекватная правовая основа налогообложения

Во многих странах существуют недостатки в налоговом законодательстве, которое регулирует режим для государственных ценных бумаг, что создает существенные налоговые препятствия для развития и эффективной работы первичных и вторичных РОНВ. Налоговое законодательство может не обеспечивать определенности в отношении всех основных операций на первичном и вторичном рынках для всех основных классов инвесторов.

Возможные способы преодоления

- Странам следует 1) провести диагностический анализ своих основ налогового законодательства для выявления возможных препятствий и пробелов, связанных с режимом для РОНВ, и 2) разработать и провести необходимые реформы налогового законодательства для уменьшения этих препятствий и пробелов, чтобы основы налогового законодательства соответствовали надлежащей международной практике и оставались конкурентоспособными. Выбор законодательных мер, требующих принятия, в конечном итоге будет зависеть от правовой традиции и базовых основ налогового законодательства конкретной страны, включая основополагающие параметры ее бюджетной и налоговой политики. Во вставке 4 приведены общие рекомендации, касающиеся охвата вопросов налогового режима, которые должны решаться в рамках налогового законодательства для каждого значимого класса инвесторов как со стороны предложения (в отношении режима для самих государственных ценных бумаг), так и со стороны спроса (в отношении соответствующего налогового режима для основных институциональных инвесторов; пример: Грузия; см. приложение 1).
- Следует уделять внимание правовым условиям, связанным с выпуском и обращением государственных облигаций в национальной валюте и соответствующими аспектами ИФР, учитывая, что интегрированная основа налогового законодательства требует согласованности с общей правовой инфраструктурой страны. Например, в контексте содействия иностранным инвестициям льготы или освобождения от уплаты налога у источника выплаты для процентов и прироста стоимости капитала в отношении доходов и прибылей по государственным ценным бумагам в национальной валюте, которые соответствуют принятой международной практике, часто становятся необходимым условием для установления принципиально важных инвестиционных связей между РОНВ и международными ИФР.

Вставка 4. Вопросы налогового режима, требующие решения в рамках налогового законодательства

Вопросы налогообложения на стороне предложения	Вопросы налогообложения на стороне спроса
<p>Налогообложение государственных ценных бумаг</p> <p>Первичный рынок Режим в отношении доходов (таких как проценты и дисконт)</p> <p>Вторичный рынок (важен для хеджирования, ликвидности и т.д.) Налогообложение прибыли (например, от продажи), включая суммы продажи, относящиеся к начисленным процентам (часто рассматриваются как проценты, если для них установлен более благоприятный режим, чем для прибыли от прироста стоимости капитала) Налогообложение операций РЕПО (см. вставку 2 в части 1) Налогообложение предоставления ценных бумаг в ссуду (соображения аналогичные случаю РЕПО) Режим для финансового обеспечения (соображения аналогичные случаю РЕПО) Налогообложение производных инструментов (расширяющаяся тенденция перехода на методы оценки в привязке к рынку)</p>	<p>Налогообложение инвесторов</p> <p>Программы коллективного инвестирования. Налоговые правила должны быть привлекательными и нейтральными для инвесторов (направлять сбережения в состав инвестиций, и не ставить инвесторов в худшее положение, чем если бы они инвестировали напрямую), но при этом необходимо принимать во внимание режим для деятельности по управлению инвестициями, чтобы стимулировать национальное управление программами коллективных инвестиций.</p> <p>Пенсионные фонды. Система освобождения от налогов по схеме освобождение-освобождение-налогообложение (О-О-Н) или иная¹.</p> <p>Страховые компании (страхование жизни и общее страхование). Оценить относительный налоговый режим и налоговую нейтральность долгосрочных сбережений, формируемых в рамках полиса страхования жизни, по сравнению с другими вариантами инвестиций.</p> <p>Другие инвесторы, включая отечественных (например, финансовые организации) и иностранных инвесторов (например, государственные предприятия, компании по управлению семейным капиталом и т.п.).</p>

¹В системе О-О-Н: 1) отчисления не облагаются налогом, 2) доходы пенсионного фонда не облагаются налогом, 3) выплаты пенсионного фонда облагаются налогом (как пенсии, так и единовременные выплаты). Эта система обычно работает как система отсрочки, когда налоги на отчисления в фонд и на доходы пенсионного фонда откладываются до момента, когда осуществляются выплаты. Преимущество системы О-О-Н заключается в том, что сбережения могут расти более быстрыми темпами по сравнению с обычными банковскими сбережениями (на которые обычно распространяется система «налогообложение-налогообложение-освобождение», в которой отчисления производятся из дохода за вычетом налогов, процентный доход облагается налогом, а снятие средств не облагается налогом).

Часть 3. Разработка планов реформ рынка облигаций в национальной валюте

Страны, стремящиеся далее развивать свои внутренние рынки государственных облигаций, при разработке плана реформ могут опираться на приведенную основу для рынка облигаций в национальной валюте (РОНВ). Планы реформ должны опираться на долгосрочные цели страны и разрабатываться с учетом степени развития рынка в стране. В планах должны указываться целевые сроки (например, три-пять лет) достижения намеченных результатов. Любой план реформ РОНВ должен основываться на всесторонней оценке значимых индикаторов по каждому структурному блоку и определении основных факторов, сдерживающих развитие рынка (рис. 3). В данном разделе представлены семь шагов по разработке плана реформы РОНВ.

Семь шагов разработки плана реформ в области РОНВ

Шаг 1. Определение целей и приоритетов политики в сфере РОНВ

План должен опираться на установленные на высоком уровне цели страны в отношении рынков облигаций в национальной валюте. Страны, находящиеся на сходных ступенях развития, могут иметь разные приоритеты в сфере реформ системы РОНВ. Например, страна, имеющая краткосрочные инструменты, может преследовать цель удлинить срок погашения долга. Другая страна со сходными характеристиками может стремиться к созданию стимулов для финансирования со стороны корпоративного сектора и акцентировать внимание на дальнейшем развитии краткосрочного и среднесрочного сегментов, чтобы кривая доходности могла давать лучшие ценовые ориентиры. Приоритеты политики и направленность усилий по проведению реформ должны руководствоваться целями страны в области РОНВ и соответствовать им¹.

¹Реформа РОНВ может иметь следующие цели (этот перечень не является исчерпывающим):

1) увеличение потенциала внутреннего рынка для финансирования государственного сектора, 2) повышение эффективности процесса выявления цен, 3) расширение базы инвесторов, 4) укрепление механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики, 5) содействие управлению ликвидностью банками (и повышение финансовой стойкости) и 6) расширение источников финансирования для частного сектора.

Рисунок 3. Разработка планов реформ РОНВ



Источник: персонал МВФ.

Цели страны в области РОНВ должны учитывать степень наличия благоприятствующих условий и стратегию роста страны. Величина и структура РОНВ после реформы будут зависеть от размера экономики и финансового сектора страны, ее потенциала роста и институциональных возможностей.

Важным аспектом является вопрос о том, должно ли развитие вторичных рынков быть первоначальной целью реформы РОНВ. Развитие вторичного рынка — это важный этап на более поздних стадиях развития РОНВ, и оно в значительной степени зависит от надлежащего функционирования денежного рынка и первичного рынка.

Развитие этих двух рынков может сдерживаться состоянием базы инвесторов, инфраструктуры финансового рынка и нормативно-правовой базой страны. Странам, находящимся на ранней стадии развития или не имеющим прочного фундамента, следует сосредоточить усилия на развитии первичного рынка, чтобы избежать риска перегрузить программу реформ.

Шаг 2. Создание механизма координации для реформы РОНВ

Механизм координации будет способствовать ускорению реформы РОНВ. Поскольку действия, необходимые для развития различных структурных блоков, касаются различных государственных органов, механизм координации поможет обеспечить согласованность целей и действий в области политики. Например, развитие денежного рынка потребует активных мер политики со стороны органов денежно-кредитного регулирования. Развитие инфраструктуры финансового рынка и реформы нормативно-правовой базы обычно требуют тесного взаимодействия между органами финансового регулирования и надзора и законодательными органами. Ответственность за развитие базы инвесторов часто лежит на правительстве. Единый механизм координации будет вести различных участников к движению в одном направлении. Также может быть полезно официальное представление плана реформы РОНВ в форме обнародованного документа, обеспечивая подотчетность.

Продвижению программы действий может способствовать создание комитета высокого уровня и рабочих групп технического уровня. В рабочие группы должны входить представители основных сторон, заинтересованных в процессе развития рынка, в число которых, как правило, входят органы управления долгом, денежно-кредитные органы, соответствующие органы регулирования, операторы инфраструктуры финансового рынка и участники из частного сектора (например, организации банковского сектора, страховые компании и ассоциации пенсионных фондов)². Рабочие группы должны возглавляться представителями организаций, которые в наибольшей степени заинтересованы в РОНВ (таких как орган управления долгом или центральный банк). В идеале рабочие группы должны создаваться на ранних этапах процесса реформ. Комитет высокого уровня должен возглавляться на министерском уровне. Оптимально, чтобы руководство этим процессом и работу секретариата обеспечивало министерство финансов, хотя на практике доступ центрального банка к ресурсам часто означает, что он имеет больше возможностей для управления процессом, в том числе деятельностью многих рабочих групп.

Отправной точкой для разработки плана реформ могут стать рабочие семинары и другие подобные мероприятия. Принципиально важно, чтобы соответствующие должностные лица принимали всестороннее и активное участие в составлении плана реформ. Должностные лица государственного сектора, представляющие соответствующие организации, могут проводить обсуждения на высшем и техническом уровнях, при этом надлежащим образом привлекая к этой работе участников

²Участие частного сектора может быть менее активным (то есть через участие в консультативном совете, если не в составе самих рабочих групп).

из частного сектора (например, через совещательные форумы). Учитывая, что ответственность за реализацию будет лежать на должностных лицах государственного сектора, планы реформ должны быть реалистичными и отвечающими фактическим условиям, учитывая политическую осуществимость и имеющийся административный потенциал.

Шаг 3. Оценка благоприятствующих условий и стадий развития рынка по каждому структурному блоку

Решающее значение для определения потенциала развития рынка имеет оценка наличия благоприятствующих условий (см. часть I, первый раздел). Добиться значительного прогресса в проведении реформ РОНВ при отсутствии благоприятствующих условий будет непросто. В таких ситуациях целесообразно сосредоточиться на формировании как можно большего количества таких благоприятствующих условий.

Для оценки степени развития по каждому структурному блоку следует применять диагностическую систему. Такая оценка поможет выявить области, в которых страна имеет недостатки по основным функциональным аспектам развития рынка. Для представления основных приоритетов полезно составить «тепловую карту».

Шаг 4. Рассмотрение возможности выделения сопоставимых групп для сравнения опыта

Анализ сопоставимых стран может быть использован для выявления актуального опыта реформ РОНВ и возможных опасностей при их реализации. Сопоставимые страны могут выделяться по параметрам дохода и населения³ или на основе географической близости, экономической структуры (например, степени долларизации), размера финансового сектора, режима денежно-кредитной политики или стадии развития РОНВ.

Когда установлены группы сопоставимых стран, можно оценить, насколько возможно повторить опыт тех стран, которые находятся на более зрелых стадиях развития рынка (по структурным блокам). Кроме того, анализ групп сопоставимых стран помогает установить реалистичные цели по развитию РОНВ на краткосрочную и среднесрочную перспективу.

³Сопоставимые страны можно определить с помощью базы данных «Глобальное финансовое развитие», составляемой Всемирным банком на основе показателей ВВП на душу населения и численности населения.

Шаг 5. Выявление недостатков по каждому структурному блоку

Для выявления недостатков, имеющихся в системе РОНВ страны, могут использоваться базовая оценка и анализ групп сопоставимых стран. Стадии, определенные по каждому структурному блоку, помогут выявить недостатки и сосредоточить усилия на тех направлениях, которые нуждаются в большем совершенствовании. Кроме того, используя анализ групп сопоставимых стран, выявление тех структурных блоков, по которым наблюдается отставание от сопоставимых стран (при наличии данных), может давать указания на успешный опыт стран, которые продвинулись дальше в развитии по этому структурному блоку. Затем можно оценить техническую осуществимость и целесообразность мер, принятых в других странах.

Шаг 6. Разработка плана действий и мер, необходимых для устранения недостатков, с учетом имеющегося потенциала и институциональных ограничений

План реформ должен опираться на четкое понимание препятствий и ограничений для достижения прогресса по каждому индикатору и структурному блоку. Их следует использовать для определения реалистичных сроков проведения мер реформы и для установления промежуточных целей.

Предлагаемая последовательность действий и усилий в рамках реформы мер политики должна учитывать взаимосвязи между различными структурными блоками. Хотя некоторые действия в сфере мер политики могут предприниматься только после выполнения других действий, иные из них могут осуществляться одновременно. Преодоление трудностей по одному структурному блоку может также вести к новым действиям в других структурных блоках. План реформ также должен содержать соответствующие ссылки на текущие реформы в смежных областях, таких как развитие потенциала в области управления государственным долгом, управление государственными финансами, надзор, или включать в себя эти реформы.

Шаг 7. Предложение целевых показателей и сроков выполнения, установление четких обязанностей конкретных ведомств

План реформ должен включать разумные сроки его выполнения. Он должен содержать подробную информацию об ожидаемых результатах и итогах, действиях, которые должны быть предприняты, их надлежащей последовательности и значимых этапах⁴. Кроме того, в план должна входить оценка бюджетных потребностей и ресурсов для достижения различных целей. Важно четко определить ведущее ведомство, ответственное за осуществление

⁴Мероприятия и результаты на первый год могут устанавливаться более подробно, чем на последующие годы, показатели для которых будут зависеть от достигнутых ранее результатов и разворачивающихся обстоятельств.

реформ на уровне каждого индикатора. Это облегчит мониторинг продвижения и позволит непрерывно оценивать эффективность и действенность плана.

Этапы разработки программы реформ кратко излагаются ниже:

1. Определение целей и приоритетов политики в сфере РОНВ.
2. Создание механизма координации для реформы РОНВ.
3. Оценка благоприятствующих условий и стадий развития рынка по каждому структурному блоку.
4. Рассмотрение возможности выделения сопоставимых групп для сравнения опыта.
5. Выявление недостатков по каждому структурному блоку.
6. Разработка плана действий и мер, необходимых для устранения недостатков, с учетом имеющегося потенциала и институциональных ограничений.
7. Предложение целевых показателей и сроков выполнения, установление четких обязанностей конкретных ведомств.

Приложение 1. Отдельные тематические исследования

Вьетнам. Совершенствование нормативно-правовой базы для содействия развитию рынка

Условия и трудности

До 2017 года имелись лишь ограниченные официальные законодательные и нормативные акты, позволяющие выпускать государственные долговые обязательства на рыночной основе. Совершенствование нормативно-правовой базы является принципиально важным элементом реализации программы реформ. В рамках своих обязательств по развитию рынка государственных облигаций правительство Вьетнама утвердило «Дорожную карту развития рынка облигаций Вьетнама на 2017–2020 годы» с перспективами на период до 2030 года.

Решение

Были внесены изменения в законодательство, чтобы разрешить государству привлекать заемные средства через рынок облигаций. Эти полномочия были закреплены в законе «Об управлении государственным долгом» в поправке, которая была утверждена Национальным собранием в ноябре 2017 года и вступила в силу в июле 2018 года. Новый закон регулирует выпуск¹, регистрацию, хранение в депозитарии, листинг и торговлю государственными долговыми инструментами. Закон также предусматривает новые основы для системы первичных дилеров и способствует функционированию механизма предоставления ценных бумаг в ссуду, работа которого обеспечивается Государственным казначейством Вьетнама².

¹С 1 июля 2018 года он заменил предыдущий Декрет № 01.

²В законодательстве Вьетнама механизм предоставления ценных бумаг в ссуду называется поддержкой ликвидности.

Обновленный закон был дополнен несколькими циркулярами, призванными повысить эффективность операций на рынке государственных облигаций³. Эти циркуляры были направлены на устранение пробелов в законодательстве за счет облегчения процесса управления обязательствами (посредством операций «свитч» и выкупа), бесперебойного функционирования системы первичных дилеров, поддержки ликвидности со стороны государственного казначейства и проведения операций для первичных дилеров в течение одного дня с целью повышения эффективности системы маркет-мейкинга. Были выпущены три циркуляра: 1) Циркуляр 110 о выпуске государственных долговых инструментов и расчетах по ним; 2) Циркуляр 111 об операциях «свитч» и выкупа государственных, гарантированных государством и муниципальных облигаций на внутреннем рынке; 3) Циркуляр 30 о регистрации, хранении в депозитарии, листинге, торговле и обеспечении расчетов по государственным долговым инструментам и гарантированным государством облигациям, выпущенным банками для целей социальной политики, и муниципальным облигациям.

