

## **Часть II. Целевые исследования стран**

116. Данная часть документа содержит 18 целевых исследований стран, подготовленных ведомствами по управлению государственным долгом. В центре внимания каждого целевого исследования находятся меры, принятые страной в последние годы для совершенствования практики управления государственным долгом, и их связь с Руководящими принципами управления государственным долгом.

## I. БРАЗИЛИЯ<sup>19</sup>

117. Правительство Бразилии принимает ряд мер по совершенствованию управления государственным долгом. В настоящем документе представлен обзор основных руководящих принципов, которых в настоящее время придерживаются должностные лица, управляющие государственным долгом Бразилии, в сравнении с принципами, предложенными МВФ и Всемирным банком в совместном докладе «Руководящие принципы управления государственным долгом».

118. В разделе А рассматривается широкий круг вопросов. Он начинается с обсуждения целей и сферы охвата деятельности по управлению государственным долгом в Бразилии и ее координации с мерами денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Затем следует описание основных мер, направленных на повышение прозрачности и подотчетности посредством четкого определения функций и полномочий в области управления долгом, всестороннего раскрытия информации и частых проверок деятельности по управлению долгом внешними аудиторами. В заключительной части раздела приводятся наиболее значимые факты, касающиеся управления и организации внутренних операций, включая описание недавних институциональных реформ.

119. Раздел В главным образом посвящен анализу основных руководящих принципов, которые принимались во внимание при определении оптимальных стратегий для обеспечения приемлемых с экономической точки зрения уровней расходов на государственный долг и связанных с ним рисков. Наряду с представлением недавней динамики ряда показателей управления долгом, в этом разделе описывается применение системы совместного управления активами и обязательствами (СУАО) и стратегий, направленных на снижение риска рефинансирования и рыночного риска. Описываются также основные особенности моделей управления риском, как применяемых в настоящее время, так и находящихся в стадии разработки.

120. Третий, заключительный раздел посвящен описанию мер, предпринятых в целях развития рынков государственных ценных бумаг. Акцент сделан на описании некоторых заслуживающих особого внимания мер, реализованных бразильским Казначейством и Центральным банком в ноябре 1999 года, и на продолжающихся усилиях по стимулированию спроса на долгосрочные ценные бумаги.

### **А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы**

#### **Цели и координация деятельности по управлению долгом**

##### *Цели*

121. В соответствии с руководящими принципами, предложенными МВФ и Всемирным банком, основная цель, которую преследует бразильское правительство при управлении

---

<sup>19</sup> Данное целевое исследование подготовлено Подразделением по управлению долгом (Secad III) Национального казначейства Бразилии.

государственным долгом — минимизация затрат в долгосрочной перспективе при поддержании рисков на разумных уровнях. В качестве вторичной и дополнительной цели отдел по управлению государственным долгом Бразилии принимает меры по развитию внутреннего рынка ценных бумаг.

122. Хотя должностные лица, занятые в сфере управления долгом, стремятся осуществлять стратегии, направленные на минимизацию расходов, связанных с государственным долгом Бразилии, особое внимание уделяется рискам, сопряженным с каждой стратегией. Существенное значение имеют также усилия правительства по созданию прочной репутации в глазах кредиторов, исполнению условий контрактов и отказу от попыток извлечения выгод из текущей ситуации на рынке.

123. Что касается связанных с данной деятельностью рисков, то акцент делался на отслеживании риска рефинансирования и рыночного риска, с особым упором на первом виде риска. В этом отношении бразильское Казначейство, как более подробно описывается ниже, добилось успехов в удлинении среднего срока погашения долговых обязательств и обеспечило формирование более гладкого графика погашения. Пристальное внимание уделяется объему долговых обязательств, срок погашения которых наступает в краткосрочной перспективе (12 месяцев), с тем чтобы снизить подверженность Казначейства риску, связанному с возможным наступлением нежелательных событий.

124. Постепенная замена ценных бумаг с плавающей ставкой на ценные бумаги с фиксированной ставкой представляет собой еще один важный принцип, которым руководствуется в своей работе отдел по управлению долгом Бразилии. Однако, хотя это и является существенной мерой по снижению рыночного риска, изменение состава долга в сторону большей концентрации инструментов с фиксированной ставкой часто расходилось с целью поддержания риска рефинансирования в безопасных пределах. Эта дилемма обусловлена все еще ограниченным спросом на долгосрочные облигации с фиксированной ставкой. По мере того как спрос на эти ценные бумаги будет приобретать более выраженный характер, и при сохранении взвешенности и стабильности мер макроэкономической политики, будет происходить активизация мер по распространению данного вида ценных бумаг.

125. Наконец, следует отметить, что бразильское Казначейство стремится к развитию вторичного рынка в качестве основного средства достижения упомянутых выше целей.

126. Некоторые меры уже реализованы (см. раздел С), например:

- улучшение временной структуры процентных ставок;
- стандартизация финансовых инструментов;
- взаимозаменяемость ценных бумаг с плавающей ставкой.

### ***Сфера охвата***

127. Сфера охвата деятельности по управлению государственным долгом в Бразилии также соответствует руководящим принципам МВФ и Всемирного банка. Она распространяется на основные финансовые обязательства, находящиеся под контролем центрального правительства, к которым относятся как обращающиеся, так и не обращающиеся на рынке долговые обязательства, долговые обязательства в национальной и иностранных валютах и условные обязательства<sup>20</sup>. Учитывая, что бразильское Казначейство ввело в действие комплексную систему совместного управления активами и обязательствами, при управлении государственным долгом принимаются во внимание и характеристики активов.

### ***Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой***

128. Что касается координации с налогово-бюджетной политикой, программы привлечения займов основаны на финансовых прогнозах, содержащихся в федеральном бюджете и утвержденных Парламентом. Казначейство также разрабатывает и публикует подробный Годовой план привлечения займов, который представляется на рассмотрение и утверждение министру финансов.

129. Что касается денежно-кредитной политики, существует тесное взаимодействие между должностными лицами Казначейства и Центрального банка. Проводятся регулярные встречи с участием представителей обоих учреждений, где происходит обмен информацией о текущих и будущих потребностях правительства в ликвидных средствах. Кроме того, хотя окончательные решения, касающиеся стратегий финансирования государственного долга, относятся к компетенции Национального казначейства, с должностными лицами Центрального банка Бразилии (ЦББ) всегда проводятся предварительные консультации для оценки потенциального воздействия таких стратегий на проведение денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

130. Важным шагом, предпринятым Бразилией, было то, что с мая 2002 года Закон о бюджетной ответственности больше не позволяет Центральному банку выпускать

---

<sup>20</sup> Для целей управления долгом Национальное казначейство принимает во внимание еще не ставшие реальными условные обязательства, в отношении которых существует юридическое и/или договорное обязательство, в том числе гарантии правительства в отношении займов в иностранной валюте и правительственных программ.

собственные ценные бумаги<sup>21</sup>. В настоящее время денежно-кредитная политика реализуется посредством операций с ценными бумагами Казначейства на вторичном рынке, что повышает прозрачность взаимоотношений между денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой.

### **Прозрачность и подотчетность**

131. Органы управления долгом Бразилии стремятся обеспечить прозрачность и подотчетность, публично раскрывая функции и обязанности по управлению долгом и предоставляя общественности информацию о мерах политики и статистических показателях, касающихся управления долгом. Кроме того, внешние аудиторы часто проверяют и оценивают деятельность, связанную с управлением государственным долгом.

#### ***Функции и обязанности по управлению долгом***

132. Функции и обязанности по управлению долгом четко и официально определены в правовых инструментах. Краткое содержание законодательных актов представлено на сайте Казначейства в Интернете<sup>22</sup>. Управление внешним и внутренним государственным долгом осуществляется Министерством финансов и, в свою очередь, в структуре Министерства финансов — Секретариатом Национального казначейства, (то есть Отделом по управлению государственным долгом). Аналогичным образом, обнародуются все нормативные положения, связанные с управлением долгом, в том числе те, которые касаются функционирования первичных и вторичных рынков, а также клиринговых и расчетных механизмов для торговли государственными ценными бумагами.

#### ***Доступность информации для общественности***

133. Информация о мерах политики и операциях по управлению долгом публично раскрывается в регулярно публикуемом календарном графике аукционов и регулярно издаваемых отчетах. Все эти материалы представлены на сайте Казначейства в Интернете. Помимо публикации Годового плана привлечения займов, который включает основные меры и стратегии, подлежащие реализации в течение года, Секретариат Национального казначейства представляет подробные статистические данные по государственному долгу в двух ежемесячных отчетах: Отчете о внутреннем долге федерального правительства (готовящемся совместно с ЦББ) и Отчете Национального казначейства о результатах исполнения бюджета.

---

<sup>21</sup> В ожидании введения этой меры Центральный банк прекратил выпуск собственных ценных бумаг в октябре 2001 года.

<sup>22</sup> [www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br)

### **Внешний аудит**

134. Деятельность по управлению долгом ежегодно проверяется внешними аудиторами. За это отвечают два учреждения: Федеральный секретариат контроля (*Secretaria Federal de Controle* — SFC) — орган внутреннего аудита, который относится к исполнительным государственным органам, и Федеральный аудиторский суд (*Tribunal de Contas da União* — TCU) — орган внешнего аудита. Эти ведомства относятся, соответственно, к исполнительной и законодательной ветвям федеральных органов государственного управления. Хотя Федеральный секретариат контроля играет важную роль, проводя предварительную проверку деятельности по управлению государственным долгом, окончательная ответственность за ее утверждение лежит на Федеральном аудиторском суде.

135. Кроме того, Парламент требует представления еще некоторых отчетов, касающихся деятельности по управлению долгом, среди которых следует назвать:

- Отчет об управлении государственными финансами — контрольный документ о соблюдении лимитов долга<sup>23</sup>,
- Состояние счета федерального правительства — описание всех произведенных за год федеральных расходов, ежегодно направляемое в Парламент и Федеральный аудиторский суд.

### **Институциональная основа**

#### **Управление**

136. С ноября 1999 года Секретариат Национального казначейства ввел в действие новую организационную структуру управления долгом, основанную на международном опыте Отдела по управлению долгом (ОУД). В состав Отдела по управлению государственным долгом входят три основных подразделения:

- отдел обработки документации, который отвечает за ведение регистрации, контроля, платежей и учета в отношении как внутренних, так и внешних долговых обязательств;
- промежуточный отдел, отвечающий за разработку средне- и долгосрочных стратегий, направленных на снижение затрат по долгу и связанного с ним риска, отслеживание макроэкономической ситуации, а также за отношения с инвесторами;
- операционный отдел, отвечающий за разработку и реализацию краткосрочных стратегий, связанных с выпуском облигаций на внутренних рынках. Функции операционного отдела, связанные с привлечением займов на международных

---

<sup>23</sup> Лимиты задолженности были установлены Законом о бюджетной ответственности и в настоящее время проходят обсуждение в Парламенте и органах исполнительной власти. Секретарь Казначейства будет регулярно представлять в Парламент доклады о соблюдении этих лимитов.

рынках капитала, в настоящее время выполняются Центральным банком, но будут переданы Казначейству в сентябре 2003 года.

137. Результатом введения нового институционального механизма стало существенное повышение качества управления долгом, что позволило стандартизировать меры операционного контроля, отслеживать риски и разделить функции, относящиеся к долгосрочному (стратегическому) и краткосрочному (тактическому) планированию. В настоящее время в Отделе по управлению государственным долгом насчитывается примерно 90 финансовых аналитиков.

### *Управление внутренними операциями*

138. Для укрепления внутренних операций и в качестве ответной меры на увеличение числа неинтегрированных систем данных — что делает процесс сбора информации громоздким, трудоёмким и сильно подверженным операционному риску — Казначейство начало реализацию совместной программы со Всемирным банком. Данная программа предусматривает три модуля:

- разработка информационно-технологической системы;
- стандарты контроля, внутреннего аудита и безопасности, управление и организационная структура;
- управление рисками.

139. Хотя упомянутые выше модули взаимосвязаны, основное внимание было уделено разработке системы информационных технологий. Таким образом, данный проект главным образом направлен на создание интегрированной платформы, которая повысит эффективность и надежность бухгалтерского учета и отчетности в области государственного долга, расширив возможности Казначейства и повысив прозрачность его деятельности в сфере управления государственным долгом.

140. Упомянутая выше новая институциональная основа также представляет важный шаг на пути к снижению операционных рисков. Функции отдела обработки документации и операционного отдела были четко разделены, и сформирован промежуточный отдел, несущий ответственность за создание системы анализа рисков и текущее наблюдение за ними, независимо от подразделения, отвечающего за проведение рыночных операций. Следует отметить, что услуги по ведению реестров и проведению аукционов в настоящее время предоставляются Центральным банком, для чего недавно было выработано официальное соглашение.

141. Были внесены некоторые улучшения в порядок найма сотрудников, потребовавшиеся ввиду конкуренции между возможностями карьерного роста в различных органах исполнительной власти. Несмотря на сохранение определенной конкуренции с другими учреждениями как частного, так и государственного сектора, Казначейству удастся привлекать и удерживать квалифицированных сотрудников за счет изменения порядка

продвижения по службе финансовых аналитиков Казначейства и введения строгого порядка отбора, который главным образом ориентирован на профессионалов, имеющих сильную подготовку в сфере экономики и финансов. Значительные ресурсы были также затрачены на специализированное обучение сотрудников, занятых в сфере управлением долгом, в частности на аспирантский курс по управлению долгом.

142. Еще одной мерой, направленной на совершенствование деятельности по управлению долгом, стало принятие в феврале 2001 года Кодекса поведения для управляющих государственным долгом, в котором содержатся некоторые предписания, регулирующие их поведение, например, запрет на покупку государственных облигаций. Кроме того, был создан Комитет по этике и профессиональному поведению для управляющих государственным долгом.

### ***Правовая основа, связанная с привлечением займов***

143. Основные законодательные нормы, регулирующие привлечение займов, по существу, определяются в четырех документах: 1) в Конституции Бразилии, которая устанавливает лимиты государственного долга; 2) Законе о бюджетной ответственности (ЗБО), который определяет нормативную основу налогово-бюджетной политики; 3) Законе об основных направлениях бюджета; 4) Законе о годовом бюджете (размер заимствований в течение года не может превышать общей суммы, установленной для конкретных источников финансирования бюджета, определенных в законе о годовом бюджете). Кроме того, верхний предел на новые внешние заимствования, ведущие к формированию государственного долга, определяется решением Сената.

144. Среди юридических документов, перечисленных выше, следует особо отметить Закон о бюджетной ответственности, принятие которого представляет собой этапное событие для бюджетов всех уровней государственного управления. С помощью набора правил в этом законе устанавливаются лимиты расходов органов государственного управления на выплату заработной платы и суммы непогашенного долга<sup>24</sup>, выдвигается требование обеспечения большей прозрачности государственных счетов, устанавливаются более строгие правила для избранных должностных лиц исполнительной власти в конце срока их полномочий, а также административные и штрафные санкции в отношении должностных лиц, не соблюдающих налогово-бюджетное законодательство.

145. ЗБО подкрепил «золотое правило», установленное статьей 167-III Федеральной Конституции Бразилии, которое запрещает проведение кредитных операций, превышающих размер капитальных расходов. Этот закон также налагает ограничения на кредитные операции между государственными образованиями, включая Национальное казначейство и ЦББ, и устанавливает, что с мая 2002 года ЦББ более не вправе выпускать собственные ценные бумаги на первичном рынке.

---

<sup>24</sup> Эти лимиты устанавливаются на отношение суммы непогашенного долга к чистым текущим доходам.



## **В. Создание потенциала для оценки затрат и риска и управления ими**

### **Стратегия управления долгом**

146. Стратегия управления долгом Бразилии основывается на руководящих принципах, которые сначала разрабатываются Отделом по управлению государственным долгом, а затем представляются на утверждение секретарю Национального казначейства и министру финансов.

147. Казначейство постепенно переходит к системе совместного управления активами и обязательствами (СУАО). В этом контексте риски, свойственные текущей структуре долга, оцениваются с учетом характеристик активов, налоговых доходов и других кассовых потоков, которые могут быть использованы для обслуживания долга. Чистые открытые позиции в балансе центрального правительства определяются путем подбора соответствующих финансовых активов и обязательств, включая гарантии, встречные гарантии и условные обязательства.

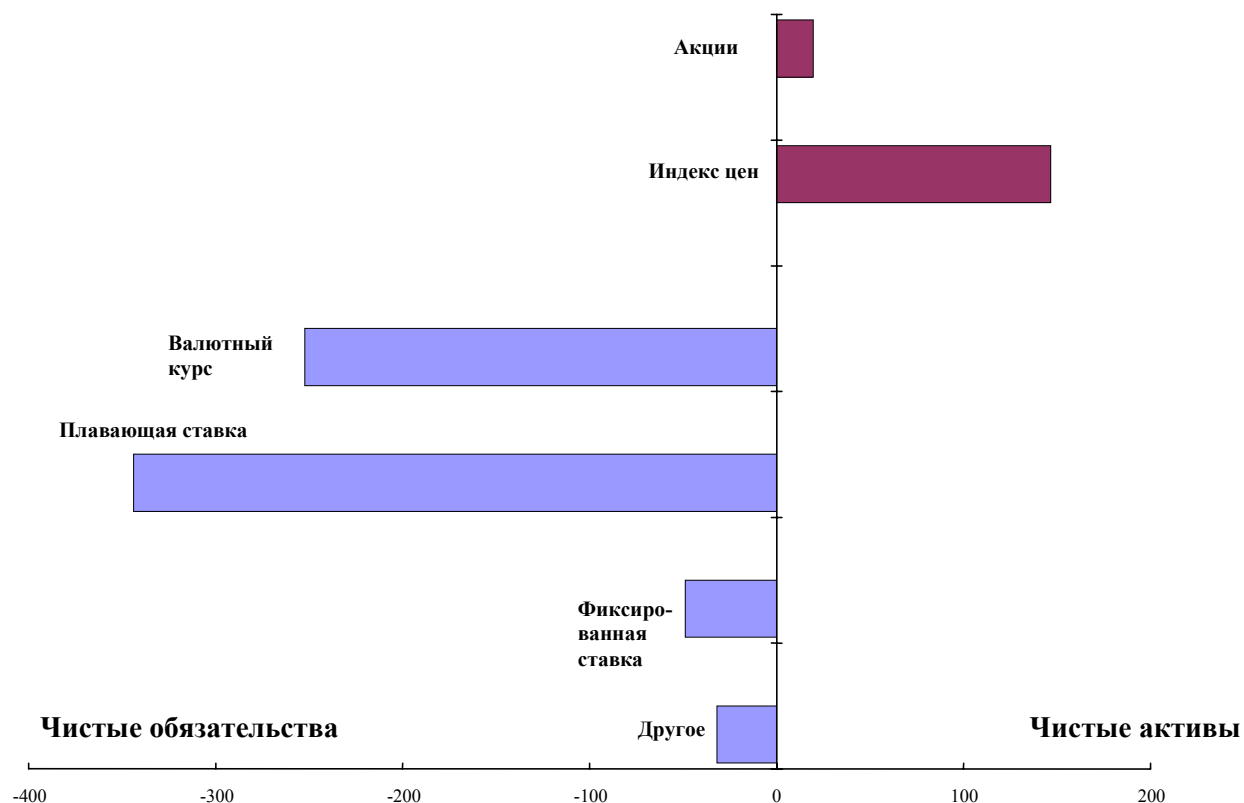
148. Результаты такого анализа в рамках системы СУАО свидетельствуют о том, что в случае Бразилии (как это обычно бывает в большинстве стран) управляющим долгом следует стремиться к такому составу долга, который бы в большей степени опирался на инструменты с фиксированной ставкой и индексированные по темпам инфляции. На рисунке 1 представлены основные несоответствия между активами и обязательствами центрального правительства Бразилии по состоянию на декабрь 2001 года.

149. Следует отметить, что основные несоответствия касаются открытых позиций по процентным ставкам и валютным курсам. Хотя в кратко- и среднесрочной перспективе формирование такого портфеля долговых обязательств, который соответствовал бы характеристикам активов, сопряжено с некоторыми трудностями, должностные лица, занятые управлением долгом, считают данный тип анализа СУАО чрезвычайно ценным для определения долгосрочных стратегий, направленных на достижение оптимального состава долга.

150. Наряду с целью постепенного сведения к минимуму подверженности процентному и валютному рискам, бразильское правительство, в соответствии с руководящими принципами МВФ и Всемирного банка, в качестве одного из своих приоритетов определило снижение риска рефинансирования. Однако эти цели часто противоречат друг другу, учитывая по-прежнему ограниченный спрос на долгосрочные ценные бумаги с фиксированной ставкой и ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции. Между тем Национальное казначейство и Центральный банк сконцентрировали свои усилия на развитии вторичных рынков и стимулировании операций с долгосрочными инструментами с фиксированной ставкой и инструментами, индексированными по темпам инфляции. Эти меры оказались полезными, создавая условия для перехода к более приемлемому составу государственного долга в будущем.

151. Управление кассовыми средствами представляет собой еще один важный аспект стратегии управления долгом, проводимой в настоящее время бразильским правительством. Казначейство поддерживает достаточно крупные кассовые резервы, чтобы добиться большей гибкости при реализации стратегий финансирования и, главное, снизить риск пролонгации долговых обязательств в случае временно неблагоприятных обстоятельств.

Рисунок 1. Дисбалансы активов и обязательств, декабрь 2001 года  
(в миллиардах реалов)



152. Руководящие принципы управления долгом, подчеркивающие важность снижения риска рефинансирования и создающие возможность использования системы СУАО, уже привели к хорошим результатам. Для того чтобы проиллюстрировать основные достижения такой стратегии, и принимая во внимание необходимость дальнейшей длительной работы для достижения более приемлемой структуры долга, ниже представлена динамика ряда показателей управления долгом и некоторые выводы, сделанные в последние годы должностными лицами Бразилии, отвечающими за управление долгом.

***Увеличение среднего срока погашения долговых обязательств с целью снижения риска рефинансирования***

153. Средний срок внутренних долговых ценных бумаг составил в декабре 2001 года 35 месяцев по сравнению с 27 месяцами в декабре 1999 года. Такое достижение объясняется

усилиями по удлинению срока погашения ценных бумаг, выпускаемых через аукционы, на которые приходится приблизительно 70 процентов внутреннего долга<sup>25</sup>. На рисунке 2 показано резкое удлинение среднего срока погашения этих ценных бумаг с 4,6 месяца в июле 1994 года до примерно 29 месяцев в декабре 2001 года. Такое удлинение сроков связано со стремлением снизить риск рефинансирования и в основном объясняется выпуском долгосрочных облигаций с плавающей ставкой (LFT) и облигаций, индексированных по темпам инфляции (NTN-C).

### *Улучшение общего графика погашения*

154. Значительные успехи проводимой Казначейством политики финансирования связаны с процентной долей государственных ценных бумаг, подлежащих погашению в течение ближайших 12 месяцев, которая была снижена с 53 процентов в декабре 1999 года до 26 процентов в декабре 2001 года, как показано на рисунке 3.

---

<sup>25</sup> Помимо выпуска ценных бумаг через аукционы, бразильское Казначейство в некоторых случаях, согласно требованию закона, обязано выпускать долговые обязательства непосредственно для определенных кредиторов, главным образом в случаях секьюритизации долга.

Рисунок 2. Средний срок погашения — долговые обязательства, выпущенные через аукционы. Национальное казначейство (в месяцах)