Результаты

Вьетнам создал правовую базу, которая стала основой для обновленной стратегии выпуска долговых обязательств. Эта основа способствовала активному росту рынка государственных облигаций в последние годы, в то время как росла также значимость внутреннего рынка государственных ценных бумаг.

Грузия. Разработка и проведение налоговых реформ для поддержки развития рынка облигаций в национальной валюте

Условия и трудности

В апреле 2016 года Грузия обнародовала «Стратегию и план действий по развитию рынка капитала» (План развития рынков капитала) с целью активного расширения доступа к финансовым услугам, что является одной из ключевых задач *стратегии социально-экономического развития страны «Грузия-2020»*. В Плане развития рынков капитала определен ряд препятствий на пути развития рынков капитала в Грузии, в частности, неудовлетворительность нормативно-правовой базы, особенно в отношении налогообложения.

Решение

Официальные органы провели реформу основ налогового законодательства, регулирующих первичный и вторичный рынки облигаций Грузии.

³Выпущены в 2018 году и в 2019 году.

Таблица приложения 1.1. Недавно утвержденные реформы налогового законодательства в Грузии

Пакет 1 (Ставки и льготы)	Пакет 2 (Технические поправки)
Для государственных ценных бумаг предусмотрены льготы по налогу на доходы и прирост стоимости (для иностранных инвесторов).	Технические поправки устраняют налоговые препятствия и обеспечивают уверенность инвесторов, распространяясь на следующее: <ul style="list-style-type: none"> • вторичные продажи (разделение на составляющие капитала и процентов), • налогообложение операций РЕПО (как описано во вставке 2 части I), • налогообложение предоставления ценных бумаг в ссуду (аналогично РЕПО), • режим для финансового обеспечения (аналогично сделкам РЕПО), • налогообложение производных инструментов (в привязке к рынку).

Были проанализированы действующие основы налогового законодательства с целью выявления областей, нуждающихся в реформе, а затем разработан и подготовлен ряд мер в области налогового законодательства, которые должны в большей степени способствовать достижению цели государственной политики, заключающейся в повышении емкости внутренних рынков капитала, включая рынки облигаций в национальной валюте (РОНВ).

Эти усилия привели к принятию различных пакетов реформ налогового законодательства. Первоначально реформы были направлены в основном на сторону предложения государственных ценных бумаг (налоговый режим для государственных ценных бумаг на первичном и вторичном рынках). Официальные органы также занимались вопросами на стороне спроса (эффективное и рациональное согласование налогового режима между основными группами институциональных инвесторов, включая взаимные и инвестиционные фонды, чтобы стимулировать инвестиции в государственные ценные бумаги и повышение их ликвидности). В таблице 1.1 приложения представлен обзор комплексных реформ, проведенных в Грузии для создания конкурентоспособных основ налогового законодательства для всех основных категорий инвесторов на первичном и вторичном рынках облигаций Грузии, в том числе для инвесторов-нерезидентов.

Результаты

В настоящее время в Грузии действует налоговая система, которая обеспечивает четкие и надежные правила для определения налогового режима в отношении доходов от облигаций в национальной валюте (таких как проценты, дисконт и суммы погашения). Система распространяется на все основные категории отечественных и иностранных инвесторов. Реформы внесли столь необходимую ясность в налоговый режим в отношении операций на вторичном рынке (например, налоговый режим для доходов от вторичной продажи для розничных

и институциональных инвесторов, а также для операций РЕПО, предоставления ценных бумаг в ссуду, финансового обеспечения и операций с производными инструментами для институциональных инвесторов).

Также установлен официальный налоговый режим для иностранных инвесторов. В Грузии введены льготы и освобождения по налогу у источника выплаты процентов и по налогу на прирост стоимости капитала (см. таблицу 1.1 приложения), согласующиеся с общепринятой международной практикой. Этот новый режим помог наладить критически важные инвестиционные связи между рынком облигаций Грузии и Clearstream⁴.

Для того чтобы в полной мере реализовать преимущества этих налоговых реформ, потребуется время. Однако недавние усилия по устранению налоговых препятствий и созданию конкурентоспособной налоговой системы, охватывающей все основные категории инвесторов, включая нерезидентов, создали благоприятные правовые условия для дальнейшего продвижения по пути создания в Грузии более емкого РОНВ.

Грузия. Инфраструктура финансового рынка

Условия и трудности

Для инфраструктуры, касающейся действий после проведения операций купли-продажи государственных и корпоративных ценных бумаг, была характерна фрагментация между центральным банком и фондовой биржей. Операции центрального депозитария ценных бумаг (ЦДЦБ) центрального банка были автоматизированы, но процессы в сегменте корпоративных ценных бумаг проводились с бумажными документами и вручную, расчеты занимали несколько дней, имел место умеренный риск ответственного хранения и расчетов, а стойкость инфраструктуры финансового рынка (ИФР) по отношению к сбоям в работе и катастрофическим событиям была слабой. Задача для небольшого развивающегося рынка частного капитала заключалась в том, чтобы создать условия для работы и регулирования деятельности сегмента рынка негосударственных ценных бумаг в составе рынка капитала в рамках единой системы ИФР, независимой от рынка государственных ценных бумаг.

Решение

В 2018 году Национальный банк Грузии провел консультации и совместную работу с Грузинской фондовой биржей с целью создания государственно-

⁴Дополнительная информация о депозитарии ценных бумаг Clearstream размещена по адресу: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/europe-non-t2s/georgia/market-link-guide-georgia-1281410>.

частной централизованной системы ИФР, обслуживающей как рынок государственных ценных бумаг, так и рынок капитала.

Была создана Система расчетов по ценным бумагам Грузии, которая представляет собой единую систему с функциями ЦДЦБ и проведения аукционов и полностью интегрирована с системой валовых расчетов в режиме реального времени⁵. Система поддерживает работу двух центральных депозитариев, которые беспрепятственно взаимодействуют между собой и с системой валовых расчетов в режиме реального времени, а также со счетами коммерческих банков в Национальном банке Грузии. Эта система обеспечивает эффективный перевод ценных бумаг между ЦДЦБ и расчеты в деньгах центрального банка по всем операциям финансового сектора с ценными бумагами⁶.

Национальный банк Грузии является владельцем и оператором физического оборудования и сети системы, но владельцами прав на программное обеспечение являются совместно национальный банк и ЦДЦБ. Соответственно, Национальный банк Грузии отвечает за всю системно значимую инфраструктуру финансового рынка, то есть за мощность и показатели деятельности системы, за обслуживание и развитие систем, а также за развитие и обслуживание площадок ППП для первичного и вторичного рынка. Грузинская фондовая биржа обеспечивает деятельность ЦДЦБ в рамках Системы расчетов по ценным бумагам Грузии на основании договорных отношений с национальным банком.

Современная система отвечает всем требованиям: 1) Национального банка Грузии и Министерства финансов для развития рынка государственных ценных бумаг, 2) Национального банка Грузии для проведения операций денежно-кредитной политики и поддержания финансовой стабильности, 3) Грузинской фондовой биржи для поддержания развития рынка капитала.

Результат

Национальный банк Грузии ведет деятельность ЦДЦБ исключительно в отношении государственных ценных бумаг и ценных бумаг, выпущенных национальным банком. Грузинская фондовая биржа ведет деятельность ЦДЦБ в отношении корпоративных долговых обязательств, наднациональных долговых обязательств в национальной валюте, инструментов участия в капитале и других ценных бумаг. Национальный банк Грузии и фондовая биржа отвечают за развитие рынка государственных ценных бумаг и рынка

⁵Система разработана международным поставщиком программного обеспечения для систем ИФР.

⁶Этого сложнее достичь между несколькими автономными расчетными системами центральных депозитариев и центральных банков.

капитала, их регулирование, расчеты, мониторинг этих рынков и надзор за их деятельностью. Поскольку эти ЦДЦБ работают независимо друг от друга, национальный банк может проводить отвечающую государственным интересам политику в области функционирования и развития рынка государственных ценных бумаг, а Грузинская фондовая биржа может самостоятельно решать задачи частного сектора по развитию рынков капитала. Например, каждый ЦДЦБ может устанавливать собственные правила, нормы и тарифы, создавать новые ценные бумаги, определять критерии доступа инвесторов⁷, управлять действиями компаний, использовать надлежащие модели проведения операций (внебиржевые или биржевые) и устанавливать предпочтительные модели расчетов (DVP1, DVP3), вести мониторинг расчетов и регулировать деятельность⁸.

В результате была достигнута максимальная эффективность операций за счет консолидации инфраструктуры путем: 1) поддержания интересов государственного сектора, когда центральный банк является оператором системы и выполняет функции ЦДЦБ только для государственных облигаций; 2) отстранения государственного сектора и (или) центрального банка от коммерческих операций ЦДЦБ (корпоративные облигации и акции), которые в полной мере относятся к деятельности частного сектора и несут с собой правовые, финансовые и репутационные риски; 3) увеличения доли участия Национального банка Грузии, использования его репутации и поддержки за счет его финансового потенциала для повышения доверия инвесторов к ИФР как для государственных ценных бумаг, так и для рынков капитала, особенно инвесторов-нерезидентов.

Малайзия. Снижение барьеров для участия иностранных инвесторов

Условия, трудности и решение

Нормативно-правовая база Малайзии была реформирована для привлечения международных инвесторов. Малайзия проводит все более серьезные реформы, направленные на устранение барьеров, сдерживающих участие иностранных инвесторов в РОНВ.

В 2004 году официальные органы отменили для нерезидентов налог у источника, возникающий на доходы по государственным и корпоративным облигациям. Были также значительно ослаблены ограничения на конвертируемость национальной валюты — в 2005 году нерезидентам впервые было разрешено продавать форвардные валютные контракты за малазийский ринггит для хеджирования поступлений и установленного вывоза средств при продаже

⁷Часто есть различия в политике, касающиеся требований для пользования государственными и частными ЦДЦБ.

⁸DVP1 является моделью, принимаемой по умолчанию для государственных ценных бумаг, и Грузинская фондовая биржа использует DVP1 и DVP3.

активов в ринггитах. В 2007 году, чтобы предоставить нерезидентам возможность привлекать заемные средства в национальной валюте для финансирования инвестиций, государство отменило лимит на овердрафты, предоставляемые уполномоченными дилерами нерезидентам — биржевым брокерам или банкам ответственного хранения для расчетов за покупку котируемых ценных бумаг. В том же году были отменены и требования по регистрации кредитов нерезидентам, выраженных в ринггитах.

В 2016 году и в 2017 году центральный банк объявил о ряде мер, направленных на повышение ликвидности внутреннего валютного рынка. Эти меры предоставили инвесторам дополнительную гибкость для активного хеджирования своих рисков, а резидентам — больше возможностей для хеджирования процентных ставок за счет дополнительной либерализации регулируемых коротких продаж. В последнее время для дальнейшего развития рынка были предприняты и другие инициативы: 1) расширение рынка РЕПО за счет увеличения количества ценных бумаг, не относящихся к последним выпускам, которые можно получать взаимно через РЕПО, 2) совершенствование механизмов поставки ценных бумаг и 3) облегчение операций хеджирования для иностранных инвесторов.

Результаты

Эти меры привели к увеличению доли иностранных инвесторов на РОНВ. Доля иностранных инвесторов выросла с 13,5 процента в конце 2009 года до пика в 35,75 процента в сентябре 2016 года, а затем снизилась до примерно 24 процентов (по состоянию на март 2019 года). Состав базы инвесторов на малазийском рынке облигаций также расширился за счет увеличения количества среднесрочных и долгосрочных инвесторов, что также способствовало повышению стабильности рынка.

Валютные меры, принятые в 2016–2017 годах, способствовали развитию рынка. Эти изменения привели к увеличению возможностей хеджирования и предложения иностранной валюты на внутреннем рынке. Хотя оборот на внутренних валютных рынках спот, форвард и своп повысился, спреда между ценой спроса и предложения сократились, а волатильность ринггита снизилась (Grigorian, 2019). Наличие эффективного рынка валютных производных инструментов в Малайзии помогло привлечь более широкий круг иностранных инвесторов и обогатить рынок облигаций за счет лучшего выявления цен и повышения ликвидности (Lu and Yakolev, 2018).

Малайзия. Создание предпосылок и обширной базы институциональных инвесторов для поддержки развития внутреннего рынка государственного долга

Условия и трудности

Малайзия перешла от состояния профицита бюджета к развитию рынка государственных ценных бумаг. До конца 1950-х годов, когда Малайзия обрела независимость (в 1957 году), у правительства Малайзии не было необходимости в привлечении заемных средств или стимулов к этому, учитывая профицит ее бюджета, поддерживавшийся высокими ценами на биржевые товары и проциклической налогово-бюджетной политикой⁹. Глобальный спад цен на биржевые товары в период с середины до конца 1950-х годов негативно сказался на положении страны, и государство стало в большей мере готовиться к принятию долговых обязательств, создавая необходимые предпосылки для формирования жизнеспособного и прочного внутреннего рынка государственных долговых обязательств.

Решение

Было предпринято несколько мер, но ни одна из них не была так важна, как создание внутренней базы институциональных инвесторов. Директивные органы установили, что необходимо иметь достаточно большой объем непогашенных ценных бумаг, ситуацию стабильной процентной ставки, значимых участников рынка и предсказуемый график регулярных выпусков. На начальном этапе основное внимание уделялось первому условию: достаточно большому объему государственных ценных бумаг. Государственные ценные бумаги Малайзии (в основном среднесрочные и долгосрочные) были введены с двойной целью: не только для финансирования государственного сектора, но и чтобы создать инвестиционный актив для крупнейшего в стране резервного фонда, Фонда обеспечения работников (ФОР), который был сформирован в 1951 году. Хотя с тех пор база внутренних институциональных инвесторов значительно расширилась и включает не только ФОР, главный урок заключается в том, что политика создания внутреннего долгосрочного капитала является принципиально важным фактором для развития внутреннего рынка государственного долга и одним из предварительных условий для привлечения иностранных инвесторов. В настоящее время правительство Малайзии в значительной степени полагается на внутренние выпуски для финансирования своих потребностей в заемных средствах, и на конец

⁹Данный раздел в значительной мере опирается на публикацию Malaysian Securities Commission (2004).

Таблица приложения 1.2. Основные институциональные инвесторы Малайзии

	Фонд обеспечения работников (крупнейший пенсионный фонд Малайзии)	KWAP (второй по величине пенсионный фонд Малайзии)	Permodalan Nasional Berhad (крупнейшая в Малайзии компания по управлению активами)
Активы под управлением	839,6 млрд МР (на конец 2018 года)	136,5 млрд МР (конец 2018 года)	298,5 млрд МР (конец 2018 года)

Источники: годовой отчет Фонда обеспечения работников за 2018 год; годовой отчет KWAP за 2018 год; годовой отчет Permodalan Nasional Berhad за 2018 год.

Примечание. KWAP — Kumpulan Wang Persaraan; МР — малазийский ринггит.

2019 года внешние заимствования составляли всего 3 процента от общей суммы долга¹⁰.

ФОР является краеугольным камнем развития малазийского рынка глобальных облигаций. ФОР был создан для стимулирования сбережений домашних хозяйств (его деятельность регулируется законом «О ФОР» 1951 года), и почти все официально работающие малазийцы (и их наемные работники) обязаны производить отчисления в этот фонд по определенным установленным ставкам. Отчисления сохраняются как долгосрочный капитал. Политикой фонда установлено, что 70 процентов взносов участников не могут изыматься до достижения пенсионного возраста в 55 лет, а остальные 30 процентов могут изыматься только при определенных обстоятельствах (например, на жилье или образование). Взносы в ФОР стабильно накапливались на протяжении почти семидесяти лет. В результате на конец 2019 года совокупный размер фонда составил значительную сумму в 839,6 миллиарда ринггитов, или 58 процентов ВВП, что делает его одним из крупнейших пенсионных фондов в мире по этому показателю. С момента своего создания ФОР продолжал активно инвестировать в рынок облигаций; в последнее время в своей деятельности он руководствуется положениями закона 1991 года.

Планируются дальнейшие усилия по увеличению и развитию спроса (таблица 1.2 приложения). С течением времени Управление рынков капитала и Центральный банк предприняли ряд мер для формирования емкой и широкой базы инвесторов, а также для создания отрасли управления активами, включающей страховые компании, паевые трастовые фонды, розничные фонды и взаимные фонды. Эти шаги были важны для того, чтобы создать условия для делегирования функций по управлению активами со стороны крупных инвесторов, приобретающих инструменты для их хранения, таких как ФОР, для дальнейшего увеличения ликвидности на вторичном рынке. Создание в 1980-х годах крупной национальной компании по управлению активами и паевого трастового фонда,

¹⁰Внешние займы включают принадлежащие нерезидентам ценные бумаги, выпущенные внутри страны в качестве внутреннего долга.