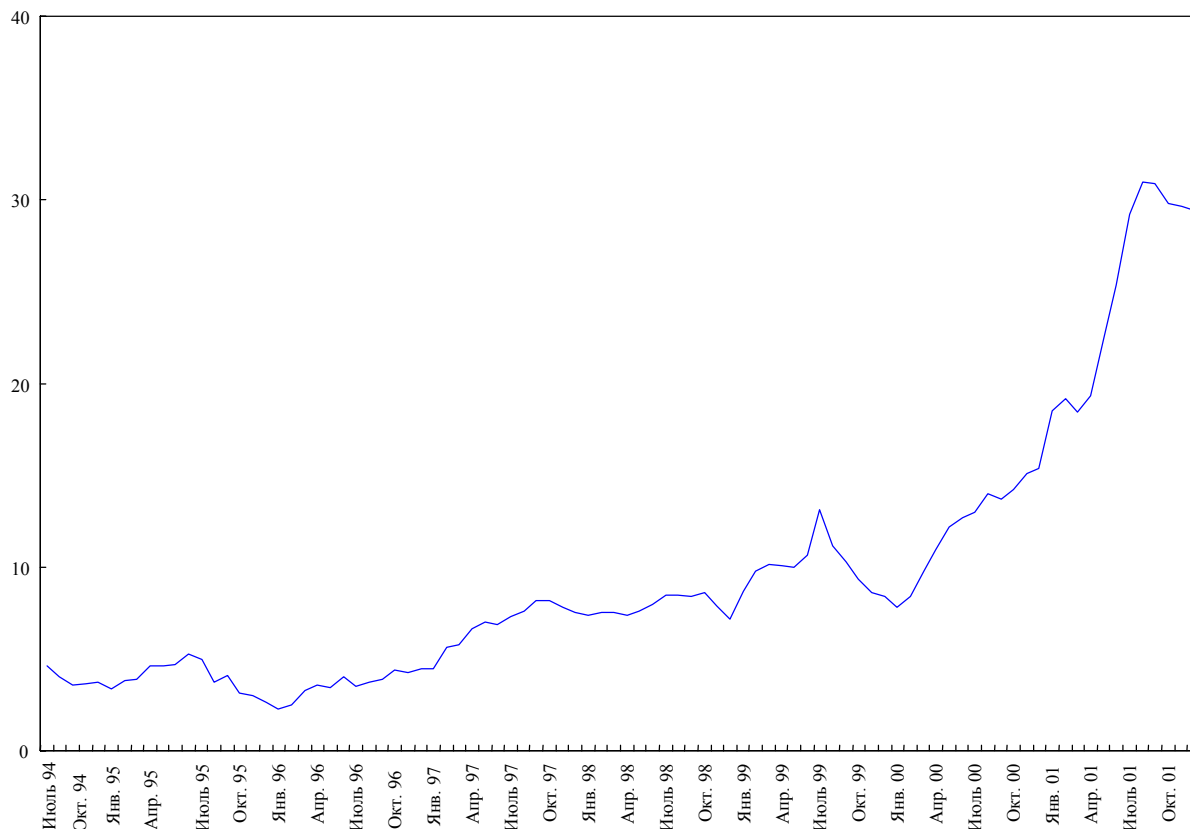
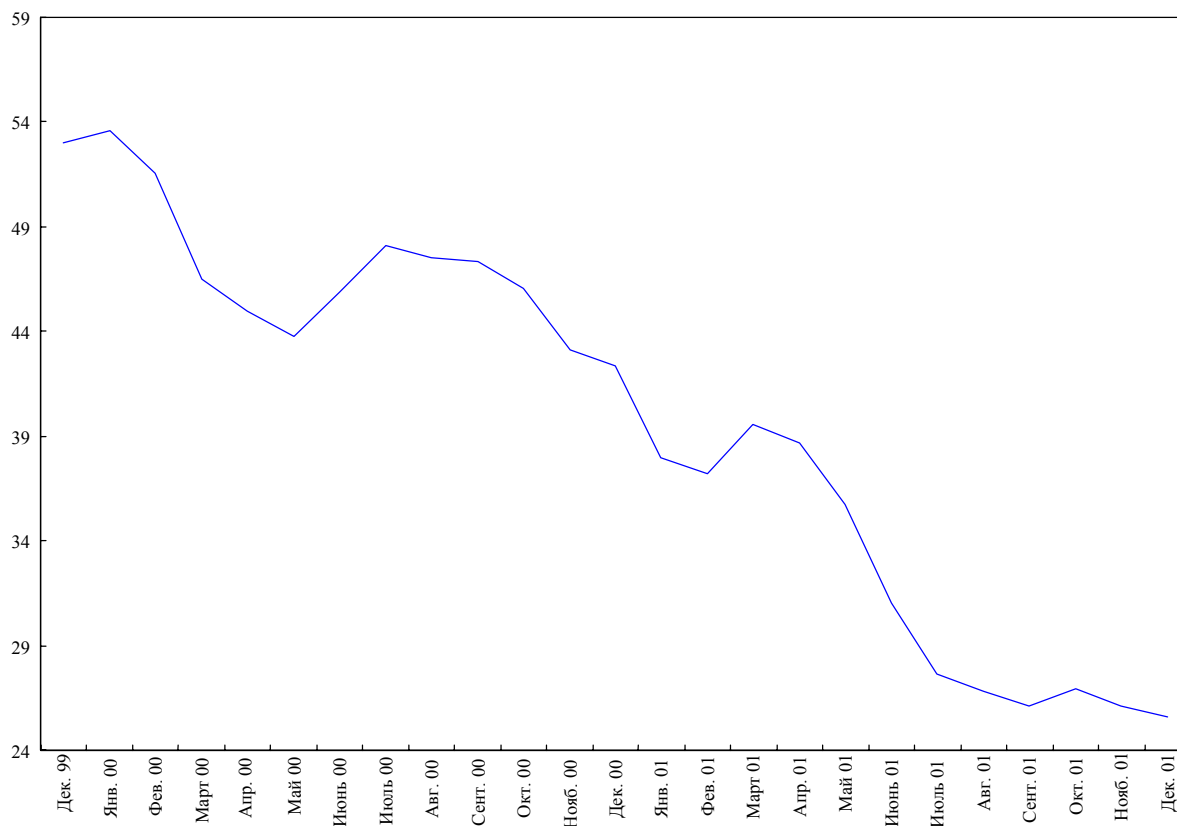


Рисунок 3. Процентная доля внутренних долговых обязательств центрального правительства, срок погашения которых наступает в течение ближайших 12 месяцев



***Постепенная замена ценных бумаг с плавающей ставкой ценными бумагами с фиксированной ставкой***

155. С середины 1995 года Национальное казначейство начало деятельность по пересмотру состава своего долга. Одной из основных предусматривавшихся мер была деиндексация государственного долга путем постепенного увеличения доли долговых обязательств с фиксированной ставкой. Два графика, приведенные ниже, иллюстрируют стратегию постепенной замены ценных бумаг с плавающей ставкой (LFT) ценными бумагами с фиксированной ставкой (LTN). Следует отметить, что ценные бумаги с фиксированной ставкой выпускались с растущими сроками погашения вплоть до волны кризисов, ударивших по странам с формирующимся рынком в период с октября 1997 года. До этого времени Казначейству удавалось воздерживаться от новых выпусков ценных бумаг с плавающей ставкой.

156. Приведенные ниже графики (см. рисунки 4 и 5) также показывают изменение ориентации стратегии управления долгом Бразилии в сторону снижения риска

рефинансирования и принятия устойчивой стратегии выпуска инструментов с фиксированной ставкой. Для достижения этих целей начиная с 1999 года Казначейство периодически осуществляло выпуск эталонных долгосрочных ценных бумаг с фиксированной ставкой и приняло решение увеличить общий срок погашения долга за счет выпуска ценных бумаг с плавающей ставкой, имеющих гораздо более длительные сроки погашения, чем когда-либо ранее.

Рисунок 4. Максимальный срок погашения при выпуске — ценные бумаги с фиксированной ставкой (LTN), в месяцах

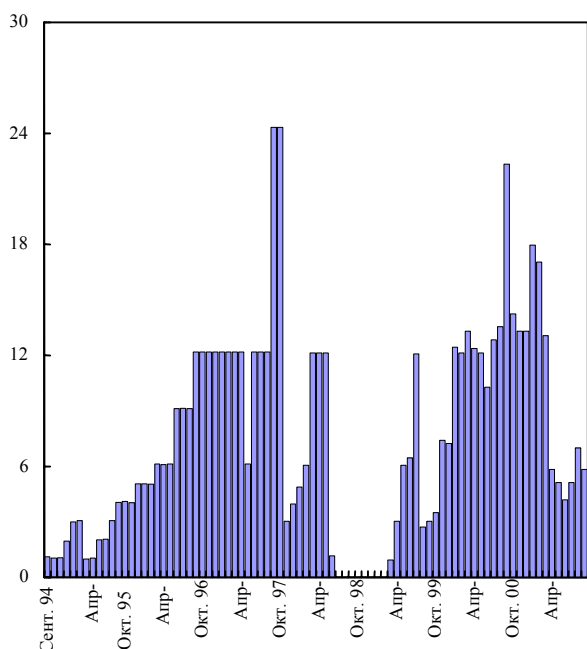
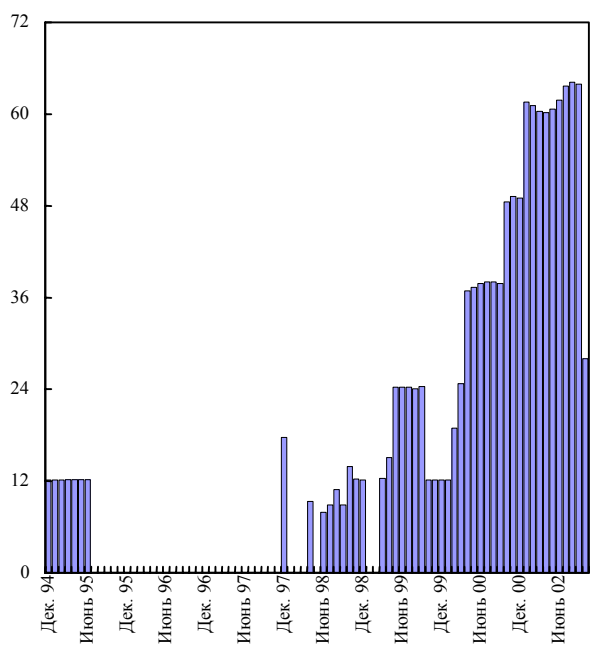


Рисунок 5. Максимальный срок погашения при выпуске — ценные бумаги с плавающей ставкой (LFT), в месяцах



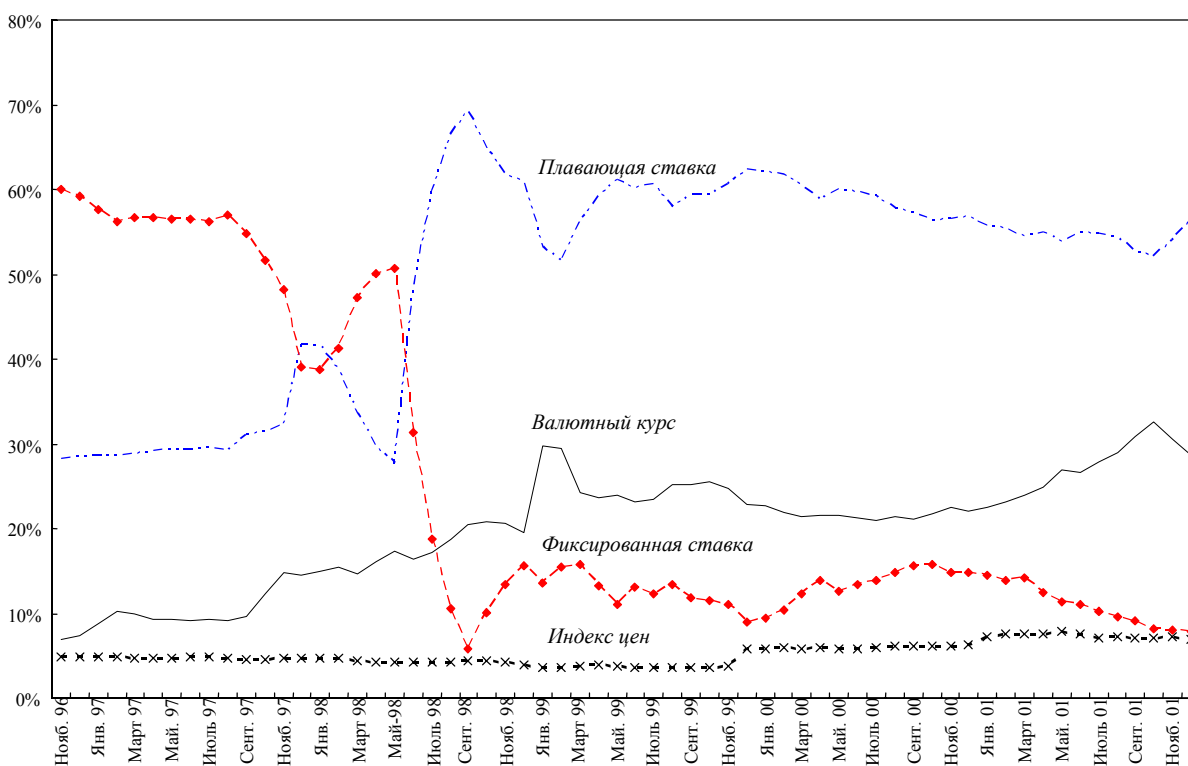
### Состав долга

157. За прошедшие семь лет состав внутреннего долга претерпел радикальные изменения (см. рисунок 6). Политика значительного увеличения доли инструментов с фиксированной ставкой, проводившаяся в первые несколько лет экономической стабилизации, которая последовала за введением в июле 1994 года плана «Реал», оказалась экономически неприемлемой, так как после октября 1997 года страны с формирующимся рынком столкнулись с периодом серьезных финансовых потрясений. В новой экономической ситуации бразильское правительство вынуждено было пойти на увеличение доли инструментов с плавающей ставкой с последующим сокращением доли инструментов с фиксированной ставкой, для того чтобы избежать повышения риска пролонгации долга.

158. Приведенное выше обсуждение подсказывает один очень важный вывод, который можно сделать из бразильского опыта управления долгом. Помимо необходимости

реализации взвешенных и стабильных мер макроэкономической политики как предварительного условия достижения высокого качества управления долгом, принципиальное значение имеет также развитие рынков (долгосрочных) долговых обязательств. В этом отношении принятые недавно меры, направленные на повышение ликвидности вторичных рынков, и уже упомянутые эталонные выпуски долгосрочных ценных бумаг с фиксированной ставкой и ценных бумаг, индексируемых по темпам инфляции, представляют собой важные меры на пути к устойчивому улучшению состава долга.

159. Рисунок 6. Состав долга по видам индексирования



### **Внешний долг**

160. В 1995 году, после 15 лет, в течение которых правительство страны не пользовалось доступом на международные рынки капитала, бразильское правительство восстановило свое присутствие на этих рынках, с большим успехом выпустив суверенные облигации. С тех пор основные меры, лежащие в основе стратегий бразильского правительства в отношении международных рынков капитала, заключались в следующем:

- консолидации кривых доходности бразильских ценных бумаг на стратегических рынках (доллар США, евро, японская иена) с ликвидными эталонными выпусками;

- подготовке условий для получения другими заемщиками доступа к долгосрочному финансированию;
- расширении базы инвесторов, вкладывающих средства в государственные долговые обязательства Бразилии.

161. С 1996 года бразильское правительство также проводило стратегию выкупа реструктурированных долговых обязательств (так называемых облигаций Брейди) и их замены на новые облигации.

162. Приведенные ниже графики иллюстрируют операции по привлечению нового финансирования и по обмену облигаций, проведенные с 1995 года, общая сумма которых составила 25,5 миллиарда долларов США в суверенных долговых обязательствах, выпущенных на разнообразных рынках. Следует отметить, что за период с мая 1997 по март 2001 года бразильское правительство провело семь операций по обмену облигаций, которые способствовали уменьшению доли облигаций Брейди во внешнем долге в форме облигаций с 95,1 процента в декабре 1996 года до 36,5 процента в декабре 2001 года.

Рисунок 7. Выпуск внешних облигаций на международном рынке капитала (в миллионах долларов США)

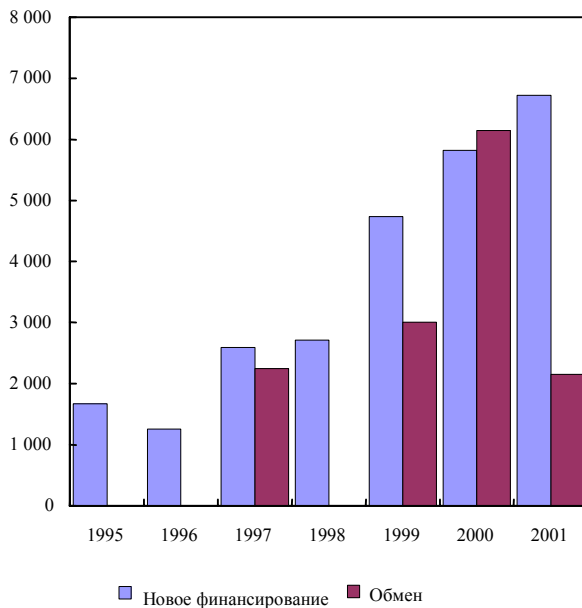
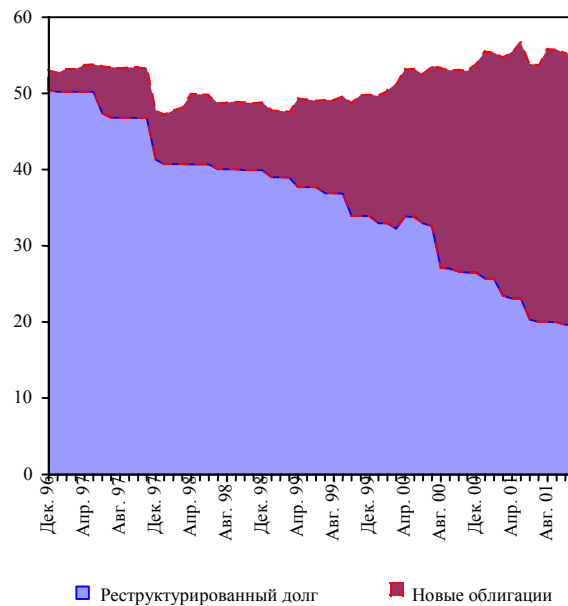


Рисунок 8. Внешний долг Федерального правительства в форме облигаций (в миллиардах долларов США)



### Система управления рисками

163. В рамках системы СУАО анализ рисков проводится в рамках модели, которая позволяет управляющим долгом прогнозировать ожидаемые и потенциальные расходы по долгу при нескольких различных стратегиях рефинансирования в средне- и долгосрочной перспективе. Ключевые показатели, используемые при управлении долгом, такие как



средний срок погашения, дюрация и состав долга рассчитываются для каждой стратегии, что позволяет высшему руководству выбрать для реализации наиболее адекватную из них. К основным рискам, за которыми ведется текущее наблюдение, относятся риск рефинансирования, рыночный риск и кредитный риск (большую часть активов федерального правительства составляют кредиты штатам и муниципалитетам).

164. В первой половине 2002 года была введена новая система управления рисками, адаптированная к потребностям группы по управлению рисками. Помимо того что она предусматривает возможность проведения уже используемых в настоящее время видов анализа, эта новая система дает возможность осуществлять более комплексный анализ характеристик активов и обязательств, а также использовать несколько типов моделей «подверженности риску», таких как: «стоимость, подверженная риску», «кассовый поток, подверженный риску» и «сумма бюджета, подверженная риску». В настоящее время группа по управлению рисками проводит анализ рисков, основанный на детерминистических и стохастических сценариях. В качестве дополнения также используется анализ стрессовых сценариев.

165. Помимо совершенствования своих систем управления рисками, отдел по управлению долгом Бразилии сосредоточивал свои усилия на повышении квалификации сотрудников за счет обучения, внешних контактов и найма советников. С этой целью в рамках упомянутого выше сотрудничества с Всемирным банком предусматривается разработка модуля по управлению рисками, который предоставит доступ к обширной справочной информации о международном опыте, связанном с оптимальной практикой, применяемой ведущими отделами по управлению суверенным долгом. Главная цель состоит в том, чтобы укрепить потенциал в области оценки финансовых рисков, свойственных портфелю государственных долговых обязательств, и управления этими рисками, причем на первом этапе работа будет сосредоточена на системе совместного управления активами и обязательствами. Участники пройдут обучение различным методам, используемым отделами по управлению долгом, и познакомятся с моделированием будущей динамики рыночных переменных. Поскольку некоторые из этих методов уже параллельно разрабатываются бразильскими специалистами, более глубокий анализ инструментов управления рисками, принятых в других странах, позволит провести полезные и ценные сравнения.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

#### **Меры по повышению эффективности рынка государственных ценных бумаг**

166. Во второй половине 1999 года бразильское Казначейство и ЦББ создали рабочую группу для комплексной оценки проблем, связанных с рынками государственных долговых ценных бумаг. С тех пор были пересмотрены некоторые процедуры и введены новые инструменты и нормы, призванные восстановить динамичность рынка ценных бумаг. Кроме того, рабочая группа обсуждала стратегии, которые могли бы привести к повышению спроса на долгосрочные государственные ценные бумаги, а также осуществила несколько мер, внедрила ряд новых продуктов и реализовала некоторые проекты,

касающиеся государственных долговых обязательств на первичных и вторичных рынках. Среди отобранных для реализации мероприятий следует отметить:

- сокращение числа серий непогашенных внутренних долговых ценных бумаг;
- использование механизмов доразмещения и выкупа;
- проведение аукционов с твердым предложением (определение цены в ходе торгов) для размещения долгосрочных ценных бумаг с фиксированной ставкой;
- публикация ежемесячного графика аукционов по казначейским ценным бумагам;
- регулярное и всестороннее раскрытие информации о мерах политики в области государственного долга и соответствующей статистики;
- регулярные встречи с дилерами, институциональными инвесторами, агентствами по оценке рисков и другими представителями финансового сообщества.

167. Аукционы с твердым предложением проходят в два этапа. На первом этапе подавать заявки могут только первичные дилеры, которые таким образом обязуются купить выставленные на аукцион ценные бумаги по ценам и в количествах, указанных в их заявках. Однако это не гарантирует того, что данные учреждения станут победителями на аукционе. Казначейство определяет количество ценных бумаг, которые будут проданы через аукцион на заключительном этапе, и раскрывает такую информацию вместе с соответствующей ценой отсечения, установленной на первом этапе. Эта цена играет роль ценового индикатора для второго этапа аукциона. Затем проводится аукцион с дискриминационными ценами с участием всех финансовых учреждений. Такая процедура проведения аукциона играет важную роль в снижении неопределенности относительно цен на долгосрочные облигации с фиксированной ставкой, выпускаемые Казначейством, учитывая, что ценовые индикаторы для данных облигаций на бразильском рынке только начинают формироваться.

168. Меры, принятые для развития рынка государственных ценных бумаг, оказались плодотворными. Заметное улучшение временной структуры процентных ставок и обеспечение взаимозаменяемости ценных бумаг с плавающей ставкой и индексированных по темпам инфляции способствовали активизации операций на вторичном рынке. В результате этой последней меры наблюдалось сокращение количества непогашенных серий ценных бумаг с плавающей (LFT) и фиксированной (LTN) ставкой, что видно из данных следующей таблицы.

Таблица 1. Число непогашенных серий

	Ценные бумаги с плавающей ставкой (LFT ) 1/	Ценные бумаги с фиксированной ставкой (LTN)	Ценные бумаги, привязанные к темпам инфляции (NTN-C)	Всего
Октябрь 1999 года	47	21	2 <sup>2/</sup>	70
Декабрь 2000 года	49	12	3	64
Декабрь 2001 года	40	14	6	60

1/ Только для ценных бумаг с плавающей ставкой, выпущенных через аукционы.

2/ По состоянию на декабрь 1999 года.

### ***Улучшение временной структуры***

169. Временные структуры процентных ставок и индексации по темпам инфляции улучшились благодаря стратегии Казначейства по формированию эталонных выпусков долгосрочных инструментов. В настоящее время существуют параметры для кривых индекса цен на период до 30 лет, тогда как справочные цены для инструментов с фиксированной ставкой имеются на период до 18 месяцев.

### ***Продажи через Интернет***

170. В рамках недавних мер по развитию рынка государственных ценных бумаг, с января 2002 года Казначейство стало осуществлять продажи государственных долговых инструментов через Интернет. Поскольку установлены низкие минимальный и максимальный лимиты на покупки (примерно 80 долларов США на одну операцию и 80 000 долларов США в месяц, соответственно), эта мера нацелена в основном на мелких инвесторов и призвана стимулировать долгосрочные внутренние сбережения.

171. Как показывают данные таблицы 2, на июль 2002 года объем ценных бумаг, размещенных через Интернет, составил примерно 11 миллионов долларов США, 77 процентов из которых приходилось на долю ценных бумаг с фиксированной ставкой. Число инвесторов превысило четыре тысячи, и они представляли 24 из 27 штатов Бразилии.

Рисунок 9. Кривая доходности NTN-C (дюрация в месяцах)

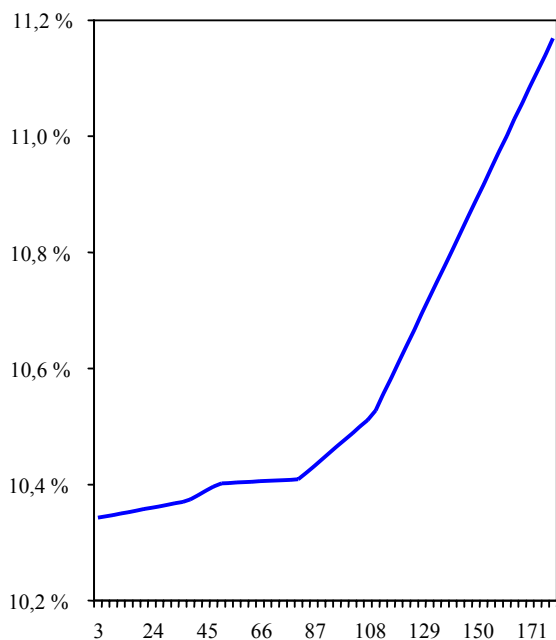
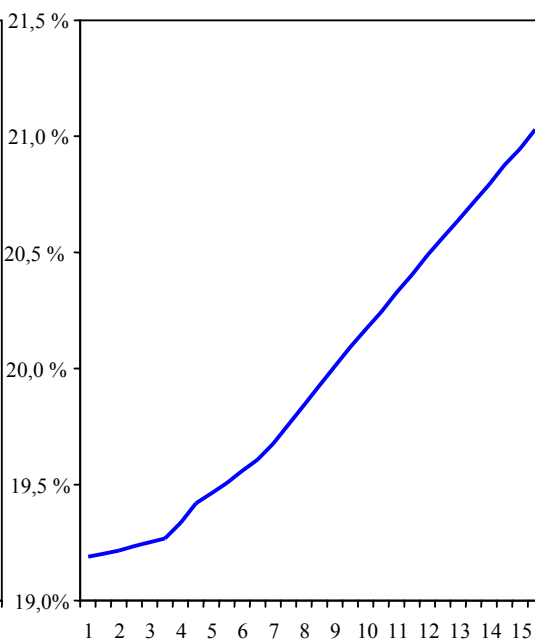


Рисунок 10. Кривая доходности LTN (дюрация в месяцах)



По состоянию на 31 декабря 2001 года.