Permodalan Nasional Berhad, также сыграло важную роль в поддержании формирования крупной базы внутренних инвесторов, что также способствовало инвестициям в малазийские глобальные ценные бумаги.

Индия. Переход от финансового сдерживания к рыночным ставкам

Условия и трудности

До 1990-х годов рынок государственных ценных бумаг в Индии характеризовался множеством разнообразных мер финансового сдерживания. Эти характеристики включали регулируемые ставки, отсутствие кривой доходности, бездействующий вторичный рынок и базу зависимых инвесторов, представленных банками. Растущий бюджетный дефицит в 1980-х годах значительно увеличил объем долга центрального правительства, особенно краткосрочного, что объяснялось автоматическим покрытием дефицита Резервным банком Индии через механизм специальных казначейских векселей¹¹. Искусственно заниженная доходность по государственным ценным бумагам также влияла на структуру доходности других финансовых активов в системе и вела к высоким ставкам по кредитам в целом. В этих условиях и в контексте общей программы экономических реформ в начале 1990-х годов начались реформы на рынках государственных ценных бумаг.

Решение

Первый этап реформ (начало 1990-х годов) был посвящен созданию благоприятных условий для развития рынка государственных ценных бумаг. Этот этап включал отмену автоматической монетизации и повышение бюджетной дисциплины с помощью бюджетных ссуд¹². Была также отменена система регулируемых процентных ставок, а механизм эмиссии был перестроен таким образом, чтобы в нем отражались рыночные цены¹³.

¹¹Специальные казначейские векселя имели срок погашения 91 день, но они могли аннулироваться в любой момент, даже до наступления срока погашения, если это было целесообразно с учетом состояния кассовых средств государства. В дату их погашения специальные казначейские векселя конвертировались в специальные ценные бумаги.

¹²Механизм бюджетных ссуд официально заменил механизм специальных казначейских векселей в 1997 году, однако этот процесс был начат в 1994 году.

¹³Более конкретно, система установления цен в рамках аукциона была введена в 1991 году. Впоследствии в 1993 году для управления ликвидностью и в качестве эталонных бумаг были введены 91-дневные казначейские векселя. Между Резервным банком Индии и правительством было подписано историческое соглашение о чистой эмиссии специальных казначейских векселей. Чистая эмиссия специальных казначейских векселей постепенно снижалась с пикового уровня более 38 процентов в начале 1990-х годов до 18 процентов по состоянию на конец 2019 года.

Второй этап реформ в середине и конце 1990-х годов был посвящен созданию рыночной и институциональной инфраструктуры. В 1995 году была создана система первичных дилеров и система расчетов по схеме ППП, а также введены облигации с плавающей ставкой. Рынок получил дальнейшее развитие благодаря введению операций РЕПО и разрешению иностранным институциональным инвесторам вкладывать средства на РОНВ в пределах установленных лимитов. В 1997 году Резервный банк Индии и правительство также заключили соглашение о введении системы бюджетных ссуд центральному правительству, одновременно с договоренностью, в частности, о прекращении выпуска специальных казначейских векселей. Впоследствии, в 1999 году, были введены внебиржевые производные инструменты на процентные ставки, такие как процентные свопы и соглашения о форвардных ставках. Кроме того, в 2000 году был создан механизм корректировки ликвидности для урегулирования системных краткосрочных дефицитов ликвидности в качестве одного из первоочередных инструментов для операций денежно-кредитной политики.

Правительство также урегулировало вопрос о конфликте интересов между проведением денежно-кредитной политики и операциями по управлению долгом. Принятие в 2003 году Закона о бюджетной ответственности и управлении бюджетом запретило Резервному банку Индии участвовать в операциях первичного рынка, тем самым снизив вероятность возникновения конфликта интересов между управлением долгом и денежно-кредитной политикой. Этой реформе также способствовал относительный успех в развитии рынка государственных ценных бумаг, достигнутый к тому времени.

Результат

Доля рыночных заимствований центрального правительства в финансировании бюджетного дефицита выросла с 18 процентов в 1992 финансовом году до более 70 процентов в 2003 финансовом году. Это сопровождалось первоначальным увеличением стоимости долга, которое со временем сошло на нет.

Вследствие успешного введения системы рыночных аукционов выпуски оказались сосредоточены на более коротких сроках погашения. Выпуск облигаций со сроком погашения более 10 лет сократился с 76 процентов общей суммы заимствований в 1992 финансовом году до 16,1 процента в 1999 финансовом году. За тот же период доля ценных бумаг со сроком погашения менее пяти лет увеличилась с 7,4 процента до 41,4 процента общей суммы заимствований. В начале 2000-х годов правительство начало проводить стратегию создания эталонных показателей, которая также потребовала изменений в режиме управления ликвидностью. С тех пор

государство продолжает развивать кривую доходности и удлинять средневзвешенный срок своих непогашенных долговых обязательств¹⁴.

Гондурас. Введение электронной торговой платформы для денежных рынков

Условия и трудности

Рынок капитала Гондураса имеет небольшую емкость, а банковская система стойко характеризуется избыточной ликвидностью. Отмечались трудности в развитии посреднической деятельности на межбанковском денежном рынке, что ограничивало развитие внутреннего рынка. Банки традиционно предпочитают поддерживать значительный запас кассовых средств на случай потенциальных и внезапно возникающих потребностей их клиентов в ликвидности. Кроме того, ограниченность традиций межбанковского кредитования ведет к тому, что коммерческие банки предпочитают размещать избыточную ликвидность в инвестиционном механизме Центрального банка Гондураса, а не предоставлять ее взаем другим банкам, которые могут в ней нуждаться. Кроме того, более крупным банкам трудно вести операции с новыми или более мелкими банками, поскольку у небольших банков нет активов, которые они могли бы предоставлять в залог.

Центральный банк Гондураса поощряет развитие межбанковского рынка обеспеченных операций, в которых применяются сделки РЕПО и обратного РЕПО. В декабре 2017 года им было принято постановление, согласно которому любая кредитная операция в национальной валюте между организациями финансовой системы (межбанковские кредиты) может быть обеспечена любой ценной бумагой государства или центрального банка с использованием платформы Депозитария ценных бумаг Центрального банка Гондураса или фидуциарной гарантией.

Решение

Центральный банк Гондураса ввел в действие электронную торговую площадку для повышения ликвидности и прозрачности на рынках РЕПО. Электронная торговая площадка — это платформа, на которой банки и финансовые фирмы ежедневно с 9:00 утра до 12:20 пополудни проводят операции РЕПО с ценными бумагами Центрального банка Гондураса или государства. Ограничение времени торгов призвано сконцентрировать

¹⁴С 6,5 года в 1998 финансовом году до 8,9 года к 2003 финансовому году и далее до 10,6 года к 2018 финансовому году.

ликвидность рынка и способствовать тому, чтобы система была более привлекательной для участников рынка.

Результат

Со времени введения электронной торговой площадки в январе 2019 года активность на межбанковском рынке повысилась. Это проявляется в объеме торгов на рынке межбанковских кредитов, который вырос со среднемесячного показателя в 1,8 млрд гондурасских лемпир в 2015–2018 годах до почти 30 млрд лемпир в период с апреля по июль 2019 года. Электронная торговая площадка также способствовала увеличению ликвидности на рынке межбанковских РЕПО, что облегчило инвесторам хранение запасов ценных бумаг, финансируя их за счет РЕПО в те периоды, когда у них недостаточно ликвидности. И в то же время она содействовала проведению денежно-кредитной политики, помогая приблизить среднюю межбанковскую ставку к директивной ставке (несмотря на избыток структурной ликвидности). Таким образом, эта площадка способствовала определению начальной точки кривой доходности в лемпирах.

Бразилия и Мексика. Управление долгом и координация денежно-кредитной политики

Условия и трудности

Бразилия и Мексика столкнулись с трудностями в сфере координации операций по управлению долгом и операций денежно-кредитной политики, поскольку центральные банки обеих стран проводили денежно-кредитную политику посредством выпуска собственных ценных бумаг. Большой приток капитала в эти страны привел к значительной эмиссии бумаг центральных банков. Это породило не только нежелательную конкуренцию между двумя официальными эмитентами, но и вызывало фрагментацию рынка, что препятствовало развитию РОНВ.

Обе страны пришли к заключению, что такая схема не способствует развитию рынка, и достигли договоренностей о лучшей координации своих мер политики. Две страны по-разному подошли к решению этих вопросов.

- В 2006 году Центральный банк Мексики согласился использовать государственные ценные бумаги для регулирования избыточной ликвидности в банковской системе. В рамках этого нового механизма Банк Мексики и Министерство финансов проводят ежеквартальные заседания для определения сумм подлежащих выпуску государственных ценных бумаг.

Государственные ценные бумаги, которые впоследствии стали выпускаться для целей денежно-кредитной политики, являются взаимозаменяемыми с ценными бумагами, выпускаемыми государством для целей финансирования.

- В Бразилии Закон о бюджетной ответственности, принятый в 2002 году, запрещает центральному банку выпускать собственные ценные бумаги. С тех пор денежно-кредитная политика проводится с помощью соглашений РЕПО, в которых в качестве залога используются рыночные государственные ценные бумаги.

Результаты

В настоящее время денежно-кредитная политика в обеих странах проводится с использованием ценных бумаг центрального правительства. Этот процесс позволяет избежать фрагментации рынка, которая может возникать в случае выпуска двух разных видов ценных бумаг. Эта политика также способствует повышению ликвидности государственных ценных бумаг без ущерба для способности центрального банка проводить денежно-кредитную политику.

Перу. Совершенствование стратегии эмиссии

Условия и трудности

В Перу возникли существенные трудности в связи с низким уровнем ликвидности вторичного рынка государственных облигаций, несмотря на получение в 2008 году статуса бумаг инвестиционного класса. Основными причинами низкой ликвидности были: 1) фрагментация выпуска государственных ценных бумаг и ценных бумаг центрального банка, 2) ограниченная предсказуемость на первичном рынке, связанная с календарем аукционов Министерства экономики и финансов (МЭФ), и 3) ограниченный потенциал первичных дилеров в выполнении функций маркет-мейкеров. Кроме того, методология аукциона (гибридная) и референтное предложение влияли на формирование цен и спрос инвесторов. В 2015 и 2016 годах недостаток спроса и разброс цен вынудили МЭФ отменить значительное количество аукционов.

Решение

С начала 2017 года МЭФ предприняло несколько мер в целях повышения предсказуемости аукционов. Они включали: 1) расширение взаимодействия с первичными дилерами и основными пенсионными

фондами (называемыми AFP) в отношении спроса на аукционе, 2) замену метода гибридного аукциона аукционом с единой ценой и 3) повторное открытие уже имеющихся выпусков эталонных облигаций для сокращения количества выпусков непогашенных облигаций.

Результат

Принятые меры повысили общую прозрачность и способствовали увеличению ликвидности вторичного рынка. После проведения названных реформ МЭФ не приходилось отменять аукционы. Эта стратегия помогла МЭФ «соляризировать» (соль — название перуанской валюты) общий долг, увеличив долю долга в национальной валюте с 5 процентов в 2004 году до 61 процента в 2018 году. Кроме того, ликвидность вторичного рынка выросла со среднемесячного показателя в 4,8 миллиарда солей в 2015 году до 14 миллиардов солей в 2018 году. Это также позволило первичным дилерам лучше обслуживать своих клиентов и покрывать свои позиции на вторичном рынке.

Западноафриканский экономический и валютный союз. Улучшение функционирования первичного рынка и стратегия эмиссии

Условия

До 2015 года региональный рынок государственного долга Западноафриканского экономического и валютного союза (ЗАЭВС) характеризовался меньшей прозрачностью и меньшей предсказуемостью операций выпуска и отсутствием регулярной эмиссии долговых инструментов¹⁵. В большинстве стран календари выпуска и соответствующая информация о выпусках заранее не предоставлялись участникам рынка. В некоторых случаях объявления о торгах публиковались за день до аукциона, что приводило к неопределенности для инвесторов и тем самым снижало возможности максимального участия в аукционах. Иногда страны конкурировали за ликвидность по одинаковым срокам погашения на узком рынке, которому недоставало ни емкости, ни ликвидности, проводя аукционы в один и тот же день. Во всех странах суммы выпуска часто значительно превышали объявленные суммы. Результаты аукционов не всегда своевременно раскрывались. Стратегии

¹⁵В ЗАЭВС входят следующие страны: Бенин, Буркина-Фасо, Гвинея-Биссау, Кот-д'Ивуар, Мали, Нигер, Сенегал и Того. Они пользуются общей валютой, франком КФА, который привязан к евро, имеют региональный рынок капитала и региональные финансовые органы, включая центральный банк ЗАЭВС. Каждая страна разрабатывает и реализует собственную программу заимствований. Инвесторы в любой из стран ЗАЭВС могут приобретать ценные бумаги, выпускаемые правительством любой из стран ЗАЭВС.

эмиссии предусматривали несбалансированный выбор сроков погашения (предпочтение отдавалось долгосрочным амортизируемым ценным бумагам) вместо систематического подхода к постепенному удлинению кривой доходности. При содействии Всемирного банка и МВФ официальные органы реализовали ряд мер по улучшению функционирования и повышению привлекательности регионального рынка государственных ценных бумаг.

Решение

В 2013 году региональные официальные органы создали региональное ведомство Agence UMOA-Titres для координации выпуска ценных бумаг на региональном рынке и в последующие годы укрепили нормативную базу для операций на первичном рынке. Региональное ведомство оказывает помощь странам-участницам в операционных аспектах аукционов (публикация календаря эмиссии, объявление тендеров, результаты аукционов, зондирование рынка и т. п.), а также в вопросах координации между различными эмитентами и связей с инвесторами. В последующие годы региональные официальные органы с помощью нормативных актов провели ряд мер, направленных на повышение предсказуемости и прозрачности операций с государственными ценными бумагами, включая: 1) публикацию квартального календаря эмиссии в начале каждого квартала, 2) объявление на рынке не менее чем за пять дней до каждого аукциона о сумме бумаг, которые будут выставлены на продажу, и предлагаемых сроках погашения и 3) применение верхнего ограничения на сумму выпуска относительно объявленной суммы.

В то же время большинство стран ЗАЭВС укрепили потенциал своих структур по управлению долгом в целях подготовки и реализации согласованной стратегии финансирования. При содействии МВФ и Всемирного банка для многих стран было проведено адаптированное к их условиям обучение по вопросам разработки и осуществления внутренних программ привлечения заемных средств с помощью рыночных инструментов, оценки спроса инвесторов и взаимодействия с ними. Также были проведены региональные обучающие программы по основам рынка государственных ценных бумаг (характеристики государственных ценных бумаг и установление цен на них), методам эмиссии и мерам для формирования кривой доходности.

Результат

В регионе достигнуты значительные успехи в повышении предсказуемости и прозрачности аукционов и в гармонизации практики эмиссии. С 2015 года календари выпуска публикуются в начале каждого квартала.

Сроки публикации результатов аукциона значительно сократились, в среднем с двух дней до трех часов. Хотя еще сохраняется потенциал для дальнейших улучшений, большинство стран в настоящее время находятся в регулярном взаимодействии с участниками рынка по поводу планов заимствований и состояния рынка. Значительно сократились расхождения между фактическим выпуском и планами выпуска.

Рынок государственных ценных бумаг стран ЗАЭС также стал довольно активным, и увеличилась его значимость. Все восемь стран в настоящее время выпускают ценные бумаги в рамках нескольких аукционов в год по сравнению периодом до 2016 года, когда облигации в основном выпускались с меньшей периодичностью и с помощью механизмов синдикации. Инвесторы на рынке ЗАЭС регулярно приобретают облигации у эмитентов из разных стран региона, и отмечается повышение квалификации должностных лиц, отвечающих за разработку и реализацию программ заимствований с помощью внутренних рыночных инструментов. На настоящий момент трех- и пятилетние облигации с единовременным погашением заменили собой амортизируемые среднесрочные облигации, и постепенно вводятся небольшие объемы семи- и десятилетних облигаций с единовременным погашением.

Сербия. Создание эталонных облигаций и повышение уровня динаризации

Условия и трудности

По состоянию на 2015 год рынок государственных ценных бумаг в Сербии характеризовался регулярным выпуском инструментов в евро и наличием сильно фрагментированного портфеля государственных облигаций, выраженных в сербских динарах. На 31 декабря 2015 года доля государственного долга, выраженного в динарах, составляла 22,2 процента. Портфель государственных ценных бумаг в динарах состоял из большого количества непогашенных неликвидных инструментов, а средний срок погашения портфеля внутреннего долга оставался низким по сравнению с другими странами региона. В условиях фрагментации рынка государственных облигаций в национальной валюте Управление государственного долга приняло решение о введении программы выпуска эталонных облигаций с целью создания ликвидных эталонных инструментов путем регулярного нового открытия уже существующих выпусков эталонных облигаций. Правительство рассматривало развитие рынка государственных облигаций в национальной валюте в качестве центральной части своих усилий по развитию сербского рынка капитала и уменьшению роли евро в экономике.