172.

173.

Таблица 2. Продажи через Интернет  
(на 31 июля 2002 года)

	Бразильский реал	Доллар США
Общая сумма проданных ценных бумаг	32 502 739	10 834 246
с плавающей ставкой (в процентах)	8	
с фиксированной ставкой (в процентах)	77	
привязанных к индексу цен (в процентах)	15	
Общее число инвесторов	4 481	
Средняя сумма на одного инвестора	7 254	2 418

174. 1 доллар США = 3,00 бразильским реалам.

## II. Колумбия<sup>26</sup>

### A. Развитие надежной системы управления и институциональной основы

#### Цель

175. Основная цель управления долгом состоит в том, чтобы обеспечить удовлетворение потребностей в финансировании при низких затратах в долгосрочной перспективе в рамках устойчивой динамики и с разумным уровнем риска. Рассматриваемые риски — это риск рефинансирования, а также рыночный, кредитный, операционный и юридический риски.

#### Сфера охвата деятельности по управлению долгом

176. Управление долгом охватывает как внутренний, так и внешний долг. Помимо привлечения финансирования, управление долгом также включает управление накопленным и непогашенным долгом и условными обязательствами, причем последнее особенно тесно связано с операциями развития инфраструктуры и государственными кредитными операциями.

#### Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой

177. Согласно Конституции 1991 года Банк Республики (Banco de la República), центральный банк, является независимым агентом, ответственным за проведение денежно-кредитной политики и политики в области валютного курса, в то время как Министерство финансов несет ответственность за налогово-бюджетную политику. Отдел по управлению долгом (ОУД), носящий название «Главное управление государственного кредита» (Dirección General de Crédito Público), входит в структуру Министерства.

178. Вопросы, требующие координации с Банком Республики в отношении денежно-кредитной политики, управления долгом и мер макроэкономической политики, обсуждаются на проводимых регулярно, раз в две недели, заседаниях Правления Центрального банка, членом которого является министр финансов. Банк Республики также отвечает за проведение расчетов и клиринга на внутреннем рынке долговых обязательств, что предполагает тесную координацию деятельности налогово-бюджетных и денежно-кредитных органов в процессе управления внутренним государственным долгом.

179. Два должностных лица из Банка Республики также являются членами Консультативного комитета по долгу, который устанавливает руководящие принципы управления долгом и программу эмиссии долговых обязательств.

---

<sup>26</sup> Данное целевое исследование подготовили Густаво Навиа, Хорхе Кардона и Карлос Эдуардо Леон из Главного управления государственного кредита Министерства финансов и государственного кредита.

## **Правовая основа**

180. Правовая основа управления долгом определена в Постановлении № 2681 от 1993 года, которое регулирует:

- государственные кредитные операции, связанные с привлечением нового финансирования, а следовательно, увеличивающие объем долга;
- операции по управлению долгом, снижающие портфельный риск и не увеличивающие объем долга. Они включают операции хеджирования, такие как межвалютные свопы, процентные свопы, обмены долговых обязательств, рефинансирование, операции конверсии долга и т.п.

## **Институциональная структура**

181. Как уже было упомянуто, Министерство финансов отвечает за управление долгом, а отдел по управлению долгом (Главное управление государственного кредита) является подразделением Министерства. В целом в структуру Министерства финансов входит шесть организационных элементов:

- высшее руководство (министр, заместители министра, генеральный секретарь);
- отдел макроэкономической политики;
- казначейский отдел (Национальное казначейство — Tesoro Nacional);
- бюджетный отдел;
- отдел субнациональных органов управления;
- отдел по управлению долгом (Главное управление государственного кредита).

182. Отдел по управлению долгом отвечает за управление долгом, в то время как казначейский отдел несет ответственность за управление кассовыми средствами и активами. Координация и обмен информацией с казначейством играют принципиально важную роль. Хотя отдел по управлению долгом тесно сотрудничает с казначейством, стремясь к достижению синергетического эффекта в результате взаимодействия между этими двумя областями, обмен информацией мог бы быть значительно улучшен за счет слияния этих двух подразделений в одно. Без сомнения, такое слияние также улучшило бы процесс совместного управления активами и обязательствами. Однако в настоящее время какие-либо планы проведения такого слияния отсутствуют.

## **Управление внутренними операциями**

183. В мае 2001 года, согласно рекомендациям Всемирного банка, была введена новая внутренняя структура отдела по управлению долгом. Новая структура, включая распределение обязанностей, выглядит следующим образом:

- *операционный отдел* — внутреннее и внешнее финансирование;
- *промежуточный отдел* — анализ рисков по портфелю и стратегии;

- *отдел обработки документации* — операционные вопросы.

184. Помимо этих трех подразделений отдел по управлению долгом включает юридическое подразделение и подразделение информационных технологий.

185. Новая структура улучшает обмен информацией и координацию деятельности между операционным и промежуточным отделами и отделом обработки документации, снижая тем самым операционный риск. Составление документа с описанием процедур работы отдела по управлению долгом также привело снижению операционного риска.

186. Решения и действия, касающиеся управления долгом, должны основываться на точной и современной информации о портфеле долговых обязательств. В целях совершенствования баз данных и инструментов анализа в настоящее время вводится программное обеспечение DMFAS (Система управления долгом и финансового анализа), разработанное ЮНКТАД<sup>27</sup>. Это программное обеспечение специально предназначено для улучшения технических возможностей в области учета и анализа внешнего и внутреннего долга и управления им. Оно также содержит средства для учета и текущего контроля выпусков облигаций, получения и последующей передачи кредита, а также частного негарантированного долга. После того как программное обеспечение будет адаптировано с учетом потребностей колумбийских органов, ожидается, что оно:

- позволит снизить операционные риски;
- позволит упростить процедуры;
- даст возможность составлять отчеты о структуре долга и проводить количественное измерение финансового риска в режиме реального времени;
- улучшит возможности оценки статистических моделей;
- будет совместимым с другими информационными системами;
- повысит точность расчетов;
- позволит решать задачи, связанные с работой через Интернет;
- обеспечит проактивную сигнальную систему, которая будет предупреждать руководство в том случае, если портфель достигнет каких-либо лимитов, установленных в политике по управлению долгом, например в отношении заданной валютной или процентной структуры долга.

### ***Удержание квалифицированных сотрудников с навыками работы на финансовых рынках***

187. Штатные сотрудники непрерывно проходят обучение, позволяющее им приобретать важные навыки работы на рынке. Это особенно верно в отношении промежуточного отдела, где сотрудники постоянно проходят обучение портфельному анализу и стратегии. Во многих случаях у потенциальных сотрудников вызывает интерес возможность

---

<sup>27</sup> ЮНКТАД (Конференция ООН по торговле и развитию) — основной орган Генеральной Ассамблеи Организации Объединенных Наций, занимающийся вопросами торговли, инвестиций и развития.

приобретения знаний в этих областях, что делает ОУД привлекательным местом работы. Это особенно важно, так как размер заработной платы в государственном секторе часто не может конкурировать с оплатой труда в частном секторе.

### ***Стимулы и руководящие принципы, обеспечивающие реализацию принятых стратегий***

188. Контрольный показатель внешнего долга устанавливается с 1997 года. Несмотря на отсутствие юридических обязательств или экономических стимулов, которые обеспечивали бы благоразумное управление долгом, контрольные показатели всегда выполнялись. Контрольные показатели внутреннего долга официально не принимались, однако, согласно имеющимся на настоящий день планам, в июне 2002 года официальными органами будет утвержден контрольный показатель для внутреннего долга.

### **Прозрачность**

189. Прозрачность данных по долгу обеспечивается публикацией ежегодного отчета Министерства финансов. Этот отчет включает краткое описание задач прошлого года, а также информацию о состоянии экономики и портфеля долговых обязательств. Кроме того, данные по долгу можно найти на двух веб-сайтах ([www.minhacienda.gov.co](http://www.minhacienda.gov.co) и [www.coinvertir.org.co](http://www.coinvertir.org.co)).

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

### **Снижение уязвимости страны**

190. В середине и конце 1990-х годов главная задача состояла в минимизации подверженности портфеля внешних долговых обязательств воздействию рыночных потрясений и международных кризисов. С этой целью 21 апреля 1997 года был создан Консультативный комитет по государственному долгу (Comité Asesor de Deuda Pública), в который вошли должностные лица Министерства финансов и Банка Республики. Основные цели комитета состоят в анализе и обсуждении руководящих принципов управления внутренней и внешней задолженностью и выдвигении предложений относительно руководящих принципов управления рисками.

191. В 1997 году отношение внутреннего долга к внешнему было примерно таким же, как в настоящее время. В отличие от внешнего долга, внутренний долг считался менее рискованным, так как его основную часть составляли обязательства перед государственным сектором. Поэтому главной задачей была минимизация подверженности портфеля внешних долговых обязательств воздействию рыночных потрясений и международных кризисов. Вследствие этого были установлены контрольные показатели внешнего государственного долга в качестве ориентиров для центрального правительства и восьми государственных образований с самой крупной внешней задолженностью. Контрольный показатель распространяется на риск рефинансирования, процентный риск, валютный риск и дюрацию и является важным инструментом регулирования и минимизации подверженности внешним



потрясениям. Предусмотренные графиком выплаты в счет погашения долга никогда не превышали установленный лимит в 15 процентов в год, что значительно снижало риск рефинансирования, а портфель соответствовал валютной и процентной структуре контрольного показателя, тем самым обеспечивая минимизацию рыночного риска.

192. Поскольку характеристики внутреннего рынка капитала отличаются от характеристик международного рынка капитала, контрольный показатель внешнего долга невозможно применять в отношении портфеля внутренних долговых обязательств. Для управления портфелем внутренних долговых обязательств были учтены руководящие принципы управления рисками, но никакого контрольного показателя в явной форме принято не было. Однако Комитет по долгу утвердит контрольный показатель для внутреннего долга в июне 2002 года.

### **Основные риски портфеля государственных внутренних и внешних долговых обязательств**

193. С целью снижения уязвимости ОУД акцентирует свое внимание на двух основных рисках, а именно: риске рефинансирования и рыночном риске. Контрольный показатель доли внутреннего долга составляет 67 процентов, а внешнего долга — 33 процента.

194. Как отмечалось выше, с 1997 года Комитет по долгу устанавливает контрольные показатели внешнего долга. Эти контрольные показатели ежегодно обновлялись и были пересмотрены в мае 2002 года. Для внешнего долга устанавливаются следующие контрольные показатели:

- *рефинансирование* — в любой отдельно взятый год может подлежать погашению не более 15 процентов совокупного внешнего долга. Идеальный показатель — 10 процентов. (Обоснование этих цифр заключается в том, что рыночные условия могут потребовать реализации стратегии финансирования в объемах, превышающих 10-процентный лимит, но они ни в коем случае не должны превышать 15-процентный лимит.);
- *валютная структура* — 83 процента в долларах США, 13 процентов в евро и 4 процента в японских иенах;
- *процентная структура* — фиксированная и полуфиксированная ставка  $\geq$  70 процентов, плавающая ставка  $\leq$  30 процентов;
- *модифицированная дюрация* — 3,5 года.

195. Что касается внутреннего долга, на заседании Комитета по долгу в июне 2002 года должны быть утверждены приведенные ниже контрольные показатели. Новый контрольный показатель обеспечит соответствие будущих программ финансирования руководящим принципам управления долгом. Для внутреннего долга предлагаются следующие контрольные показатели:

196.

- *Рефинансирование* — в любой отдельно взятый год может подлежать погашению не более 20 процентов совокупного внутреннего долга. Идеальный показатель — 15 процентов;
- *фиксированная ставка и индексация по уровню цен* — колумбийское песо: фиксированная ставка — 92–96 процентов, индексация по уровню цен — 4–8 процентов;
- *процентная структура* — так как внутренние долговые инструменты имеют либо фиксированную ставку, либо индексируются по уровню цен или курсу доллара США, контрольный показатель процентной ставки для внутреннего долга не устанавливается.

### ***Количественное измерение и балансирование различных рисков***

197. Для количественного измерения риска по портфелю используются два метода. В рамках первого метода фактический портфель сравнивается с контрольными показателями. Второй метод, называемый «затраты на обслуживание долга, подверженные риску» (DsaR), в настоящее время вводится в практику. Метод DsaR позволяет отделу по управлению долгом производить количественное измерение максимальных затрат на обслуживание долга, связанных с портфелем долговых обязательств, с вероятностью 95 процентов. В данной методологии принимается во внимание подверженность долга воздействию различных рыночных переменных, таких как процентные ставки, валютные курсы и цены на товары. Для управления параметрами издержек и риска портфеля долговых обязательств промежуточный отдел ежемесячно представляет отчет об альтернативных вариантах финансирования на основе анализа DsaR. В данном отчете сравниваются затраты в рамках ожидаемого сценария и затраты в рамках различных альтернативных вариантов финансирования.