Программа создания эталонных инструментов была названа центральным пунктом программы повышения ликвидности рынка, достижения его большей привлекательности для инвесторов и создания условий, позволяющих государству продавать инструменты с более длительными сроками погашения.

Решение

Управление государственного долга приступило к реализации комплекса мер по повышению ликвидности рынка государственных облигаций в динарах путем формирования эталонной кривой доходности. Основное внимание уделялось выпуску трех-, пяти- и семилетних эталонных облигаций, и применялись повторные открытия выпусков для наращивания объема эталонных выпусков до эквивалента примерно 1 млрд долларов. Чтобы минимизировать риски рефинансирования, Управление государственного долга начало проводить мероприятия по управлению обязательствами до наступления срока погашения облигаций в 2018 году.

Чтобы укрепить правовую базу выпуска облигаций в Сербии, были внесены изменения в закон о долговых обязательствах. Действовавший закон о государственном долге возлагал на Управление государственного долга задачу снижения стоимости долга. Такая формулировка не соответствовала надлежащей мировой практике и могла служить юридическим обоснованием для политического вмешательства в управление долгом. Кроме того, были изменены другие значимые положения правовой базы, чтобы обеспечить возможность заключения соглашений РЕПО, в большей степени согласующихся с Глобальным генеральным соглашением по РЕПО. В 2018 году был принят и введен в действие новый закон «О финансовых залогах», призванный укрепить правовую основу рынка РЕПО.

Результат

Введение эталонных облигаций привело к повышению ликвидности вторичного рынка. Десятилетние эталонные облигации, выпущенные в феврале 2018 года, и семилетние эталонные облигации, выпущенные в январе 2019 года, в течение первой половины 2019 года имели коэффициенты оборачиваемости 51 и 113 процентов в годовом выражении, соответственно, по сравнению со средним коэффициентом оборачиваемости для всех облигаций в динарах на уровне 39 процентов. Спреды между ценами покупки и продажи в случае эталонных облигаций также являются значительно более узкими. Повышение спроса также способствовало выпуску облигаций с более длительными сроками погашения. В феврале 2020 года Управление государственного долга выпустило

12-летние облигации на сумму 19,3 млрд динаров (примерно 170 млн долларов), что стало самым долгосрочным выпуском инструментов в динарах за всю историю.

Формирование эталонной кривой доходности также привлекло иностранных инвесторов и позволило Сербии выполнить условия для включения в основные мировые индексы эталонных облигаций. Высокий уровень прозрачности цен, ликвидности и стабильности рынка — это ключевые аспекты, учитываемые для включения в индексы их составителями. В феврале 2020 года компания J. P. Morgan объявила о вероятном включении облигаций в сербских динарах в свой глобальный индекс государственных облигаций в национальной валюте (J. P. Morgan Government Bond Index-Emerging Markets). Это способствовало привлечению новых инвесторов на рынок облигаций в динарах.

Доля динара в общем объеме непогашенной задолженности значительно возросла. К концу 2019 года доля государственного долга, выраженного в динарах, увеличилась до 27,7 процента. Это увеличило возможности Национального банка Сербии проводить независимую денежно-кредитную политику, одновременно повысив скорость и качество передачи воздействия мер денежно-кредитной политики, что способствовало макроэкономической стабильности.

Албания. Программа создания маркет-мейкеров

Условия и трудности

Албания оказалась в ситуации слабой ликвидности вторичного рынка и низкого уровня прозрачности цен. Албания в значительной степени опирается на внутренний рынок, учитывая высокое отношение долга к ВВП (66 процентов в 2019 году), и более половины долговых обязательств выражены в национальной валюте. В течение многих лет в Албании проводились регулярные операции на первичном рынке, имелись выпуски непогашенных инструментов по основным срокам, но вторичный рынок был неликвидным. Это вело к низкому уровню прозрачности цен, что также повышает стоимость заимствований для государства.

Решение

В 2018 году Министерство финансов и экономики Албании приняло решение об осуществлении пилотного проекта по созданию системы маркет-мейкеров для повышения ликвидности и прозрачности вторичного рынка. В качестве наиболее подходящего срока для создания

эталонной ценной бумаги Министерство выбрало пятилетние облигации с фиксированным купоном. Цель пилотного проекта заключалась в увеличении объема конкретной ценной бумаги за счет частого выпуска одной и той же облигации, чтобы стимулировать увеличение операций. В течение шести месяцев пилотный проект должен был довести величину непогашенного выпуска инструмента до 12–13 миллиардов албанских леков, или 120 миллионов долларов.

Доступ к аукционам был предоставлен маркет-мейкерам, которые заключили договор с Министерством финансов и экономики. Пять банков согласились выступить в качестве маркет-мейкеров в рамках пилотного проекта, при этом каждый банк обязался приобрести не менее 3 процентов от общего объема выпуска в течение шести месяцев. Кроме того, они согласились предоставлять котировки цен на облигации на основе максимальных усилий в пределах имеющихся возможностей, участвовать в ежедневном фиксинге, давая котировки исполнимых цен в течение определенного периода (30 минут в день) в заранее установленное время, и еженедельно или ежедневно сообщать Банку Албании или министерству о совокупных объемах торгов. Министерство также создало механизм последней инстанции для предоставления ценных бумаг в ссуду, что позволило маркет-мейкерам более уверенно представлять котировки цен.

Результат

Активность вторичного рынка эталонной облигации со временем увеличилась, особенно по сравнению с другими облигациями. Также увеличился объем операций с другими государственными ценными бумагами, которые имели остаточные сроки погашения, близкие к пятилетним эталонным облигациям. Фиксирование справочной ставки Банком Албании также способствовало значительному повышению прозрачности и улучшению выявления цен в пятилетнем сегменте.

Наблюдались и другие положительные эффекты на рынке. Органы надзора стали в меньшей степени обеспокоены вопросами ликвидности в связи с отсутствием активного вторичного рынка у внутренних инвестиционных фондов, которые в подавляющем большинстве случаев инвестируют средства в государственные облигации. После успешного осуществления шестимесячной пилотной программы официальные органы приняли решение о введении постоянной программы маркет-мейкеров с января 2019 года и включении в нее дополнительного срока (трехлетних эталонных облигаций).

ЮАР. Электронная торговая платформа

Условия и трудности

Структурные проблемы на рынке государственных и корпоративных облигаций ЮАР исторически вели к низкому уровню ликвидности в операциях.

Решение

В 2012 году Национальное казначейство сформировало отраслевой Комитет по развитию рынка облигаций для рассмотрения вопросов развития южноафриканского рынка облигаций и поиска решений. Одним из основных решений, рекомендованных комитетом, было введение электронной торговой платформы (ЭТП), чтобы создать условия для большей предсказуемости, прозрачности и широты операций на рынке облигаций ЮАР.

Национальное казначейство разработало и внедрило ЭТП по рекомендации комитета и в сотрудничестве со Всемирным банком¹⁶. В августе 2018 года Йоханнесбургская фондовая биржа совместно с Национальным казначейством и несколькими партнерами запустила первую в стране ЭТП для государственных облигаций. Постепенно в ЭТП был включен весь спектр государственных облигаций, отражающих кривую доходности государственных долговых обязательств ЮАР, включая 14 облигаций с фиксированной ставкой и восемь облигаций, привязанных к инфляции, и первичные дилеры предлагали двусторонние цены в рамках заранее определенных критериев.

Результат

ЭТП позволяет пользователям выполнять свои обязательства как маркет-мейкеров. Это было достигнуто за счет обеспечения ликвидности государственных облигаций, что повышает конкуренцию, снижает транзакционные издержки, способствует выявлению цен и позволяет участникам торгов видеть реальные цены. Эти меры укрепили доверие инвесторов и повысили привлекательность государственных ценных бумаг для рынка.

¹⁶Всемирный банк оказал поддержку в реализации ЭТП, в том числе путем консультирования органов государственного управления по подходящим моделям, исходя из оптимальной международной практики и внутренних условий, оказания поддержки Национальному казначейству в достижении общего мнения между различными заинтересованными сторонами, консультирования по вопросам институциональных механизмов, на которые могла бы опираться работа платформы, определения основных функциональных возможностей платформы, разработки модели расчетов и определения принципов, на которые следует опираться при составлении устава платформы.

Таиланд. Прозрачность цен на рынке облигаций

Условия и трудности

Для ценных бумаг государства, государственных предприятий и компаний на внутреннем рынке облигаций Таиланда было характерно отсутствие прозрачности до и после торгов. Стандарты прозрачности цен на вторичном рынке и отчетности по сделкам были неэффективными и вызывали неточности¹⁷. Применяемые организациями и взаимными фондами стандарты оценки в привязке к рынку не были стандартизированы и не регулировались, что создавало риск неверного установления управляющими цен для своих портфелей облигаций. Задача состояла в том, чтобы предоставить внутреннему рынку информацию по первичному и вторичному рынкам с помощью централизованного механизма и инфраструктуры (базы данных) для создания уверенности у инвесторов и стимулировать торговлю облигациями и выпуск долговых обязательств.

Решения

В конце 2005 года Комиссия по ценным бумагам и биржам Таиланда утвердила лицензию и функции Ассоциации рынка облигаций (АРО) Таиланда в качестве центра сбора всей информации о рынке облигаций и данных по операциям, а также как саморегулируемой организации¹⁸. Все эмитенты должны регистрироваться (за определенную плату) в АРО Таиланда¹⁹, центре информации о рынке облигаций, с созданием профиля эмитента, включающего: 1) характеристики облигаций, 2) информацию по операциям, 3) историческую информацию и 4) актуальные новости и обновления информации по эмитентам. Согласно нормативным положениям о ценных бумагах, все дилеры обязаны сообщать в АРО Таиланда²⁰ о внутрисуточных сделках на вторичном рынке, и при этом большинство дилеров используют программное обеспечение АРО Таиланда, которое автоматически формирует и направляет отчеты по операциям, когда информация по ним вводится применяемые дилерами системы обработки операций. АРО Таиланда предоставляет как внутрисуточные данные, так и данные на конец дня, а также ежедневную сводку по рынку.

¹⁷Изначально отчетность по операциям представлялась по утренним и дневным сессиям.

¹⁸Исходно эта ассоциация работала в 1994 году под названием Клуб дилеров Таиланда по облигациям, а в 1998 году название было изменено на Дилинговый центр Таиланда по облигациям.

¹⁹Для государственных ценных бумаг Министерства финансов на первичном рынке действует освобождение, и они регистрируются автоматически.

²⁰В 2012 году требование изменено, и введено 30-минутное окно отчетности с момента исполнения сделки.

В 2006 году Комиссия по ценным бумагам и биржам Таиланда ввела нормативное требование, согласно которому все взаимные фонды облигаций должны ежедневно оценивать свои портфели в привязке к рынку на основе официальных справочных цен на конец дня, устанавливаемых Ведомством АРО Таиланда по установлению цен на облигации. АРО Таиланда ежедневно публикует кривую доходности государственных облигаций и кривую доходности корпоративных облигаций на основе данных отчетности об операциях, а также информацию о рыночных и теоретических ценах на государственные облигации и менее ликвидные ценные бумаги^{21,22}.

Результат

Благодаря принятым в 2005, 2006 и 2012 годах мерам политики, направленным на улучшение рыночной информации, прозрачности торговли и выявления цен как на первичном, так и на вторичном рынках, объемы торгов на вторичном рынке облигаций Таиланда неуклонно растут с каждым годом. Объем вторичных рынков характеризуется тем, что среднесуточная стоимость операций за последнее десятилетие выросла с 18 млрд тайских бат (520 млн долларов) в 2006 году до 90 млрд бат (2,8 млрд долларов) в 2019 году.

Первичный рынок государственных и негосударственных ценных бумаг имеет устойчивую тенденцию к росту благодаря повышению эффективности рынка и выявления цен. Усилия АРО Таиланда по развитию рынка с целью улучшения информации об облигациях и повышения прозрачности принесли пользу Агентству Министерства финансов Таиланда по управлению государственным долгом (АУГД). По сообщению АУГД, кривая доходности государственных ценных бумаг АРО Таиланда предоставляет управляющим долговыми обязательствами достаточно точные ценовые ориентиры для аукционов на первичном рынке. Кроме того, кривая доходности и ее динамика помогают АУГД в его работе по годовой стратегии выпуска казначейских векселей, над программой создания эталонных государственных облигаций и расширением кривой доходности. Первичный рынок корпоративных облигаций Таиланда также пользуется преимуществами расширения информации о рынке, повышения прозрачности и лучшего выявления цен, так что объем выпуска долгосрочных корпоративных облигаций (включая пролонгации) в 2019 году достиг 1 трлн бат (31,2 млрд долларов) — рекордного уровня за всю историю.

²¹С 1999 года, когда Министерство финансов стало активным эмитентом государственных ценных бумаг.

²²Интерполированные цены неликвидных облигаций.

Приложение 2. Результаты обследования

Недавно МВФ и Всемирный банк провели обследование для оценки текущей стадии развития рынков облигаций в национальной валюте, для чего среди официальных органов стран был проведен опрос, чтобы выявить общие проблемы, с которыми сталкиваются развивающиеся страны, и определить потенциальные области, на которых целесообразно сосредоточить внимание в рамках стратегии развития рынка. Ответы на опрос прислали органы управления долгом (и органы денежно-кредитного регулирования по определенным аспектам денежного рынка) 32 стран — 10 стран Европы и Центральной Азии, 10 стран Латинской Америки, 7 стран Африки к югу от Сахары и 5 стран из других регионов. В данном приложении представлены результаты опроса, сгруппированные по основным структурным блокам¹.

В целом обследование подчеркнуло наличие множества структурных проблем, что указывает на долгосрочный характер процесса развития рынков государственных облигаций в национальной валюте. Эти проблемы включают недостаток диверсифицированной базы инвесторов, концентрацию банковского сектора и структурный избыток ликвидности в банковской системе и воспринимаются многими странами как существенные трудности. Кроме того, три вопроса, вызывающие наибольшую обеспокоенность касательно вторичного рынка, связаны с базой инвесторов (см. «тепловую карту», рис. 2.1 приложения). Решение структурных вопросов — это важный элемент, но он требует времени и согласованных и скоординированных усилий со стороны множества государственных структур.

¹Опрос отражает мнение официальных органов стран и может не учитывать позиции частного сектора. Он также может не точно представлять глобальную картину, учитывая низкий процент ответов из некоторых регионов (Азия, Ближний Восток и Северная Африка). Поскольку это первое обследование, проведенное по данной теме, здесь не предполагается анализ прогресса по сравнению с предыдущими годами.

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Рисунок приложения 2.1: Тепловая карта. проблемы, с которыми сталкиваются страны в ходе развития рынков государственных облигаций в национальной валюте

Все аспекты				
Денежный рынок	Первичный рынок	База инвесторов	Вторичный рынок	Инфраструктура рынка и правовая база
Структурная избыточная ликвидность в банковской системе	Сглаживание профиля погашения	Взаимные фонды	Ограниченное количество внутренних институциональных инвесторов	Операционные риски
Концентрация банков	Создание новых типов инструментов	Иностранные инвесторы	Распространенность стратегий покупки для хранения	Риски расчетов
Недостаток инструментов	Выпуск эталонных ценных бумаг	Розничные инвесторы	Ограниченное участие международных институциональных инвесторов	Нет
Инфраструктура рынка	Продление сроков	Страховые компании	Отсутствие эталонных облигаций	Отсутствие ППП
Обеспокоенность риском невыполнения обязательств контрагентами	Улучшение структуры процентных ставок	Пенсионные фонды	Отсутствие механизмов предоставления ценных бумаг в ссуду	Циклы чистых расчетов по ценным бумагам
Недостаток рыночных данных	Улучшение валютной структуры	Банки	Не отлажены механизмы проведения торгов	Окончателность расчета не определена в законодательстве
Малое количество банков	Расширение использования рыночных долговых обязательств		Недостаточно развитая инфраструктура рынка	Отсутствие системы ВРРВ
Полная передача залога	Увеличение количества инструментов		Недостаточное количество рыночных посредников	Высокие издержки на ответственное хранение и проведение расчетов
Основы налогообложения и (или) бухгалтерского учета	Перевод просроченной задолженности государства в форму ценных бумаг		Недостаточность регулирования и надзора за рыночной деятельностью	Неадекватный доступ к электронным данным/ информации
Отсутствие единого казначейского счета	Сокращение количества инструментов		Избыточная ликвидность в банковской системе	Прочее
Прочее	Сокращение количества типов инструментов		Ограничения на короткие продажи	

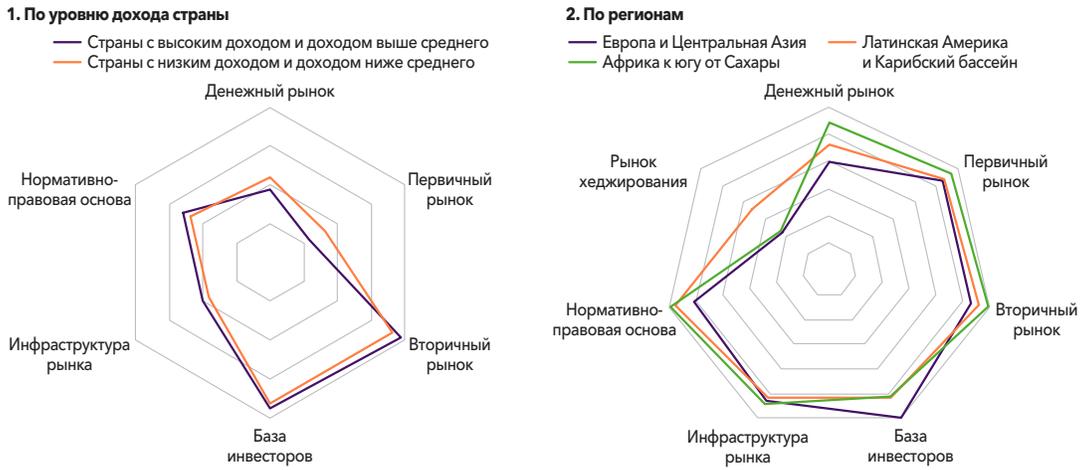
Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.

Примечание. ППП – поставка против платежа; ВРРВ – валовые расчеты в режиме реального времени.

Тем временем официальные органы могут предпринять ряд мер, способствующих этому. Например, в краткосрочной перспективе могут быть проведены меры политики, касающиеся профиля сроков погашения или видов инструментов. Кроме того, действия по снижению операционных рисков и рисков расчетов может быть проще осуществить, чем структурные меры.

Полезно проанализировать ответы на вопросы обследования в разбивке по уровням дохода и регионам. Большинство стран, даже с разным уровнем дохода, считают развитие базы инвесторов и вторичного рынка наиболее сложными задачами. Однако при рассмотрении региональной разбивки можно отметить, что официальные органы стран Латинской Америки и Африки к югу от Сахары считают, что трудности, связанные с инфраструктурой рынка и нормативно-правовой базой, столь же важны, как и проблемы,

Рисунок приложения 2.2. Трудности в развитии рынка долговых обязательств в национальной валюте



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.
Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности.

касающиеся базы инвесторов и вторичного рынка, в то время как в других регионах такое мнение не высказывалось (рис. 2.2 приложения).

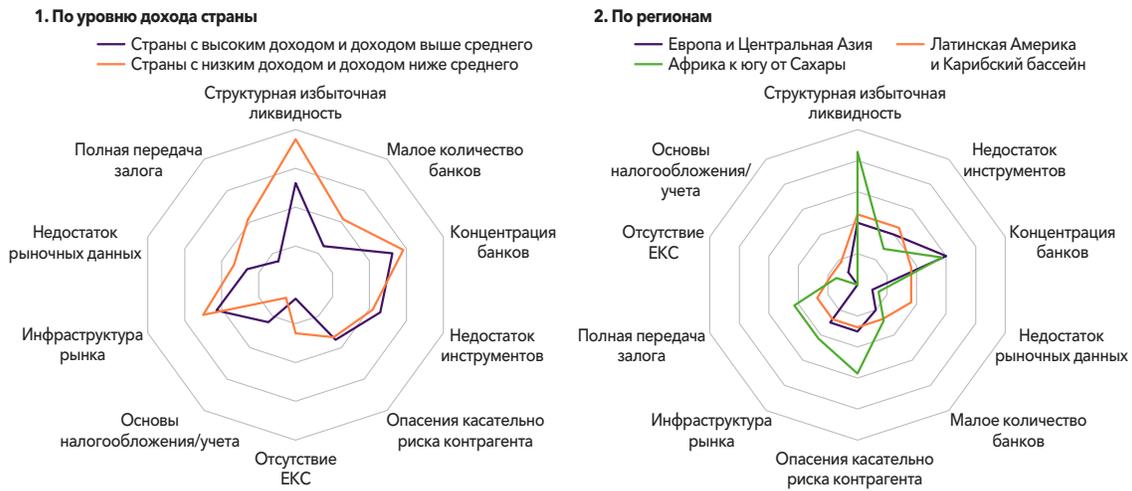
Проведенное обследование также позволяет выявить трудности по каждому из структурных блоков.

Денежный рынок

В ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся стран структурный избыток ликвидности в банковской системе негативно сказывается на функционировании денежного рынка. О проблеме структурного избытка ликвидности в банковской системе сообщают страны всех регионов, но представляется, что эта проблема является наиболее распространенной в странах Африки к югу от Сахары. В большинстве случаев структурный избыток ликвидности обусловлен притоком капитала (включая валютные интервенции), бюджетным дефицитом или сочетанием этих факторов (рис. 2.3 приложения).

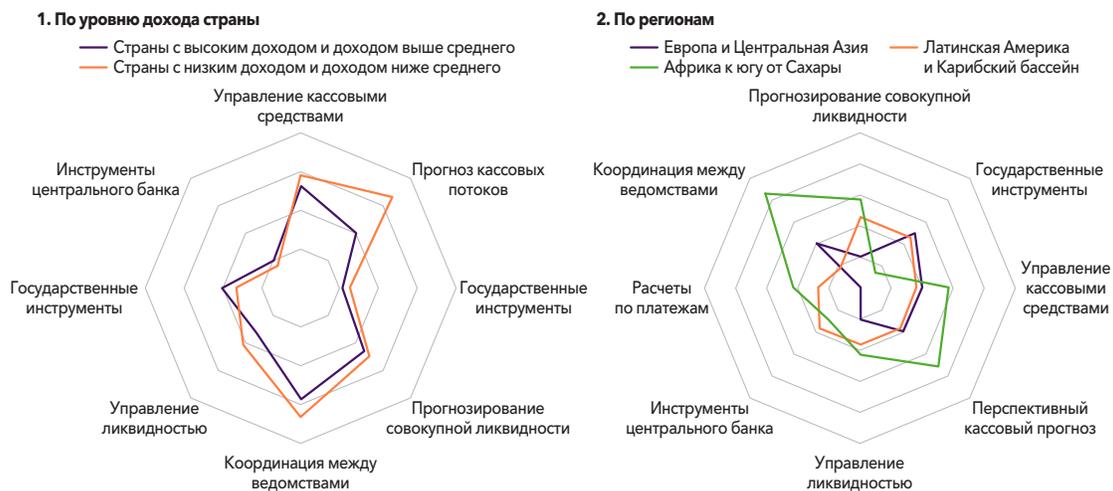
Другой актуальной проблемой для развития денежного рынка является высокая концентрация в банковском секторе. Высокая концентрация банковского сектора препятствует повышению активности на денежном рынке, и представляется, что эта проблема особенно остро стоит в Европе и Центральной Азии, а также в странах Африки к югу от Сахары. В последнем случае еще одной проблемой является обеспокоенность рисками контрагентов в межбанковских операциях, что создает сегментацию рынка

Рисунок приложения 2.3. Трудности на денежном рынке



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.
Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности. ЕКС – единый казначейский счет.

Рисунок приложения 2.4. Управление ликвидностью – направления для совершенствования



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.
Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности. ЦБ – центральный банк; ОУД – орган управления долгом.

и препятствует проведению операций. В странах с более низким уровнем дохода и особенно в странах Европы и Центральной Азии недостатки инфраструктуры рынка рассматриваются как фактор, сказывающийся на функционировании денежных рынков.

Рисунок приложения 2.5. Первичный рынок – направления для совершенствования



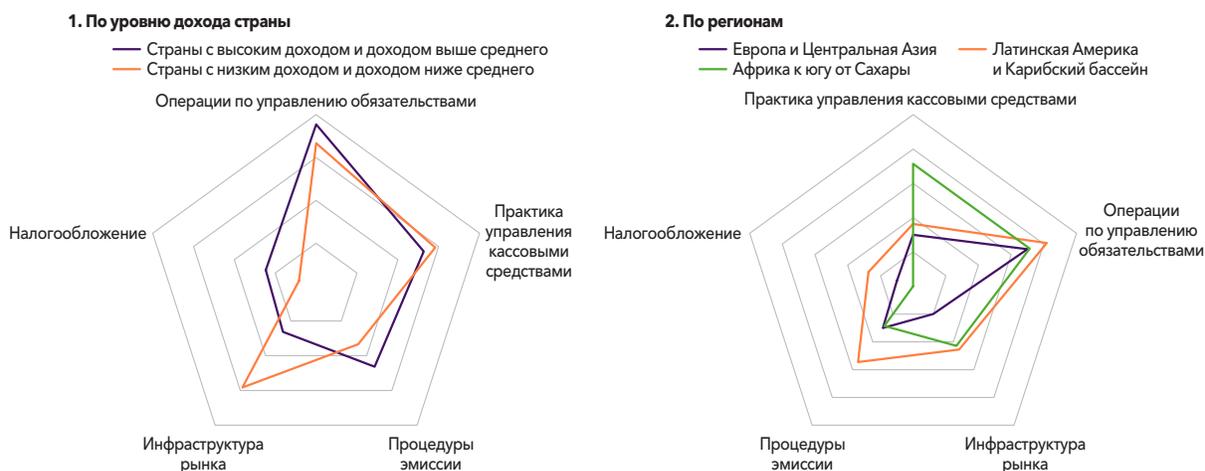
Представители центральных банков считают, что требуется улучшение обмена информацией с органами государственного управления о кассовых потоках и управлении ликвидностью. Это справедливо для стран с разным уровнем дохода. Совершенствование управления кассовыми средствами государства и прогнозирования кассовых потоков государства также рассматриваются как важный фактор, поддерживающий управление ликвидностью в банковском секторе соответствующих стран. В региональном разрезе первый из этих аспектов особенно важен для стран Африки к югу от Сахары, а также для стран Европы и Центральной Азии (рис. 2.4 приложения).

Первичный рынок

Трудности, касающиеся первичного рынка, различаются между регионами. Сглаживание профиля погашения особенно актуально для многих стран Африки к югу от Сахары, но является менее значимым вопросом для других стран. Кроме того, создание новых типов инструментов будет в целом иметь большое значение для стран Африки к югу от Сахары и Европы и Центральной Азии, и меньшее — для других регионов. Однако выпуск эталонных ценных бумаг воспринимается как важный фактор во всех регионах (рис. 2.5 приложения).

Считается, что плохое прогнозирование управления кассовыми средствами препятствует повышению эффективности на первичных рынках.

Рисунок приложения 2.6. Выпуск эталонных ценных бумаг – направления для совершенствования



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.

Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности.

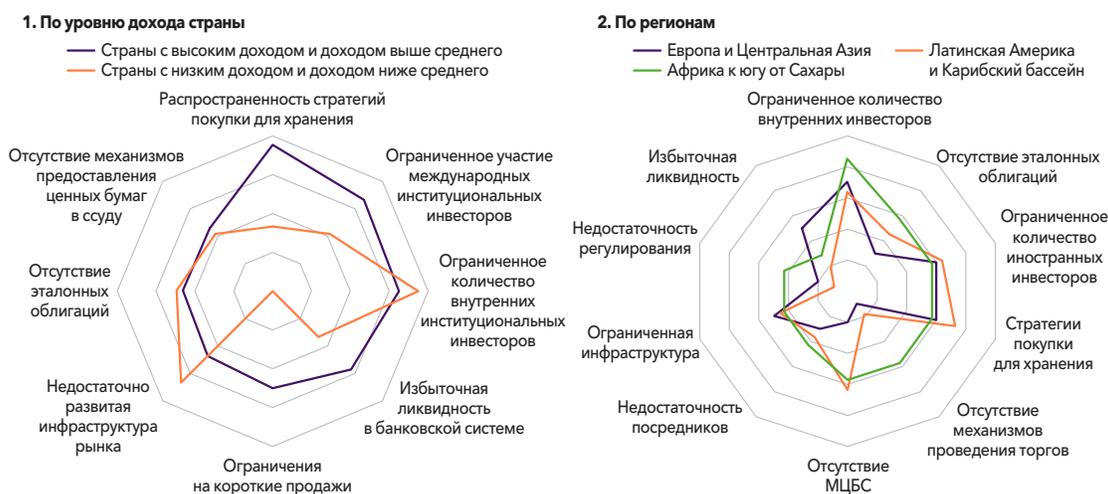
Связанная с неопределенностью будущих потребностей, эта проблема препятствует возможности органа управления долгом следовать предсказуемой и регулярной практике эмиссии и надлежащим образом осуществлять стратегию управления долгом. Трудной задачей также является координация эмиссии между центральным банком и государством.

Многие страны в последние годы ввели эталонные ценные бумаги, но некоторые из стран сталкиваются с трудностями в решении этой задачи. Представляется, что есть широкое понимание того, что эталонные ценные бумаги способствуют повышению ликвидности рынка и снижению стоимости финансирования. Однако реализация этой политики иногда затрудняется неадекватностью управления кассовыми средствами или неспособностью проводить операции по управлению обязательствами для управления рисками рефинансирования, которые создают эталонные инструменты (рис. 2.6 приложения). Последнее представляется особенно актуальным для стран Европы и Центральной Азии, а также для Латинской Америки. Что касается последних, то в них существенную роль играют проблемы, например касающиеся инфраструктуры рынка, которые сдерживают формирование надежной практики деятельности на первичном рынке.

Вторичный рынок

Недостатки в структуре базы инвесторов препятствуют повышению емкости вторичного рынка. Отсутствие диверсифицированной базы инвесторов сдерживает операции между различными типами инвесторов

Рисунок приложения 2.7. Трудности на вторичном рынке



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.

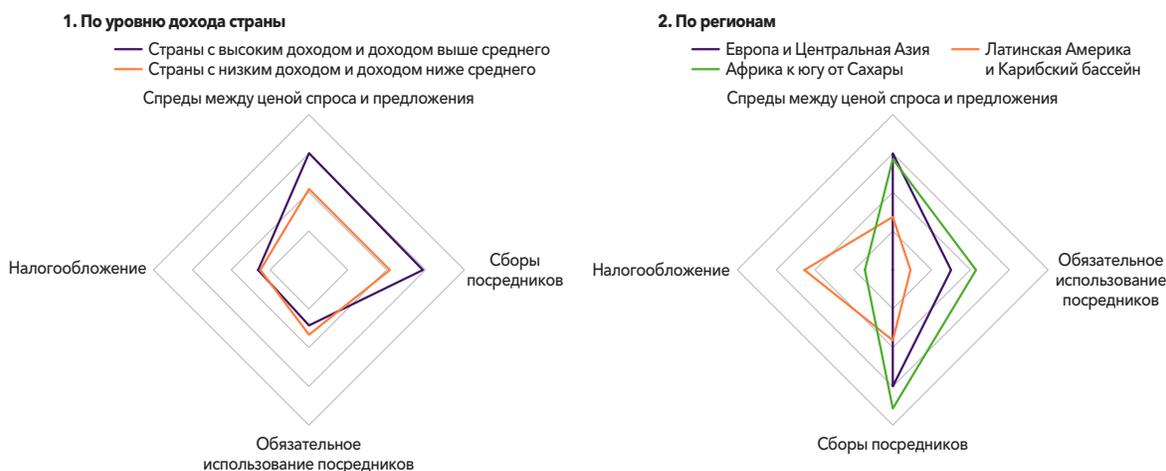
Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривает этот аспект как представляющий более серьезные трудности. МЦБС – механизмы предоставления ценных бумаг в ссуду.

(которые могут быть заинтересованы в проведении операций покупки и продажи в разные моменты времени). Кроме того, в регионах с избыточной ликвидностью банковский сектор также может выступать в качестве инвестора, приобретающего ценные бумаги для их хранения, что еще больше сдерживает активность на вторичном рынке (рис. 2.7 приложения).