198. В стратегии финансирования учитываются контрольные показатели. Операционный отдел анализирует рыночную ситуацию и различные альтернативные варианты финансирования. Если стратегия финансирования требует превышения одного или нескольких лимитов, определенных в контрольных показателях, то анализируется возможность проведения операции хеджирования.

### ***Снижение риска утраты доступа к внутренним и международным финансовым рынкам***

199. Для того чтобы иметь доступ на финансовые рынки, принципиально важно обеспечить контроль как за риском рефинансирования, так и за рыночным риском. Как отмечалось выше, с 1997 года предусмотренные графиком выплаты в счет погашения внешнего долга никогда не превышали 15-процентный лимит, что значительно снижало риск рефинансирования. Недавние кризисы в России, Бразилии, Турции и Аргентине подчеркнули важность текущего контроля этих двух рисков.

200.

201. Заблаговременное рефинансирование, проводимое при благоприятном состоянии внешних рынков капитала, оказалось успешной стратегией. Она позволяет Министерству финансов обеспечивать потребности в финансировании при низких затратах, предупреждая будущие рыночные потрясения. Представление о состоянии рынка складывается из результатов различных банковских обследований и на основе оценки таких факторов, как политические условия, сокращение спредов, снижение доходности и спрос инвесторов на облигации.

202. В отношении внутреннего долга важно помнить, что внутренний рынок государственных долговых обязательств существует лишь пять лет. Кроме того, спрос инвесторов на более долгосрочные инструменты растет постепенно. Первые выпуски были представлены ценными бумагами со сроками погашения 1, 2 и 3 года. Поэтому в графике амортизации долга наибольший объем погашения приходился на первый и второй годы. Теперь, когда ежедневный объем торговли значительно увеличился, а инфляция стала меньше 10 процентов, на рынок были с успехом выведены ценные бумаги с более длительными сроками погашения (5, 7 и 10 лет). Ценные бумаги с еще более длительными сроками погашения (10 и 15 лет) индексируются по уровню цен.

203. В последнее время также было произведено несколько добровольных свопов долговых обязательств.

- В июне 2001 года был проведен добровольный своп внутренних долговых обязательств. Краткосрочные (на 2001–2005 годы) выплаты в счет погашения долга были снижены на 2,4 миллиарда долларов США, и значительно уменьшился риск рефинансирования.
- В январе и марте 2002 года состоялись два добровольных свопа внутренних долговых обязательств. Краткосрочные и среднесрочные выплаты на сумму 512 миллионов долларов США в счет погашения казначейских облигаций (TES), выраженных в долларах США, были обменены на выраженные в песо казначейские облигации с 10-летним сроком погашения с фиксированной ставкой, что привело к значительному снижению валютного риска и риска рефинансирования.
- В мае 2002 года состоялся еще один добровольный своп — обмен внешних облигаций на сумму 589 миллионов долларов США (выраженных в евро и долларах США), сроки погашения которых должны были наступить в период с 2002 по 2005 год, на 10-летние казначейские облигации со сроками погашения в 2012 году.
- В июне 2002 года был произведен добровольный своп внешних долговых обязательств. Краткосрочные выплаты (на 2002–2005 годы) в счет погашения внешних облигаций были уменьшены на 255 миллионов долларов США, что значительно снизило риск рефинансирования.
- Регулярно проводятся и другие мелкие обмены внутренних долговых обязательств.

### ***Управление рисками, связанными со встроенными опционами***

204. К настоящему моменту Республика Колумбия выпустила восемь облигаций с опционами, два из которых уже были исполнены (опцион «нокаут» в иенах и опцион на продажу). Управление рисками, связанными с этими опционами, было консервативным. Для бюджетных целей все облигации с опционами на продажу всегда учитываются таким образом, как если бы все инвесторы исполнили этот опцион. Это позволяет государству иметь в наличии средства для покрытия опциона.

### **Стратегии, направленные на получение прибыли**

205. ОУД не осуществляет стратегий активного управления долгом. Такие операции, как процентные и валютные свопы, осуществляются лишь с целью хеджирования. Однако, отслеживая процентные ставки и валютные курсы, ОУД рассматривает возможности проведения операций, которые могли бы снизить расходы на обслуживание долга при возникновении благоприятных рыночных возможностей.

### **Управление условными обязательствами**

206. Промежуточный отдел ОУД несет ответственность за прямые условные обязательства. Обязанности отдела по управлению долгом состоят в проверке методологий, используемых государственными предприятиями, в результате деятельности которых образуются такие обязательства. На основе этих моделей ОУД формирует структуру системы взносов для создания фонда, находящегося в доверительном управлении. Этот фонд позволяет иметь в наличии ликвидные средства для производства платежей по обязательствам при наступлении событий, обуславливающих их возникновение.

207. Кроме того, управление долгом осуществляется в перечисленных ниже областях посредством:

- разработки и внедрения методов количественного измерения условных обязательств по гарантиям, предлагаемым государством частным агентам в концессионных проектах развития инфраструктуры, находящейся в государственной собственности (автомагистрали, электроэнергетика, вода и связь);
- разработки методов количественного измерения условных обязательств в государственных кредитных операциях (гарантии центрального правительства по внешнему или внутреннему долгу муниципальных органов управления и государственных образований);
- разработки методов анализа кредитного риска муниципальных государственных образований.

208. Процедура управления условными обязательствами включает проведение встреч с представителями инвестиционных банков и государственных образований, разработку имитационных моделей для оценки риска и подготовку графика выплат по условным обязательствам (включая оценку вероятности таких выплат).

## **Управленческие информационные системы, используемые для оценки и отслеживания рисков**

209. Отделом информационных технологий была создана система баз данных, которая используется с 1997 года. Это программное обеспечение позволяет работать с запросами по текущему портфелю долговых обязательств, однако оно не имеет модуля текущего контроля рисков. Для количественного измерения рисков промежуточный отдел использует собственные модели, основанные на электронных таблицах Excel.

210. Как было описано выше, в 2003 году будет введено в действие более сложное программное обеспечение DMFAS. В настоящее время группа сотрудников разрабатывает порядок перехода на это новое программное обеспечение. Помимо возможности доступа к информации по долгу, новое программное обеспечение позволит проводить анализ подверженности портфеля долговых обязательств воздействию изменчивости процентных ставок и валютных курсов, а также имитационное моделирование новых стратегий финансирования.

### **Развитие рынков долговых обязательств частного сектора**

211. Отдел по управлению долгом является одним из важнейших участников процесса развития внутренних рынков капитала. Рынок казначейских облигаций стал образцом для частных эмитентов долговых обязательств. Это означает, что частный сектор принимает во внимание все изменения на рынке государственных долговых обязательств.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

#### **Развитие первичного рынка**

212. Отдел по управлению долгом — единственное ведомство, выпускающее долговые обязательства центрального правительства. Центральный банк более не выпускает облигации в целях проведения налогово-бюджетной политики. ОУД также отвечает за обновление базы данных по государственному долгу, которая включает долг центрального правительства и других государственных учреждений и субнациональных органов управления.

213. За период с 1997 года структура портфеля внутренних долговых обязательств претерпела изменения. В настоящее время портфель внутренних долговых обязательств на 76 процентов состоит из казначейских облигаций и долговых обязательств (подверженных рыночному риску), по сравнению с более чем 90 процентами пять лет назад. В 1997 году 34 процента непогашенных казначейских облигаций и долговых обязательств были обязательствами перед частными инвесторами; сегодня их доля возросла до 40 процентов.

214. Отдел по управлению долгом выпускает инструменты с фиксированной ставкой на сроки от 1 года до 10 лет, а инструменты со сроками погашения 5, 7 и 10 лет выпускаются как ценные бумаги, индексированные по уровню цен. Ценные бумаги со сроками погашения 2, 3, 5 и 8 лет, индексированные по курсу доллара США, выпускаются только в

периоды значительной неустойчивости курса колумбийского песо по отношению к доллару США, либо за рамками обычной программы финансирования. В целях более равномерного распределения запаса долга по кривой доходности отдел по управлению долгом, принимая план эмиссии, учитывает график амортизации, рыночные условия, стоимость финансирования и ликвидность облигаций.

215. Казначейские ценные бумаги выпускаются на внутреннем рынке с использованием двух механизмов. В 2002 году 40 процентов внутреннего финансирования было привлечено с использованием еженедельных первичных аукционов голландского типа. Остальные 60 процентов внутреннего финансирования в 2002 году были обеспечены за счет прямого размещения долговых обязательств среди государственных образований. Прямые размещения (обязательные и договорные) проводятся среди тех государственных образований, которые имеют излишки кассовых средств. Эти государственные предприятия не участвуют в формировании цены на рынке.

216. На международном рынке облигации выпускаются в долларах США, евро и японских иенах. Заимствование также осуществляется в форме займов от многосторонних кредитных учреждений, от синдикатов и посредством других коммерческих займов.

217. Министерство финансов выпускает официальные пресс-релизы с информацией о размещении облигаций (на внутреннем и внешнем рынке), а также о заключенных соглашениях о займах. Эти пресс-релизы доступны на веб-сайте ([www.minhacienda.gov.co](http://www.minhacienda.gov.co)).

### **Развитие вторичного рынка**

218. С 1997 года одной из целей отдела по управлению долгом является развитие внутреннего рынка государственных долговых обязательств. Для этой цели была учреждена Программа маркет-мейкеров на рынке государственных долговых обязательств (Programa de Creadores de Deuda Pública). В рамках этой программы 24 важнейших финансовых учреждения, 22 из которых являются частными, а 2 — государственными, участвуют в еженедельных первичных аукционах по казначейским векселям, долговым обязательствам и облигациям.

### **Контакты с финансовым сообществом**

219. Большое значение придается обмену информацией между отделом по управлению долгом и финансовыми учреждениями. Встречи представителей финансовых учреждений с должностными лицами из ОУД проходят не реже одного раза в квартал. На внутреннем рынке осуществляется постоянная связь с финансовыми учреждениями, которые являются участниками программы маркет-мейкеров, и с крупными инвесторами, такими как пенсионные фонды, фонды доверительного управления и страховые компании. Для внешнего рынка важно поддерживать тесный контакт с различными финансовыми учреждениями, которые обеспечивают обратную связь с рынком, содействуют торговле инструментами и имеют прямой контакт с ключевыми инвесторами.

220. Клиринг и расчеты

221. Для проведения клиринга и расчетов по операциям на внутреннем рынке государственных долговых обязательств используются следующие системы:

- Центральный депозитарий ценных бумаг (Depósito Central de Valores, DCV) — центральный электронный депозитарий, который обслуживает весь внутренний государственный долг;
- Электронная система торговли государственными долговыми обязательствами (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda Pública, SEN) — система, которая обслуживает местный электронный рынок государственных долговых обязательств;
- Электронная система Банка Республики (Sistema Electrónico de Banco de la República, SEBRA) — электронная система расчетов, используемая для проведения первичных аукционов по внутренним государственным долговым обязательствам.

#### **Порядок налогообложения государственных ценных бумаг**

222. Государственные ценные бумаги освобождаются от налогообложения только в отношении прибыли по основной сумме ценных бумаг с отделенным купоном. Государственные ценные бумаги с неотделенным купоном облагаются налогом так же, как и корпоративные ценные бумаги.

### III. ДАНИЯ<sup>28</sup>

#### A. Развитие надежной системы управления и институциональной основы

##### Цели

223. Общая цель политики Дании в области государственного долга заключается в обеспечении минимально возможных расходов по займам в долгосрочной перспективе при разумной степени риска. Официальные органы страны преследуют эту цель, одновременно принимая во внимание различные факторы, в том числе задачу создать надлежащим образом функционирующий внутренний финансовый рынок. В последнее время все большее внимание уделяется дисциплине в области управления рисками.

##### *Сфера охвата деятельности по управлению долгом*

224. Долг центрального правительства определяется номинальной стоимостью внутреннего и внешнего долга за вычетом средств на счете центрального правительства в центральном банке — Национальном банке Дании (НБД) — и активов Социального пенсионного фонда (СПФ). Все административные функции, связанные с управлением государственным долгом, выполняет НБД.

225. Разграничение налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в Дании определяется двумя условиями. Во-первых, государственные заимствования осуществляются в соответствии с рядом правил финансирования, которые опираются на соглашение между правительством и НБД. Во-вторых, запрет на эмиссионное финансирование в Договоре о ЕС регламентирует роль центрального банка как фискального агента и банка для правительства.

226. С начала 1980-х годов на привлечение займов центральным правительством распространяются правила финансирования в отношении как внутренних, так и внешних заимствований. Действующие на настоящий момент правила финансирования государства были сформулированы в соглашении 1993 года между правительством и центральным банком, которое заменило собой неформальную договоренность начала 1980-х годов, когда в Дании был установлен режим фиксированного валютного курса.