На развитии вторичного рынка также негативно сказываются условия на денежном и первичном рынках, а также неадекватность рыночной инфраструктуры. Во многих случаях структурная ликвидность снижает стимулы для проведения операций. В других ситуациях проведение операций также осложняется отсутствием в некоторых странах эталонных облигаций. Представляется, что операциям препятствуют и другие проблемы, такие как отсутствие механизма предоставления ценных бумаг в ссуду и недостаточное развитие инфраструктуры рынка. В некоторых странах не разрешаются внебиржевые операции — хотя это скорее исключение, чем норма, — чтобы добиться повышения прозрачности, но этот запрет ограничивает возможности проведения операций купли-продажи.

Значительные спреды между ценой спроса и предложения и комиссии посредников являются основными факторами, ведущими к высоким транзакционным издержкам на рынке. Требуется тщательный анализ, чтобы выяснить, обусловлены ли высокие издержки в основном низкой ликвидностью рынка или издержки на проведение операций являются

Рисунок приложения 2.8. Вторичный рынок – причины высоких транзакционных издержек



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.

Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности.

повышенными вследствие сдерживающих мер регулирования. Представляется, что в странах Африки к югу от Сахары проблемы вызываются обязательным использованием посредников, а в Латинской Америке особенно актуальным фактором является налогообложение операций на вторичном рынке (рис. 2.8 приложения).

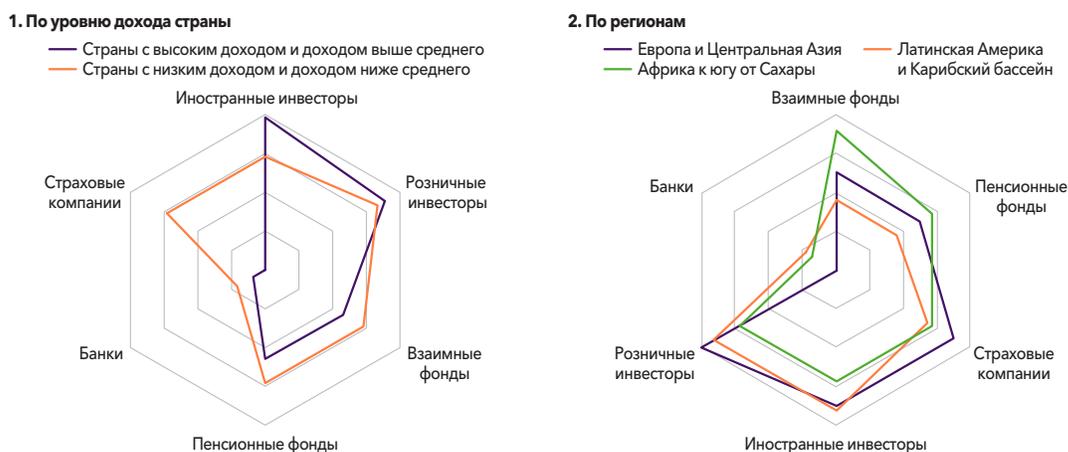
База инвесторов

Отсутствие более широкой базы инвесторов представляет собой структурную проблему, которая не позволяет странам продвигаться вперед по пути развития рынка. Широко распространено мнение о необходимости дальнейшего развития нескольких сегментов, таких как пенсионные или взаимные фонды, страховой сектор, и сектор иностранных и розничных инвесторов. Такое мнение отражает доминирующую роль банков во многих странах и затрудняет продление сроков погашения портфелей государственного долга (рис. 2.9 приложения). В ряде случаев состояние этого структурного блока препятствует эффективному функционированию денежного, первичного и вторичного рынков, как описано в соответствующих подразделах.

Инфраструктура рынка

Инфраструктура рынка является решающим фактором для стран с низким доходом и стран с доходом ниже среднего. В то время как инфраструктура рынка не препятствует функционированию рынка в большом количестве

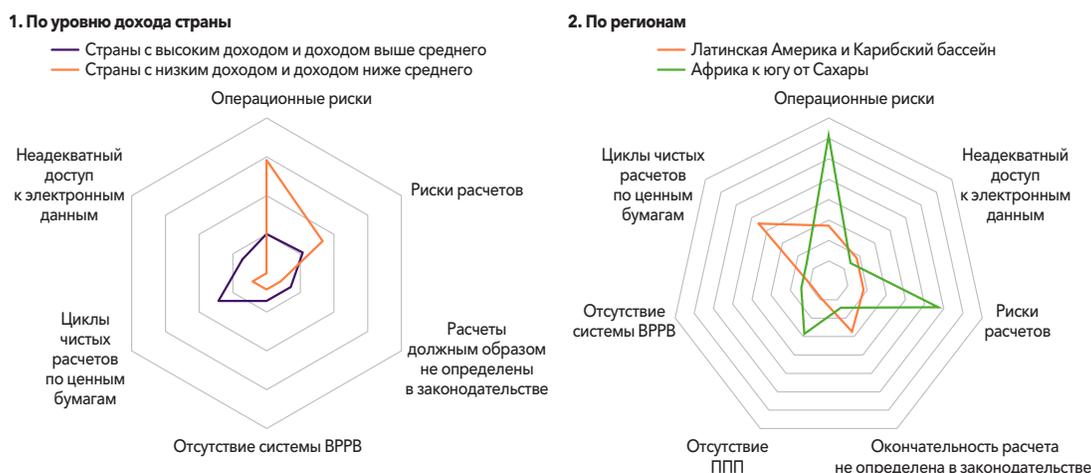
Рисунок приложения 2.9. Трудности, касающиеся базы инвесторов



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.
Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности.

стран с уровнем дохода выше среднего и высоким доходом, во многих странах с более низким уровнем дохода надлежащие условия для торговли ценными бумагами еще не созданы (рис. 2.10 приложения). В частности, проблемой многих из этих стран является существование нескольких центральных депозитариев ценных бумаг. Еще одной проблемой, о которой сообщается во всех группах стран по уровню доходов, является кадровый потенциал (рис. 2.11 приложения).

Рисунок приложения 2.10. Трудности, касающиеся инфраструктуры рынка



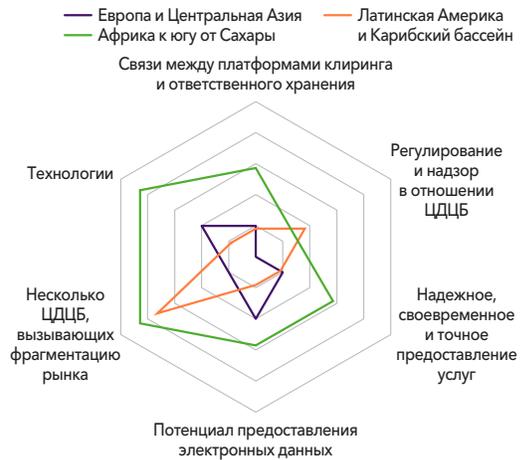
Источники: персонал МВФ и Всемирного банка.
Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности. ППП – поставка против платежа; ВРРВ – валовые расчеты в режиме реального времени.

Рисунок приложения 2.11. Центральный депозитарий ценных бумаг – направления для совершенствования

1. По уровню дохода страны



2. По регионам



Источники: МВФ и персонал Всемирного банка.

Примечание. Нахождение ближе к краю означает, что большее число респондентов рассматривают этот аспект как представляющий более серьезные трудности. ЦДЦБ – центральный депозитарий ценных бумаг.

Ответы на вопросы обследования в целом показывают, что потенциал для совершенствования есть по всем структурным блокам. Официальные органы могли бы активизировать усилия по совершенствованию фундаментальных аспектов инфраструктуры рынка, уделяя особое внимание снижению операционных рисков и рисков, связанных с расчетами. Они также могли бы направить внимание на устранение структурных ограничений, о которых обычно свидетельствует отсутствие диверсификации в базе инвесторов. Есть также возможности значительных улучшений в мерах политики на трех рассматриваемых рынках (денежном, первичном и вторичном).

Приложение 3. Типовые примеры

Последовательность реформ политики

Диагностическая оценка показывает текущую стадию развития рынка в стране и служит руководством для разработки ее плана последовательности действий, но сам этот план должен составляться с учетом целей политики и текущих проблем. В плане реформ с соответствующей последовательностью действий в области политики устанавливаются меры, необходимые для перехода страны от одной стадии развития рынка к следующей. В целом отмечается положительная корреляция между уровнем развития рынка государственных ценных бумаг в стране, общей степенью развития ее финансового рынка и ее уровнем доходов.

В данном приложении в качестве иллюстрации приводится три типовых варианта последовательности действий в планах реформ, соотносящихся с различными стадиями развития рынка. Эти примеры призваны проиллюстрировать возможные пути перехода от одной стадии развития к другой. Планы реформ представлены по этапам, представляющим страну, которая постепенно переходит от стадии зарождения к стадии развития (этап 1), от стадии развития к стадии становления (этап 2) и от стадии становления к зрелой стадии развития (этап 3). Эти типовые этапы предполагают существование недостатков и проблем, с которыми часто сталкиваются страны по ряду ключевых индикаторов в составе различных структурных блоков.

Типовая последовательность усилий, которые требуется предпринять по всем ключевым индикаторам шести структурных блоков основы рынков облигаций в национальной валюте (РОНВ), представлена в таблице 3.1 приложения. Степень усилий, требуемых по каждому индикатору, обозначена оттенками представленных цветов, где более светлый оттенок означает относительно меньшие усилия в сфере политики, а более темный —

более значительные усилия. Усилия могут постепенно увеличиваться или уменьшаться по различным индикаторам в зависимости от стадии развития рынка в той или иной стране. Для каждого конкретного индикатора значимость тех или иных конкретных усилий в области политики может возрасти по мере развития рынка. Учитывая размытость границ между стадиями развития рынка, по степени интенсивности требуемых усилий между двумя соседними стадиями может иметь место кратковременное пересечение¹. Таким образом, жизнеспособность мер политики и соотношение плюсов и минусов для каждой из реформ требуют отдельного анализа для каждого конкретного случая.

Этап 1

Этап 1 (переход от стадии зарождения к стадии развития рынка) сосредоточен на создании рыночной основы для первичного рынка по мере постепенного создания благоприятствующих макроэкономических условий. Реформа обычно начинается на первичном рынке, где основное внимание уделяется выпуску ценных бумаг на рыночной основе. В то же время страны должны сосредоточить внимание на улучшении благоприятствующих макроэкономических условий, которые способствуют развитию РОНВ. В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах это обычно включает решение проблем бюджетного доминирования, финансового сдерживания и высокого уровня инфляции.

По мере устранения недостатков в макроэкономических условиях странам следует постепенно вводить рыночные механизмы размещения и установления цен при выпуске ценных бумаг. Переход к рыночному механизму размещения предполагает введение механизмов аукциона, поддерживаемых правилами проведения аукционов, которые способствуют конкуренции. Большинство выпусков на этой стадии, вероятно, будут ориентированы на короткие сроки погашения, чтобы сформировать устойчивую кривую краткосрочной доходности. Введение рыночных механизмов ценообразования направлено на постепенное достижение положительной реальной нормы прибыли, по мере того как у государства формируется достаточное бюджетное пространство, а также на обеспечение того, чтобы соображения, связанные с затратами, не ставили под угрозу экономическую приемлемость долга. Для многих стран достижение этих целей может занять значительное время, особенно если нет описанных благоприятствующих условий. Одновременно с этим, если центральный банк не ввел операционные основы для рыночной

¹Для стран, находящихся на вблизи границы между стадиями, усилия в области политики могут распространяться на более чем одну стадию в рамках каждого отдельного структурного блока и для разных структурных блоков.

денежно-кредитной политики, требуется переход к использованию процентных ставок в качестве операционной цели, а также операций РЕПО в качестве элемента его системы управления ликвидностью. На этой стадии также может быть положено начало рынку межбанковских РЕПО, но только на основе залога ценных бумаг.

Реформы, связанные с правовой базой и инфраструктурой рынка, должны быть направлены на поддержку рыночной эмиссии. Законодательная база должна обеспечивать, чтобы полномочия на привлечение заемных средств и выпуск государственных ценных бумаг возлагались на Министерство финансов, чтобы не возникало фрагментации долга. Официальные органы должны способствовать развитию инфраструктуры рынка, которая на самом базовом уровне может обеспечивать эффективные и безопасные расчеты по операциям на первичном рынке. Это может включать создание системы электронного аукциона и центрального депозитария ценных бумаг. На этом этапе следует поощрять эмиссию ценных бумаг в бездокументарной форме. Официальные органы также могут приступить к созданию базовых механизмов проведения операций.

Этап 2

На втором этапе плана реформ (переход от стадии развития к стадии становления рынка), когда уже создан первичный рынок краткосрочных ценных бумаг, сфера реформ расширяется на большинство структурных блоков. Поскольку также ожидается улучшение макроэкономических условий по сравнению с первым этапом, на этом этапе может быть проведена работа по нескольким направлениям. Ключевым из них станет укрепление потенциала управления суверенной задолженностью и кассовыми средствами за счет разработки надлежащих операционных основ управления долгом, укрепления основ управления ликвидностью центрального банка и развития рыночных посредников.

Работа на первичном рынке должна быть направлена на постепенное удлинение сроков погашения ценных бумаг, включая совершенствование процедур проведения аукционов для создания более конкурентного процесса торгов и выявления цен. Одновременно необходимо укрепить операционную основу управления долгом, чтобы добиться прозрачности и предсказуемости выпуска ценных бумаг. Этому должна способствовать благоприятствующая правовая база для управления долгом. На этом этапе должен быть полностью создан рыночный механизм ценообразования, так чтобы распределение ценных бумаг на аукционе обычно происходило по рыночным ценам с прозрачным раскрытием информации о результатах аукционов. В то же время эмиссия ценных бумаг должна осуществляться с помощью рыночных механизмов с минимальной опорой на нерыночные облигации и частные размещения.

Темпы удлинения сроков погашения следует устанавливать с учетом скорости улучшения ситуации в области инфляции, долларизации экономики или по обоим этим направлениям, чтобы не допускать возникновения внезапного давления на бюджет в результате повышения процентных платежей. Одно из ключевых изменений в стратегии эмиссии будет связано с тем, что казначейские векселя с более короткими сроками погашения будут в основном использоваться для управления кассовыми средствами, и выпуск облигаций — для целей финансирования. На более поздней стадии, когда будут созданы надлежащие структуры управления кассовыми средствами, потребуются усилия для консолидации ценных бумаг и созданию эталонных облигаций по основным срокам, в том числе путем нового открытия уже существующих выпусков ценных бумаг.

Торги на вторичном рынке должны поддерживаться развитием активного межбанковского рынка, особенно в части операций РЕПО². Это потребует укрепления системы управления кассовыми средствами государства и управления ликвидностью центрального банка. Операционная основа денежно-кредитной политики на этом этапе должна постепенно стимулировать банки к уменьшению опоры на ликвидность со стороны центрального банка и поощрять участие в межбанковских операциях с ликвидностью. Этому должно способствовать повышение прозрачности операций на денежном рынке. По мере обретения центральным банком большей операционной независимости в проведении операций денежно-кредитной политики официальным органам необходимо будет принять решение об использовании государственных ценных бумаг или ценных бумаг центрального банка для проведения денежно-кредитной политики, обеспечивая при этом отсутствие фрагментации рынка.

Роль рыночных посредников на первичном и вторичном рынках должна быть установлена с помощью соответствующих нормативных актов. Эти правила должны подкрепляться совершенствованием основ надзора и управления рисками участников рынка. В тех случаях, где это возможно, можно рассмотреть вопрос о запуске системы первичных дилеров (ПД) для дальнейшей консолидации процесса распределения ценных бумаг среди конечных инвесторов и создания стимулов для вторичного рынка. Введение системы ПД требует тщательной предварительной оценки, поскольку на данной стадии для ее успешного функционирования необходимы минимальные предварительные условия³, включая практическую

²Рынок межбанковских операций РЕПО должен поддерживаться надлежащей правовой структурой, напоминающей классические РЕПО и защищающей требования кредитора в отношении залога в случае дефолта.

³Есть несколько условий для надлежащего функционирования системы ПД. К ним относятся: 1) стабильные макроэкономические условия; 2) приемлемые правовые системы и системы надзора; 3) адекватная платежная система; 4) либерализованные процентные ставки (государство должно убежденно

возможность привлечения в систему достаточного количества ПД и установления действительного равновесия между их привилегиями и обязательствами, стимулирующего надлежащий уровень конкуренции. Без выполнения этих предварительных условий ПД не принесут пользы, а риск сговора значительно возрастет.

Первоначально нормативные положения касательно операций на вторичном рынке должны быть ориентированы на внебиржевой рынок, который будет оставаться доминирующим сегментом вторичного рынка. Эти усилия должны включать централизацию отчетности по сделкам в едином ведомстве для повышения прозрачности после торгов, что будет способствовать лучшему выявлению цен. Введение системы расчетов «поставка против платежа» на этом этапе будет иметь решающее значение для поддержки развития вторичного рынка и операций РЕПО на денежном рынке. Регулярная публикация справочных ставок, а также норм стоимостной оценки, включая учет по методу привязки к рынку для различных типов финансовых организаций, будет способствовать расширению торговли между инвесторами разных типов. Ценообразование на первичном рынке ценных бумаг должно быть нацелено на постепенное сокращение разрыва с ценами на вторичном рынке для создания симбиотической связи между этими двумя рынками, поддерживаемой развитием соответствующей кривой доходности. Для содействия увеличению количества сделок по различным типам ценных бумаг на этом этапе будут иметь большое значение стандартизация ценных бумаг и снижение периодичности первичных аукционов.

С достижением прозрачности после торгов реформа регулирования должна быть направлена на достижение прозрачности до торгов. Этого можно достичь с помощью электронного торгового экрана или платформы, которые могли бы стимулировать деятельность посредников, включая ПД, в качестве маркет-мейкеров. На более позднем этапе успехи, достигнутые на вторичном рынке, могут быть закреплены за счет усилий по организации биржевых торгов.

По возможности работа по диверсификации инвесторов на долговом рынке должна быть тесно увязана с общей стратегией развития финансового сектора, особенно с либерализацией банковского сектора и реформами сектора контрактных сбережений. По мере расширения базы

следовать использованию рыночного механизма); 5) стабильная, предсказуемая и прозрачная политика эмиссии (государство должно убежденно следовать прозрачной практике управления долгом); 6) крупная и диверсифицированная база инвесторов; 7) достаточно большой рынок, чтобы поддерживать приемлемое количество ПД для обеспечения конкурентного поведения; 8) достаточно большой объем непогашенной задолженности для создания ликвидных выпусков; 9) приверженность задаче развития рынка со стороны агентства по управлению долгом (Silva and Baudouin, 2010).

инвесторов следует постепенно отказываться от опоры на инвесторов, приобретающих инструменты для их хранения, особенно от опоры на банки и ведомства государственного сектора. Налоговая политика в отношении государственных ценных бумаг должна обеспечивать равные условия для всех типов инвесторов. Небанковским организациям должен предоставляться равный доступ к инвестициям в государственные ценные бумаги. Чтобы добиться направления в них большего объема средств, выпуск ценных бумаг должен соответствовать профилю разнообразных инвесторов, а также необходимо установить пруденциальные нормы для управления активами сектора контрактных сбережений. На начальных этапах могут быть предприняты усилия по созданию компаний по управлению активами, таких как программы коллективного инвестирования. Программы коллективного инвестирования, например взаимные фонды, могут играть важную роль на раннем этапе развития базы инвесторов, привлекая на рынок государственных ценных бумаг сбережения частных лиц. Развитие рынка простых процентных свопов также предоставит большую гибкость для инвесторов и посредников. Если иностранные инвестиции признаются желательными и в зависимости от стабильности счета операций с капиталом, они могут постепенно допускаться, особенно в долгосрочном сегменте.

Этап 3

Реформы на третьем этапе (переход от стадии развивающегося рынка к стадии зрелого рынка) направлены в основном на повышение активности проведения операций при дальнейшей диверсификации базы инвесторов. К этому этапу в большинстве стран уже введена надлежащая практика деятельности на первичном рынке, но она может нуждаться в доработке, особенно в части нормативной базы для рыночных посредников.

Разделение задач управления долгом и денежно-кредитной политики будет поддерживаться четким и прозрачным институциональным механизмом. Для обеспечения такого разделения предполагается, что министерство финансов будет играть ведущую роль в принятии всех оперативных решений по управлению долгом, касающихся операционных основ управления долгом. Стратегия эмиссии должна быть жестко привязана к стратегии управления долгом, чтобы обеспечить большую предсказуемость выпусков. На этом этапе также должны быть полностью отлажены функции связей с инвесторами в сфере управления долгом. По мере формирования кривой доходности по более длинным срокам погашения основное внимание на этом этапе должно уделяться повышению устойчивости кривой доходности за счет активной политики выпуска эталонных облигаций и стимулирования активности на вторичном

рынке. Эти усилия должны подкрепляться операциями по управлению обязательствами, такими как выкуп и «свитч».

В более крупных странах стратегия эмиссии также может быть нацелена на создание значительного запаса эталонных облигаций для включения в международные индексы. Правовая база управления долгом должна обеспечивать необходимую гибкость для таких операций.

Активность на вторичном рынке может быть дополнительно повышена благодаря большей действенности системы ПД, в том числе за счет обеспечения исполнения маркет-мейкерами своих обязательств. Исполнению таких обязательств, как предоставление двусторонних котировок, должно способствовать четкое и сбалансированное распределение привилегий (например, доступа к неконкурсным подпискам и механизмам предоставления ценных бумаг в ссуду). Для этого организация, управляющая долгом, должна ввести надежную систему оценки результатов деятельности ПД, возможно, с политикой ротации, чтобы создавать большую конкуренцию в сфере рыночного посредничества. На этом этапе также можно рассмотреть возможность создания биржевых фондов.

Для дальнейшего повышения эффективности функционирования денежного рынка основные участники РОНВ должны иметь доступ к денежному рынку для целей, связанных с ликвидностью.

Система банкротства должна разрешать закрывающий взаимозачет позиций по операциям РЕПО между участниками рынка в случае дефолта. Разрешение повторного залога обеспечения по операциям РЕПО должно способствовать выполнению дилерами функций маркет-мейкеров. Для снижения системных рисков, связанных с повторным залогом обеспечения, должны быть пруденциальные ограничения для приемлемых третьих сторон либо центральные депозитарии ценных бумаг, предоставляющие услуги по замещению ценных бумаг в рамках РЕПО.

На данном этапе страны также могут стремиться к увеличению доли иностранных инвестиций, если они признаются желательными. Этому может способствовать разрешение иностранных инвестиций в краткосрочные ценные бумаги, совершенствование рынка валютных производных инструментов, предоставление доступа к ресурсам в национальной валюте и разрешение инвесторам быть держателями внутренних облигаций в международных центральных депозитариях ценных бумаг.

МЕТОДИЧЕСКАЯ СПРАВКА ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

Таблица приложения 3.1. Последовательность мер политики для развития рынка

Действия в рамках реформы	Этап 1	Этап 2	Этап 3
Денежный рынок			
1) Надлежащим образом функционирующие рынки краткосрочных ценных бумаг и РЕПО			
2) Операционные основы денежно-кредитной политики			
3) Операции денежно-кредитной политики			
4) Прозрачность			
5) Правовая основа операций РЕПО			
Первичный рынок			
1) Доля рыночного внутреннего долга в совокупном долге центрального правительства			
2) Стабильность финансирования за счет внутреннего рынка			
3) Срок погашения рыночных государственных ценных бумаг в национальной валюте			
4) Длина кривой доходности			
5) Рыночное ценообразование			
6) Рыночные механизмы размещения			
7) Предсказуемость и прозрачность эмиссии			
8) Прогнозы кассовых потоков органов государственного управления			
9) Прозрачность результатов аукционов			
10) Прозрачность информационного взаимодействия между официальными органами и участниками рынка			
11) Фрагментация рынка			
12) Эталонные облигации			
13) Управление кассовыми средствами и долгом			
Вторичный рынок			
1) Ликвидность и емкость рынка			
2) Прозрачность до торгов			
3) Прозрачность после торгов			
4) Обязанности маркет-мейкеров			
5) Привилегии маркет-мейкеров			
6) Среда проведения операций			
База инвесторов			
1) Участники рынка			
1.1) Емкость и степень диверсификации банковского сектора			
1.2) Емкость и степень диверсификации небанковского сектора			
2) Управление отношениями с инвесторами			
3) Внутренние институциональные инвесторы			
4) Эмиссионное финансирование со стороны центрального банка			
5) Иностранные инвесторы			
6) Инвесторы, приобретающие инструменты для их хранения			
Инфраструктура финансового рынка			
1) Технологические платформы ИФР (основа систем ИФР)			
2) Регистрация ценных бумаг			
3) Клиринговый и расчетный риск (ЦДЦБ и процессы ИФР, проводимые вручную)			
4) Риск клиринга и расчетов (при наличии КПЦК)			
5) Управление (системами ЦДЦБ и (или) КПЦК) и политика доступа			
6) Сегментация рынка			
7) Поддержка ликвидности в ИФР			
8) Прозрачность (данные и информация)			
Нормативно-правовая база			
1) Полномочия по привлечению заемных средств			
2) Регулирование рынка и обеспечение нормативно-правового соответствия			
3) Защита инвесторов			
4) Программы коллективного инвестирования			
5) Правовая основа налогообложения			

Источник: иллюстрация персонала.

Примечание. Последовательность работы по каждому структурному блоку может быть показана в стилизованной форме с помощью цветов в таблице. Более темные ячейки указывают на то, что этому конкретному индикатору следует уделять больше внимания. По мере продвижения стран по этапам индикатор может либо становиться более актуальным, либо приобретать характер устоявшейся практики и потому требовать меньших усилий со стороны политики. КПЦК — клиринговая палата центрального контрагента; ПКИ — программа коллективного инвестирования; ЦДЦБ — центральный депозитарий ценных бумаг; ИФР — инфраструктура финансового рынка.

Приложение 4. Рынок облигаций в национальной валюте и финансовая стабильность

Емкий и ликвидный рынок государственных облигаций может повысить финансовую стабильность, поскольку он лучше компенсирует периодические потрясения на рынке, вызывающие сильные колебания цен, и ограничивает финансовые искажения, повышающие системную уязвимость (BIS, 2007). Неликвидный рынок может усиливать влияние потрясений, вызывая значительные изменения цен, нестабильность ожиданий в отношении цен и более высокий риск распространения последствий на другие сегменты рынка. Неликвидность рынков в периоды повышенной рыночной неопределенности может негативно сказываться на финансовой стабильности, снижая как способность экономических субъектов управлять рисками, так и возможности официальных органов осуществлять мониторинг рисков. На ликвидных рынках с диверсифицированной базой инвесторов вероятность односторонних ставок на цены ниже, чем на относительно неликвидных рынках. В целом для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран характерна более значительная обеспокоенность касательно стойкости рынков государственных облигаций, чем в странах с развитой экономикой.

Некоторые из мер по решению проблемы ликвидности рынка в условиях рыночной напряженности могут включать изменение объема ценных бумаг, доступных в рамках программ предоставления ценных бумаг в ссуду, и внесение изменений в политику залога, сказывающихся на премиях за ликвидность (King et al., 2017). В случае приостановки операций на рынках прямое вмешательство центрального банка в деятельность рынков путем прямой покупки или продажи ценных бумаг может устранить некоторую часть базового финансового риска и способствовать восстановлению процесса формирования цен (IMF, 2017). Аналогичным образом, одновременное проведение аукционов по выпуску ценных бумаг на первичном рынке и операций по выкупу или обмену, способствующих свободному входу на рынок и выходу с рынка, также может способствовать восстановлению процесса формирования цен. Для смягчения

последствий напряженности на рынке, когда дилеры по ценным бумагам сталкиваются с проблемами финансирования, полезно может быть также предоставление ликвидности центральным банком посредством операций, имеющих характер кредитора последней инстанции.

В странах со значительным иностранным участием изменения международных валютно-финансовых условий в некоторых случаях могут вести к внезапной продаже нерезидентами облигаций в национальной валюте, что может оказывать дестабилизирующее влияние на обменный курс. Большинство стран с развитой экономикой и формирующимся рынком проявляют обеспокоенность в связи с потенциальной волатильностью, связанной с увеличением объема государственных ценных бумаг, принадлежащих иностранным инвесторам (BIS, 2019). Стабильность позиции иностранных инвесторов на внутренних рынках облигаций стран с формирующимся рынком и развивающихся стран в значительной степени зависит от динамики их обменных курсов (Chan, Miyajima, and Mohanty, 2012). Представление о несоответствии обменного курса экономическим детерминантам может вести к тому, что в ответ на новое потрясение курс валюты будет проявлять большую волатильность, чем в иной ситуации, что может увеличивать продажи внутренних облигаций инвесторами-нерезидентами. Поэтому повышение гибкости обменного курса и создание более емких рынков производных инструментов для хеджирования валютных рисков иностранными инвесторами имеет принципиальное значение для поддержания финансовой стабильности, связанной с внутренними рынками облигаций (Chan, Miyajima, and Mohanty, 2012). Наличие надлежащим образом диверсифицированной базы внутренних институциональных инвесторов может стать полезной стабилизирующей силой, противодействующей влиянию оттока средств нерезидентов с внутреннего рынка облигаций на доходность облигаций.

Приложение 5. Первичные дилеры

Введение

Первичные дилеры (ПД) могут поддерживать функционирование и развитие рынков облигаций в национальной валюте (РОНВ). Хотя конкретные аспекты введения системы ПД будут различаться между странами, общепризнанно, что прежде чем рассматривать возможность создания системы ПД, необходимо выполнение нескольких предварительных условий. Права и обязанности ПД призваны создать конкуренцию и обеспечить адекватное функционирование первичного и вторичного рынка.

Система ПД может предоставлять важнейшие услуги и выполнять функции для поддержки развития и функционирования РОНВ. Система ПД может внести существенный вклад в развитие РОНВ только в том случае, если ее создание и устройство соответствуют сложившимся рыночным условиям и стадии развития рынка, и если преимущества превышают недостатки. Однако наличие системы ПД не считается обязательным предварительным условием для хорошо функционирующего РОНВ.

Преимущества и недостатки системы ПД необходимо оценивать отдельно для каждого конкретного случая, и эти факторы могут меняться с течением времени. ПД могут способствовать процессу выявления цен и повышению ликвидности вторичного рынка. Однако если нет необходимых предварительных условий, система ПД может ограничивать конкуренцию и создавать опасность сговора.

Общее представление системы ПД

При подготовке системы ПД необходимо подробно проанализировать три основных вопроса.

- Разработка системы ПД предусматривает определение квалификационных критериев. Квалификационные критерии ПД устанавливают условия, которым как минимум должны соответствовать финансовые организации, которые могут быть назначены ПД. При выборе ПД официальные органы руководствуются типичными квалификационными требованиями, которые включают доступ к инфраструктуре финансового рынка (ИФР), управленческий потенциал, нормативы капитала, кредитные рейтинги, а также членство на бирже и (или) в электронной торговой платформе (ЭТП). Финансовые организации, не отвечающие этим требованиям, вряд ли смогут последовательно и надлежащим образом выполнять роль ПД.
- Обязанности ПД должны уравниваться правами и привилегиями.
 - Типичные обязанности ПД включают: 1) выставление заявок на покупку на первичном рынке, 2) размещение государственных ценных бумаг у конечных инвесторов, 3) проявляемую готовность представлять котировки твердых цен и способствовать ликвидности на вторичном рынке, 4) содействие проведению определенных операций по управлению долгом, 5) консультирование агентства по управлению долгом (АУД) по вопросам его стратегии управления долгом, 6) отчетность о своей деятельности на вторичном рынке и 7) развитие, посредством своей маркетинговой стратегии, новых инвестиций клиентов на соответствующем рынке долговых инструментов.
 - Права и привилегии ПД различаются от страны к стране. В целом, права позволяют ПД лучше выполнять свою роль, а привилегии служат для ПД компенсацией за выполнение их обязанностей. Общепринятые права включают 1) эксклюзивный доступ к первичному рынку, 2) эксклюзивный доступ к механизмам предоставления ценных бумаг в ссуду, предлагаемым АУД или центральным банком, и 3) возможность выступать в качестве контрагента в операциях центрального банка. Общепринятые привилегии включают 1) право называться ПД, 2) включение в рейтинг ПД, 3) право участвовать в неконкурсных аукционах по подписке и 4) льготный доступ к прибыльным операциям по управлению долгом. В некоторых странах могут также выплачиваться комиссионные ПД в зависимости от уровня активности.
 - Права и обязанности должны быть хорошо сбалансированы, а их параметры должны устанавливаться на базе общих соображений. Официальные органы должны учитывать следующее: 1) работа ПД должна быть сосредоточена на анализе структурных блоков РОНВ, недостатках, которые требуется устранить, и пользе, которую ПД могут принести в устранении этих недостатков; 2) необходимо динамично анализировать работу ПД с учетом складывающихся условий на рынке; 3) АУД не должно перегружать ПД чрезмерными обязательствами; 4) привилегии должны быть

тщательно выверены, так чтобы выгоды, приносимые привилегиями, были соразмерны издержкам, связанным с принятыми обязательствами; 5) затраты и выгоды необходимо рассматривать исходя из широкой среднесрочной перспективы.