227. В общих чертах правило в отношении внутренних заимствований обеспечивает соответствие внутренних заимствований в датских кронах годовой валовой потребности центрального правительства во внутреннем финансировании. Таким образом, это правило обеспечивает стерилизацию воздействия на ликвидность государственных платежей за год в целом. Правило в отношении внешних заимствований устанавливает, что новые внешние займы обычно привлекаются для рефинансирования погашений внешнего долга. Если

---

<sup>28</sup> Данное целевое исследование подготовлено Отделом по управлению государственным долгом Национального банка Дании.



уровень валютных резервов считается неадекватным, то может быть принято решение о снижении или повышении уровня внешнего долга. Валютные резервы принадлежат НБД, а счет центрального правительства в НБД обеспечивает связь между государственным внешним долгом и валютными резервами.

228. В соответствии с запретом на эмиссионное финансирование, предусмотренном в Договоре о ЕС, отрицательное сальдо счета центрального правительства в НБД не допускается. Поэтому заимствования правительства планируются так, чтобы обеспечить соответствующий остаток средств на его счете.

229. Центральное правительство получает проценты по своему счету в НБД. Процентная ставка равняется учетной ставке, установленной центральным банком. Учетная ставка эквивалентна ставке по текущему счету (стандартной ставке), которая представляет собой процентную ставку по депозитам банков и учреждений ипотечного кредитования на текущих счетах в НБД. Использование такого механизма — наряду с тем фактом, что после отчислений в резервы нераспределенная прибыль центрального банка переводится правительству — означает, что правительство получает по данному счету процентный доход по ставке, сопоставимой с той, по которой оно получало бы доходы на свои средства, если бы они были размещены в каком-либо коммерческом банке.

### *Законодательная основа заимствований центрального правительства*

230. Юридические полномочия центрального правительства по осуществлению заимствований сформулированы в законодательном акте, принятом в 1993 году. Он дает министру финансов право осуществлять заимствования от имени государства. Он также наделяет министра финансов полномочиями получать ссуды от имени центрального правительства в размере до 950 миллиардов датских крон, что является лимитом совокупного внутреннего и внешнего государственного долга. Кроме того, он предоставляет министру финансов право проводить операции со свопами и другими видами финансовых инструментов.

231. Перед началом нового бюджетного года Парламент принимает Закон о бюджете. Этот закон уполномочивает министра финансов привлекать займы для обеспечения прогнозируемой валовой потребности центрального правительства в финансировании, которая определяется суммой текущего дефицита центрального правительства и погашения внутреннего и внешнего долга. Заимствования осуществляются в соответствии с нормами в отношении внутреннего и внешнего финансирования. В течение бюджетного года возможно изменение валовой потребности в финансировании. Это происходит главным образом вследствие изменений дефицита центрального правительства или из-за выкупов долговых обязательств, которые увеличивают сумму погашений. Изменения валовой потребности в финансировании аналогичным образом обеспечиваются за счет государственных займов. Такие займы утверждаются либо в конце года постановлением о дополнительных ассигнованиях, принимаемым в соответствии с Законом о бюджете, или в течение года — Финансовым комитетом Парламента.

232. Кроме выпуска государственных долговых обязательств, центральное правительство предоставляет гарантии по займам и финансовым операциям, касающимся привлечения заемных средств некоторыми государственными образованиями. Эти образования в основном связаны с проектами развития инфраструктуры, например, мост через Большой Бельт и строительство метрополитена в Копенгагене. Ответственность за финансовые операции конкретного образования несут его совет директоров и руководство, однако лимиты заимствований и руководящие принципы осуществления заимствований устанавливаются центральным правительством. Эти руководящие принципы определены в ряде соглашений между НБД и Министерством финансов или Министерством транспорта и между соответствующим министерством и отдельным образованием. В соглашении между центральным банком и соответствующим министерством определяются основные задачи и ответственность участвующих сторон. Данный набор соглашений также содержит перечень разрешенных видов займов. В перечне указывается, какие виды финансовых операций и какая степень подверженности валютному риску допустимы для конкретного образования.

233. Рассматриваемые образования публикуют собственные годовые отчеты, и на них распространяется действие законодательства общего характера, применяемого в отношении частных компаний.

#### ***Отдел по управлению долгом в Дании входит в состав центрального банка***

234. Ответственность перед Парламентом в отношении заимствований центрального правительства возложена на Министерство финансов. С 1991 года центральный банк выполняет все административные функции, связанные с управлением государственным долгом. Разграничение ответственности устанавливается в соглашении между Министерством финансов и НБД. Должностным лицам Национального банка Дании разрешено по доверенности подписывать кредитную документацию от имени министра финансов.

235. До 1991 года отдел по управлению долгом входил в состав Министерства финансов. В 1991 году отдел по управлению долгом был передан в центральный банк — это организационное изменение отчасти было следствием доклада, подготовленного государственными аудиторами. В этом докладе указывалось, что большую часть обязанностей, касающихся долга центрального правительства, уже выполняет НБД, но, как оказалось, имеет место дублирование функций центрального банка и Министерства финансов. Кроме того, в докладе говорилось о пользе более тесной координации деятельности по управлению валютными резервами, хранимыми в НБД, и по управлению внешним долгом центрального правительства. И наконец, было высказано мнение о том, что если бы отдел по управлению долгом входил в состав центрального банка, это облегчило бы задачу привлечения и удержания сотрудников, имеющих надлежащую квалификацию. Считается, что перевод данного подразделения в центральный банк помог централизовать и сохранить сотрудников, обладающих знаниями по большинству аспектов деятельности финансовых рынков, в рамках одного официального органа.

### ***Взаимоотношения отдела по управлению долгом и министерства финансов***

236. Министерство финансов и НБД определяют общую стратегию государственных заимствований в ходе квартальных совещаний на основе письменных предложений НБД. Принятая стратегия утверждается и визируется Министерством финансов путем принятия набора письменных заключений на установочном заседании. Ежегодно в декабре определяется общая стратегия на следующий год, а также подробная стратегия на первый квартал следующего года. На последующих квартальных совещаниях принимаются решения о внесении поправок в основную стратегию на следующий квартал и о ее конкретизации.

237. Стратегия определяет ожидаемую потребность во внутренних и внешних заимствованиях и включает ряд решений на следующий год. К этим решениям относятся:

- интервалы дюрации долговых обязательств центрального правительства;
- перечень текущих выпусков внутренних долговых обязательств;
- стратегия привлечения займов, касающаяся внешнего долга;
- перечень государственных ценных бумаг, с которыми могут быть проведены операции выкупа/обмена;
- перечень государственных ценных бумаг, используемых в рамках механизма предоставления ценных бумаг в ссуду;
- максимальные объемы выкупа и использования процентных свопов.

238. Данные по первым четырем пунктам публикуются после совещания в декабре. Если в течение года в эти решения вносятся изменения, то они также публикуются. Информация о максимальных объемах выкупа и использования процентных свопов не обнародуется.

239. Руководствуясь указанными письменными заключениями, центральный банк осуществляет необходимые операции по привлечению займов и текущее управление долгом. Кроме официальных совещаний, НБД поддерживает регулярные контакты с Министерством финансов, и в течение года в стратегию могут вноситься специальные поправки.

### ***Структура долгового отдела центрального банка***

240. В рамках НБД в управлении долгом центрального правительства участвуют в основном четыре департамента — Подразделение по управлению государственным долгом Департамента финансовых рынков, Департамент рыночных операций, Департамент учета и отчетности и Департамент внутреннего аудита. В целях снижения операционного риска в 1996 году было введено разграничение деятельности по управлению государственным долгом в рамках структуры, состоящей из операционного и промежуточного отделов и отдела обработки документации.

241. Подразделение по управлению государственным долгом отвечает за выполнение функций промежуточного отдела и представляет собой отдел по управлению долгом Дании. Оно формулирует главные аспекты стратегии управления долгом и осуществляет

анализ рисков и управление ими. Это подразделение также разрабатывает руководящие принципы для Департамента рыночных операций в отношении продажи внутренних облигаций, выкупа ценных бумаг, операций своп и объема внешних заимствований.

242. Департамент рыночных операций несет ответственность за выполнение таких функций операционного отдела, как продажа ценных бумаг и привлечение внешних займов. Ответственность за выполнение функций отдела обработки документации, таких как расчеты и бухгалтерский учет, возложена на Департамент учета и отчетности и Отдел учета государственного долга.

243. Департамент внутреннего аудита центрального банка оказывает содействие Генеральному ревизору (Национальному ревизионному управлению) в проведении аудита деятельности по управлению государственным долгом. В процессе деятельности, связанной с государственным долгом, участвующие в ней департаменты также используют ресурсы других департаментов центрального банка, например, привлекают экспертов по правовым вопросам.

### ***Информационная политика***

244. Стратегия Дании в области государственного долга направлена на обеспечение высокого уровня прозрачности для широкой общественности и финансовых рынков. Поэтому НБД составляет и публикует разнообразную и выходящую с высокой периодичностью информацию о займах и долге центрального правительства.

245. Основу информационной политики составляют несколько сообщений для общественности. Некоторые из них выпускаются в соответствии с установленным ежегодным графиком. Ниже перечислены наиболее важные сообщения и публикации.

- Перед началом каждого полугодия, обычно в июне и декабре, центральный банк направляет сообщение Копенгагенской фондовой бирже (КФБ) и участникам рынка с подробными данными об эталонных выпусках ценных бумаг центрального правительства на июль и январь, соответственно. Сообщение также содержит более общую информацию о планах центрального правительства в отношении внутренних заимствований.
- Перед открытием новой серии государственных ценных бумаг в КФБ направляется сообщение с подробной информацией о купоне, сроке погашения и дате начала операций с новым займом.
- В первый банковский день каждого месяца НБД направляет КФБ и другим заинтересованным сторонам сообщение о продаже и выкупе внутренних государственных ценных бумаг за предшествующий месяц. На второй банковский день каждого месяца НБД выпускает пресс-релиз, содержащий подробные данные о фактической потребности органов государственного управления в заемных средствах и другую важную финансовую информацию за предшествующий месяц.

- Сведения о продаже и выкупе внутренних государственных ценных бумаг ежедневно размещаются на веб-сайте НБД<sup>29</sup> и распространяются через электронную информационную систему (DN News). Большая часть этой информации непосредственно воспроизводится, например, агентством Reuters. Дополнительную информацию о ценах и объемах находящихся в обращении государственных облигаций можно получить через Копенгагенскую фондовую биржу.
- Условия проведения аукционов по казначейским векселям и их результаты объявляются через Копенгагенскую фондовую биржу и систему электронных аукционов.
- Министерство финансов регулярно публикует информацию о динамике государственного бюджета.
- Прочая информация о «государственных заимствованиях и долге Дании» приводится в годовом отчете.

246. Отдел по управлению долгом центрального банка публикует, как правило, в феврале, годовой отчет («Государственные заимствования и долг Дании»). Годовой отчет является ключевым элементом в реализации информационной политики. Отчет информирует общественность, участников рынка, Парламент и Министерство финансов обо всей деятельности, связанной с управлением государственным долгом Дании за предшествующий год. С 1998 года отчет также издается на английском языке. В отчете приводятся соображения и факторы, касающиеся заимствований и управления долгом. Кроме того, он включает разделы по конкретным темам, имеющим значение для управления государственным долгом. И наконец, он содержит подробное приложение с таблицами, в которых приводится детальная информация о заимствованиях центрального правительства и статистика по долгу, включая перечень всех государственных займов.

### ***Повышение качества работы и снижение операционного риска***

#### *Методическое руководство*

247. Письменное методическое руководство для соответствующих подразделений департаментов, деятельность которых связана с государственным долгом, обеспечивает следование надлежащим административным процедурам в отношении государственного долга. В письменном методическом руководстве излагаются полномочия и обязанности каждого конкретного подразделения. Департамент аудита центрального банка несет ответственность за внесение любых изменений в письменные методические указания, которые затем передаются в Министерство финансов. Разработка и ведение методического руководства считается ключевым элементом повышения качества работы и снижения операционного риска, и потому имеет высокий приоритет в общей деятельности по управлению долгом.

---

<sup>29</sup> Адрес сайта: [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

248. В дополнение к методическому руководству в текущей деятельности используются описания работ. Описание работ представляет собой подробную характеристику конкретной регулярно выполняемой задачи. В качестве примера можно привести описания таких видов деятельности, как размещение новых государственных облигаций, аукционы по выкупу ценных бумаг, расчеты дюрации и издержек, подверженных риску, и ежемесячная публикация открытой информации по государственному долгу. Использование описаний работ способствует последовательности и точности в управлении государственным долгом.