- Требуется разработать систему регулярной оценки результатов деятельности¹.
 - Оценка результатов деятельности ПД должна решать как минимум три задачи: 1) показывать наиболее важные обязанности и обязательства, на которых должны сосредоточивать внимание ПД, 2) периодически оценивать, насколько хорошо ПД выполняют свои обязанности, и 3) служить способом поощрения хорошей работы. Процесс решения этих задач требует разработки надежного процесса, в рамках которого результаты оценки результатов деятельности будут периодически обсуждаться с отдельными ПД для достижения договоренности о корректирующих мерах и поощрения ПД, добившихся наилучших результатов. Кроме того, оценка должна обеспечить развитие и широкое введение ЭТП и надежной ИФР, а также способствовать обеспечению исполнения ПД своих обязанностей и мониторингу их деятельности.

Система ПД. Предпосылки и способы введения

Для создания системы ПД необходимо наличие нескольких важных предварительных условий. Эти предварительные условия касательно ПД рассматриваются в контексте основы РОНВ, разработанной в настоящей методической справке.

Чтобы создать действенную систему ПД, необходимо наличие благоприятствующих условий для развития эффективного РОНВ. Такая система может способствовать стабилизации рыночного спроса на государственные ценные бумаги, сделать этот спрос более надежным и снизить стоимость заимствований. Кроме того, система ПД может стать важным катализатором усилий по развитию РОНВ. Например, систему ПД невозможно представить, если государство: 1) полагается на льготные или частично льготные займы для удовлетворения основной доли своих потребностей в финансировании или 2) склонно применять контроль над процентными ставками (например, в форме мер финансового сдерживания при крупном дефиците бюджетных средств).

Кроме того, для запуска жизнеспособной системы ПД структурные блоки РОНВ должны находиться как минимум на второй стадии развития,

¹Дополнительная информация по этому вопросу приводится в работах Silva and Baudouin (2010) и Jonasson and Papaioannou (2018).

а желательно — на третьей стадии развития. Однако для введения системы ПД не все структурные блоки должны быть на одной стадии. В частности, это касается следующего:

- Денежный рынок. Денежный рынок способствует краткосрочному финансированию и управлению запасами, включая покрытие коротких позиций маркет-мейкеров по государственным ценным бумагам. Более эффективные и прозрачные денежные рынки способствуют эффективности системы ПД. Для эффективности системы ПД институциональные механизмы денежного рынка, касающиеся регулирования, прозрачности, основ и операций денежно-кредитной политики, должны находиться на более продвинутой стадии, стадии развития. Кроме того, ПД могут способствовать повышению емкости денежного рынка, снижая премии за риск ликвидности и тем самым определяя эффективные краткосрочные ставки.
- Первичный рынок. Система ПД может быть создана в том случае, если государство берет на себя долгосрочные обязательства по привлечению заемных средств на внутреннем рынке, объем которых будет относительно стабилен и предсказуем с течением времени. В качестве дополнительных предпосылок для эффективности работы ПД на стадии развития должны находиться следующие индикаторы политики в сфере первичного рынка: 1) чтобы ценные бумаги были привлекательными, рыночные механизмы ценообразования и размещения должны быть прочно зафиксированы; 2) стратегия эмиссии должна создавать условия для концентрации ликвидности на нескольких эталонных ценных бумагах, на которые могут распространяться исходные обязательства ПД как маркет-мейкеров; 3) также должна быть прозрачность в отношении среднесрочной стратегии управления долгом, задавая среднесрочный горизонт для инвестиционной стратегии участников рынка. Кроме того, введение системы ПД может послужить катализатором для улучшения практики эмиссии, повышения прозрачности и концентрации ликвидности, тем самым способствуя переходу первичного рынка из стадии становления в стадию развития.
- Вторичный рынок. Необходимым предварительным условием для введения и эффективного функционирования системы ПД является наличие нормально функционирующего вторичного рынка, включающего адекватную, экономически эффективную инфраструктуру для проведения операций купли-продажи. Вторичный рынок предоставляет участникам рынка эффективную и безопасную платформу для торговли ценными бумагами на справедливой и прозрачной основе. Для системы ПД также может быть полезно введение ЭТП, которая будет служить площадкой для осуществления деятельности маркет-мейкеров. Одной из целей введения системы ПД может быть содействие развитию вто-

ричного рынка от эмбриональной стадии, или стадии зарождения, к стадии развития. Важную роль также играет наличие в банковской системе потенциала и квалификации для содействия операциям на вторичном рынке.

- База инвесторов. Растущая база внутренних инвесторов является необходимым условием для создания системы ПД, как и достаточно большое количество банков, из которых по крайней мере пять-шесть могут выступать в качестве ПД. База институциональных инвесторов на внутреннем рынке будет расти только при условии повышения ликвидности рынка, что зависит от увеличения количества инвесторов. Кроме того, поскольку ПД выступают в качестве посредников между эмитентом и конечными инвесторами, введение ПД может расширить базу инвесторов за счет использования их каналов распространения, квалификации в сфере маркетинга, инновационных продуктов и консультационных услуг, а также их роли как маркет-мейкеров.
- Инфраструктура финансового рынка. Едва ли можно рассматривать вопрос о введении системы ПД в случае недостаточного развития ИФР или когда она находится на ранней стадии развития, стадии зарождения. Только безопасная, надежная, экономически эффективная и удобная в использовании ИФР способствует бесперебойности потока операций на денежном, первичном и вторичном рынках, повышая тем самым доверие инвесторов и эффективность работы ПД. Доступ к ЦДЦБ, наличие системы расчетов по ценным бумагам по схеме ППП и перевод государственных ценных бумаг в бездокументарную форму являются дополнительными индикаторами, свидетельствующими о прохождении стадии зарождения в сторону дальнейшего развития. Кроме того, введение системы ПД может потребовать дополнительных инвестиций в ИФР для устранения выявленных недостатков.
- Нормативно-правовая база. Для создания системы ПД необходима надежная правовая, нормативная и налоговая база, обеспечивающая справедливую рыночную практику, определяющая четкие правила и обязанности различных участников, защищающая интересы внутренних и иностранных инвесторов и препятствующая недобросовестной практике ведения операций, такой как манипулирование рынком, опережающие сделки и сговор. Кроме того, ПД могут послужить катализатором для устранения выявленных недостатков в нормативно-правовой базе, касающейся прав участников и практики проведения операций.

Способы введения системы ПД

Способы введения системы ПД различаются от страны к стране. Разные страны имеют разные институциональные механизмы, находятся на разных этапах развития РОНВ, имеют разные благоприятствующие условия

и ставят перед собой разные цели при рассмотрении вопроса о введении системы ПД. Во многих случаях группа финансовых посредников уже обрела специализированную квалификацию для работы на рынке государственных ценных бумаг, и де-факто они выступают в качестве маркет-мейкеров. В этих случаях введение системы ПД направлено на формализацию, систематизацию и отладку существующих механизмов. В других случаях введение ПД нацелено на обеспечение систематического и последовательного выполнения жизненно важных функций, необходимых для развития и функционирования РОНВ.

Шаги по введению системы ПД можно кратко представить следующим образом:

1. Оценка того, выполняются ли предварительные условия для введения системы ПД².
2. Оценка преимуществ введения системы ПД.
3. Опрос финансовых посредников на предмет потенциальной заинтересованности и заключение, что имеется минимальное количество заинтересованных сторон.
4. Призыв к выражению заинтересованности и создание рабочей группы из заинтересованных сторон для совместной работы по определению прав, обязанностей, предварительных условий и «дорожной карты».
5. Координация действий министерства финансов, центрального банка и органа по регулированию поведения на рынке для согласования соответствующих обязанностей и обмена информацией.
6. Формализация отношений между ПД и официальными органами.
7. Разработка системы оценки результатов работы ПД с различными параметрами эффективности, весами и механизмом поощрения.
8. Официальный запуск системы ПД, когда все этапы пройдены и необходимые предварительные условия выполнены.

²Для этого можно использовать основу, разработанную в данной методической справке. Стадию развития для различных структурных блоков можно оценить на основе положений, приведенных в данном приложении, стремясь выявить предварительные условия, которые требуется выполнить, и основные недостатки, которые необходимо устранить, при рассмотрении вопроса о введении системы ПД. Однако при этом важно оценивать состояние основных функциональных возможностей в рамках каждого структурного блока, отраженных в соответствующих индикаторах, а не показатели составной стадии на уровне всего структурного блока, поскольку с точки зрения системы ПД некоторые функциональные возможности важнее других. Оценка может способствовать выявлению основных недостатков, которые необходимо устранить до введения системы ПД, чтобы максимально повысить вероятность ее успеха и ее эффективность.

При введении системы ПД желательно, чтобы права и обязанности ПД определялись совместно официальными органами и ПД. Система ПД должна разрабатываться совместно, возможно, в рамках рабочей группы заинтересованных сторон, чтобы гарантировать, что она отвечает требованиям и ожиданиям всех участников. В этих условиях также важно определить, какие изменения в структурных блоках необходимы для успешной работы механизма ПД. Следует составить набросок «дорожной карты» инициатив, которые необходимо осуществить для успешного введения ПД, с указанием изменений, которые потребуются внести до официального введения ПД, и тех, которые могут последовать за их введением. По этим вопросам также следует стремиться к нахождению единого мнения между заинтересованными сторонами.

Общие изменения, которые необходимо внести в отдельные структурные блоки РОНВ для содействия введению системы ПД, включают следующее:

- Денежный рынок. Если ликвидность все еще недостаточна, может потребоваться введение поддерживающих механизмов предоставления в ссуду кассовых средств и ценных бумаг.
- Первичный рынок. Может потребоваться внесение изменений в методы эмиссии, чтобы сконцентрировать ликвидность в меньшем количестве эталонных облигаций, дополняя их операциями по управлению обязательствами и переходя к закрытым аукционам только для ПД.
- Вторичный рынок. Может потребоваться повышение прозрачности до и после торгов за счет сбора и публикации соответствующих данных. Для эффективного выполнения маркет-мейкерами своих обязательств может потребоваться создание согласованной между всеми сторонами ЭТП.
- База инвесторов. Может потребоваться укрепление некоторых из уже существовавших механизмов, включая сочетание регулирования, надзорной практики и морального убеждения, чтобы подтолкнуть существующих инвесторов к переходу от стратегий покупки инструментов для их хранения к более динамичным моделям работы с авуарами. Кроме того, от должностных лиц может потребоваться уточнение налогового кодекса, например, для устранения возможных препятствий, связанных с налогами, удерживаемыми у источника выплат, чтобы создать привлекательные условия для участия иностранных инвесторов.
- Инфраструктура финансового рынка. Для эффективного выполнения маркет-мейкерами своих обязанностей может потребоваться создание надежных и безопасных механизмов клиринга, расчетов и ответственного хранения.

- Нормативно-правовая база. От должностных лиц требуется установление четких правил поведения на рынке, чтобы гарантировать, что ПД не используют свои привилегии во вред инвесторам и не пользуются конфиденциальной информацией о заказах клиентов для ведения собственных трейдинговых операций.

Координация между различными официальными органами является основополагающим фактором для обеспечения того, чтобы все заинтересованные стороны играли свою роль в достижении эффективного развития РОНВ. Любое регулирование или проведение рыночных операций со стороны официальных органов должно быть согласовано с поставленными целями развития РОНВ и установленными для ПД механизмами выполнения функций маркет-мейкеров. И наконец, по мере изменения условий на рынке и сдвигов в приоритетах следует периодически проводить оценку результатов деятельности в части прав и обязанностей ПД. Кроме того, официальным органам следует регулярно оценивать, по-прежнему ли выполняются предварительные условия для работы системы ПД и способствуют ли ПД сбалансированному развитию РОНВ.

Литература

- Anderson, Phillip R. D., Anderson Caputo Silva, and Antonio Velandia-Rubiano. 2010. "Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different?" Policy Research Working Paper 5399, World Bank, Washington, DC.
- Árvai, Zsófia, and Geoffrey Heenan. 2008. "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities." Working Paper 14/174, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Awadzi, Elsie Addo. 2015. "Designing Legal Frameworks for Public Debt Management." Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- BIS (Bank for International Settlements). 2007. "Financial Stability and Local Currency Bond Markets." Committee of the Global Financial System Report No. 28, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- BIS (Bank for International Settlements). 2019. "Establishing Viable Capital Markets." Committee of the Global Financial System Report No. 62, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Bossu, W., C. Hillier, and W. Bergthaler. 2020. "Local Currency Bond Markets Law Reform: A Methodology for Emerging Markets and Developing Economies." Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Burger, John D., and Francis E. Warnock. 2006. "Local Currency Bond Markets." Working Paper 12552, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Chan, T., K. Miyajima, and M. Mohanty. 2012. "Emerging Market Local Currency Bonds: Diversification and Stability." Working Paper No. 391, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.

- Creehan, Sean. 2015. “Developing Local Currency Bond Markets Can Help Insulate Asia from Volatility,” *Pacific Exchange* (blog), October 2, 2015, <https://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchange-blog/developing-local-currency-bond-markets-help-insulate-asia-volatility/>.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza. 2005. “The Pain of Original Sin.” In *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, edited by Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, 14–47. Chicago: University of Chicago Press.
- Essers, Dennis, Hans J. Blommestein, Danny Cassimon, and Perla Ibarlucea Flores. 2016. “Local Currency Bond Market Development in Sub-Saharan Africa: A Stock-Taking Exercise and Analysis of Key Drivers.” *Emerging Markets Finance and Trade* 52 (5): 1167–1194.
- G20 (Group of Twenty). 2011. *G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets*. Cannes: G20 Summit.
- Grigorian. 2019. “Nonresident Capital Flows and Volatility: Evidence from Malaysia’s Local Currency Bond Market.” 2019/23, 21ternational 22netary 23nd, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund). 2012. “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View.” Policy Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank. 2014. “Revised Guidelines for Public Debt Management.” IMF Policy Paper, International Monetary Fund and World Bank, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund), World Bank, EBRD (European Bank for Reconstruction and Development), and OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). 2013. *Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework*. International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank. 2018 and 2020. “Staff Note for the G20 International Financial Architecture Working Group (IFAWG): Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies.” World Bank, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank. 2019. “Developing a Medium-Term Debt Management Strategy Framework (MTDS)—Updated Guidance Note for Country Authorities.” IMF and World Bank, Washington, DC.
- Jonasson, Thordur, Michael G. Papaioannou, and Mike Williams. 2019. “Debt Management.” In *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, edited by S. Ali Abbas, Alex Pienkowski, and Kenneth Rogoff, 192–224. Oxford: Oxford University Press.

- Jonasson, Thordur, and Michael Papaioannou. 2018. "A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks." Working Paper 18/74, International Monetary Fund, Washington, DC.
- King, D., L. Brandao-Marques, K. Eckhold, P. Lindner, and Diarmuid Murphy. 2017. "Central Bank Emergency Support to Securities Markets." Working Paper No. 17/152, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Knight, J., and B. Northfield. 2020. "Sovereign Investor Relations: From Principles to Practice." Working Paper 20/204, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Lu, Yinqiu, and Dmitry Yakolev. 1985. "Instruments, Investor Base, and Recent Developments in the Malaysian Government Bond Markets." Working Paper No. 18/95, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Malaysian Securities Commission. 2004. *Capital Market Development in Malaysia: History and Perspectives*. Kuala Lumpur: Malaysian Securities Commission.
- Mihaljek, D., M. Scatigna, and A. Villar. 2002. "Recent Trends in Bond Markets." BIS Papers No. 11, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Park, Cyn-Young. 2017. "Developing Local Currency Bond Markets in Asia." *Emerging Markets Finance and Trade* 53 (12): 2826–2844.
- Park, Donghyun, Kwanho Shin, and Shu Tian. 2018. "Do Local Currency Bond Markets Enhance Financial Stability?" ADB Economics Working Paper Series No. 563, Asian Development Bank, the Philippines.
- Peiris, Shanaka J. 2010. "Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets." Working Paper 10/88, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Silva, Anderson Caputo, and Baudouin Richard. 2010. "Primary Deal Systems: Background Note." Gemloc Advisory Services for the World Bank, Washington, DC.
- Silva, Anderson Caputo, Loic Chiquier, Thordur Jonasson, and Michael Papaioannou. 2016. "Development of Local Currency Bond Markets: Overview of Recent Developments and Key Themes." Seoul, Korea, June 20, Staff Note for the G20 IFAWG, International Monetary Fund and World Bank.
- World Bank. 2007. *Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*. Washington, DC: World Bank.

World Bank. 2014. “Guide to the Government Securities Market Development Toolkit for Low-Income Countries—Finance and Markets Global Practice.” World Bank, Washington, DC.

World Bank and IMF (International Monetary Fund). 2001. *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, DC: World Bank.



PUBLICATIONS

Guidance Note on Developing Government
Local Currency Bond Markets (Russian)

2021/001



9 798400 270444