249. Для внешних заимствований центрального правительства определяются руководящие принципы в отношении приемлемых категорий займов. В этих руководящих принципах устанавливаются требования в отношении общей структуры займа, включая как базовый заем, так и любые связанные с ним производные инструменты. Цель таких руководящих принципов состоит в том, чтобы свести к минимуму политический, юридический и операционный риски.

#### *Кодексы поведения*

250. Сотрудники НБД должны соблюдать внутренние кодексы поведения, которые опираются на руководящие принципы в отношении спекуляций, установленные Управлением финансового надзора Дании, и на законодательство против сделок с использованием конфиденциальной информации. В целом это означает, что сотрудникам разрешается вкладывать только личные средства и только в инвестиции, не имеющие характера спекулятивных.

#### *Привлечение и удержание высококвалифицированных сотрудников*

251. Перевод отдела по управлению долгом в центральный банк помог набрать в его штат высококвалифицированных сотрудников. Этому способствует и тот факт, что отдел по управлению долгом является частью более крупной системы, основная деятельность которой связана с финансами, финансовыми рынками и политикой. В результате отдел по управлению долгом имеет возможность проводить внутренний набор из других департаментов, а также внешний набор, предлагая новым сотрудникам стать частью крупной и высококвалифицированной организации, хорошо известной в обществе.

252. Подразделение по управлению государственным долгом (промежуточный отдел) укомплектовано старшими специалистами, которые работали в области управления долгом в течение ряда лет и/или были заняты в других подразделениях банка, и молодыми экономистами, недавно принятыми на работу в НБД.

253. Вместе с сотрудниками, работающими в операционном отделе и отделе обработки документации, примерно 20 человек занимается главным образом задачами, связанными с долгом центрального правительства.

### *Управленческая информационная система и использование информационных технологий*

254. В ограничении операционного риска ключевую роль играют мощные и надежные информационно-технологические системы. В отделе по управлению долгом Дании действующая стратегия в области информационных технологий главным образом строится на базе специально разработанной системы отдела обработки документации (System Statsgæld) в сочетании с использованием другого программного обеспечения. Все операции по привлечению займов и операции своп, связанные с долгом центрального правительства, вводятся в System Statsgæld. Контроль за операциями осуществляет отдел обработки документации.

255. Система отдела обработки документации генерирует информацию о подлежащих перечислению или получению платежах, исходные данные для центральной системы бухгалтерского учета, которая охватывает все государственные образования, и наконец, данные для аналитических целей.

256. В течение 2002 года планируется внедрить новую систему промежуточного отдела. Цель этой системы — автоматизировать важные расчеты, которые проводятся на регулярной основе, например, расчеты дюрации, рыночной стоимости и влияния на долг различных факторов риска. Новая система будет непосредственно использовать данные, получаемые из системы отдела обработки документации. Предполагается, что внедрение новой системы промежуточного отдела приведет к дальнейшему снижению операционных рисков.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

### **Ограничение уязвимости страны**

257. Цель и стратегия управления государственным долгом ориентированы на снижение риска отрицательных побочных воздействий, которые государственный долг может оказать на другие сферы экономики. В связи с этим процентный риск и валютный риск считаются наиболее значимыми факторами риска.

258. Таким образом, для снижения уязвимости страны важно ограничить процентный и валютный риски. В случае Дании это в основном достигается посредством регулирования дюрации и графика погашения долга, а также за счет привлечения займов исключительно в евро или датских кронах — в условиях проводимой в Дании политики фиксированного курса кроны по отношению к евро.

## **Стратегия привлечения займов**

### *Внутренний долг*

259. Стратегия привлечения внутренних займов предусматривает формирование крупных серий государственных ценных бумаг в сегментах сроков погашения в 2, 5 и 10 лет, имеющих международную значимость. Премия за ликвидность, которая является результатом такой стратегии, способствует установлению низкой стоимости заимствования для центрального правительства. Для формирования крупных ликвидных эталонных выпусков ценных бумаг используется целый ряд государственных долговых инструментов. К ним относятся свопы внутренних процентных ставок, выкупы и свопы датских крон на евро. Стратегия привлечения внутренних займов также включает программу эмиссии казначейских векселей, которая предусматривает ежемесячный выпуск векселей со сроком погашения до 12 месяцев.

260. Принимая во внимание тот факт, что центральное правительство является основным эмитентом на внутреннем рынке облигаций, количественная оценка результатов деятельности не включает расчет сравнительных затрат по отношению к конкретному контрольному портфелю, сформированному на основе выпусков внутренних облигаций.

261. Цена внутренних государственных облигаций Дании определяется на конкурентном финансовом рынке, где действуют как отечественные, так и международные инвесторы. Кроме того, по своим характеристикам эти облигации сопоставимы с другими внутренними и внешними облигациями и выпускаются в наиболее значимых с международной точки зрения сегментах сроков погашения. В этом отношении установление цен происходит, исходя из ситуации на рынке.

262. В случае выкупов ценных бумаг правительство определяет, насколько выгодны выкупы с точки зрения государственного долга в целом. Выкупы используются для концентрации государственного долга в ликвидных облигациях, при управлении кассовыми средствами и для регулирования общего графика погашения. Выкупы производятся по рыночным ценам. Сравнение этих цен с теоретическими ценами, рассчитанными на основе рыночных кривых доходности бескупонных облигаций, гарантирует, что выкупы будут производиться по рыночной цене.

263. В течение нескольких лет происходило постепенное изменение стратегии привлечения внутренних займов в сторону концентрации займов в рамках ограниченного числа эталонных облигаций и более активного использования процентных и валютных свопов. Эти изменения осуществлялись с целью обеспечения соответствующего объема непогашенных облигаций и их ликвидности в условиях сокращения потребностей государства в заемных средствах вследствие наблюдавшегося с 1997 года профицита бюджета.

264. Выпуск облигаций осуществляется только в сегментах сроков погашения в 2, 5 и 10 лет. Размещение выпусков 5- и 10-летних облигаций в среднем производится в течение



2 лет, а выпуск 2-летних облигаций производится в течение примерно одного года. Выпуск облигаций в 30-летнем сегменте практически прекратился к концу 1997 года. К концу 2001 года 99 процентов совокупной суммы долга в форме внутренних облигаций и казначейских векселей было распределено по 11 категориям облигаций и 4 категориям казначейских векселей. Эти облигации относятся к ведущим облигациям, обращающимся на Копенгагенской фондовой бирже. Три из этих облигаций считаются эталонными; наиболее важным является эталон в 10-летнем сегменте.

### *Внешний долг*

265. Все внешние заимствования осуществляются непосредственно в евро или путем привлечения займов, с которыми проводятся операции своп в евро. Все открытые валютные позиции центрального правительства, включая позиции по операциям своп, выражены в евро. В 2002 году и в последующие годы стратегия заимствования будет основываться, прежде всего, на привлечении более крупных займов, предпочтительно непосредственно в евро. Эта стратегия дополняется возможностью выпуска внутренних облигаций в сочетании с валютными свопами в евро.

266. Стратегия привлечения внешних займов с годами постепенно менялась от привлечения мелких займов и, в ряде случаев, структурированных займов к сочетанию более мелких и более крупных займов с конечной открытой позицией в евро. Обсуждавшаяся выше действующая на настоящий момент стратегия, ориентированная на привлечение более крупных займов с единовременным погашением, выраженных непосредственно в евро, согласуется с таким изменением в сторону более стандартизованных внешних заимствований.

267. В тех случаях, когда соображения, связанные с валютными резервами, обуславливают срочную потребность в привлечении займов в иностранной валюте, центральное правительство может выпускать краткосрочные коммерческие бумаги (КБ), и, наконец, центральное правительство может использовать программы выпуска краткосрочных КБ в периоды, когда ожидается низкий остаток средств на счете центрального правительства в НБД.

268. Ставка Еврибор служит в качестве справочной ставки при оценке стоимости заимствования для внешнего государственного долга. Кроме того, производится сравнение издержек по различным инструментам, например, прямое заимствование в евро сравнивается с займами в других валютах и их последующим обменом на евро. Стоимость заимствования для внешнего долга также сравнивается с уровнями, достигнутыми иными аналогичными странами.

### ***Основные виды риска***

269. Основными рисками портфеля государственных долговых обязательств являются процентный риск, валютный риск, кредитный риск, а также операционные риски. Ниже приводятся определения этих рисков.

- Процентный риск представляет собой риск того, что динамика процентных ставок приведет к более высокой стоимости заимствования. Категория процентного риска также включает риск рефинансирования, то есть риск того, что существующий долг необходимо будет рефинансировать в момент неблагоприятной рыночной конъюнктуры или на крайне невыгодных для центрального правительства условиях заимствования. Процентный риск присутствует в случае внутреннего и внешнего долга.
- Валютный риск представляет собой риск увеличения стоимости долга вследствие изменения валютных курсов.
- Центральное правительство берет на себя кредитный риск, когда принимает участие в операциях своп. Своп представляет собой соглашение между двумя сторонами по обмену платежами в течение заранее установленного периода. Поэтому существует риск того, что контрагент не выполнит свои обязательства. В случае проведения операции своп открытая кредитная позиция учитывается при управлении кредитным риском.
- Центральное правительство подвергается и другим рискам, например, риску ошибки в процессе собственного управления долгом или ошибки его контрагентов.

### **Управление рисками**

270. Как указывалось выше, государственный долг состоит из четырех подпортфелей: внутреннего долга, внешнего долга, активов Социального пенсионного фонда и счета центрального правительства в НБД.

271. Все эти четыре подпортфеля, образующие чистый государственный долг, управляются центральным банком, который выступает в качестве агента центрального правительства.

#### ***Процентный риск***

272. Управление процентным риском осуществляется на базе чистого долга в целом. Это является прямым следствием все большей интеграции подпортфелей. Примером более тесной интеграции подпортфелей служит использование валютных свопов датских крон на евро для привлечения внешних займов, которое одновременно сказывается на процентном риске по внутреннему и внешнему долгу.

273. Для управления процентным риском в основном используются целевой показатель дюрации и интервал дюрации совокупного долга центрального правительства (в чистом

выражении). Исторически для каждого подпортфеля устанавливался отдельный целевой показатель дюрации, однако эта практика была отменена к концу 1999 года.

274. Важное следствие установления целевого показателя дюрации только для чистого долга состоит в том, что сокращение дюрации можно обеспечить, например, за счет использования свопов либо внутренних, либо внешних процентных ставок. Сокращение дюрации чистого долга может быть достигнуто и посредством увеличения дюрации портфеля активов центрального правительства. Поэтому установление целевых показателей дюрации только чистого долга создает возможность большей гибкости в управлении дюрацией.

275. Сглаживание графика погашения также является элементом управления процентным риском, и такие меры проводятся отдельно в отношении внутреннего и внешнего долга. Обеспечение гладкой структуры погашения, благодаря чему ежегодно погашается более или менее постоянная часть долга, снижает риск необходимости рефинансировать долг в момент в целом неблагоприятной рыночной конъюнктуры или когда условия заимствования особенно неблагоприятны для центрального правительства.

276. Портфель Социального пенсионного фонда, который представляет собой часть портфеля активов чистого государственного долга, состоит из ипотечных облигаций. Такие ипотечные облигации могут погашаться в любое время по их номинальной стоимости, то есть они включают в себя опцион. Для таких облигаций при расчете дюрации чистого государственного долга используется дюрация с учетом опциона.

### ***Валютный риск***

277. Политика Дании в области валютного курса основана на поддержании стабильного курса датской кроны по отношению к евро в рамках системы МВК 2. В результате такой политики управление валютным риском, связанным с внешним государственным долгом, осуществляется за счет привлечения только таких внешних займов, конечный риск по которым выражен в евро (то есть заимствования осуществляются непосредственно в евро или привлекаются займы, с которыми проводятся операции своп в евро).

278. В период 1991–2000 годов управление валютным риском, связанным с внешним государственным долгом, осуществлялось вместе с управлением валютным риском, связанным с валютными резервами центрального банка, в рамках формализованной схемы. Таким образом, валютный риск, связанный с государственным долгом, и валютный риск центрального банка оценивались на чистой основе. К концу 2000 года эта формализованная схема была отменена вследствие решения о том, что весь внешний государственный долг должен быть выражен в евро. С учетом того, что лишь очень незначительный объем валютных резервов центрального банка был размещен в других валютах, кроме евро, к концу 2000 года необходимость в использовании такой формализованной схемы отпала.

### ***Кредитный риск***

279. В портфеле свопов центрального правительства присутствуют кредитные риски. Поэтому были установлены принципы управления кредитными рисками портфеля. Важными элементами управления кредитными рисками являются высокие рейтинги контрагентов и открытие кредитных позиций в рамках достаточно ограниченных кредитных линий. И наконец, новые операции проводятся только с теми контрагентами, которые подписали соглашение о залоге. К концу 2001 года 80 процентов портфеля свопов составляли соглашения, предусматривающие залоговое обеспечение.

### ***Риск управления кассовыми средствами***

280. Как указывалось выше, правительство имеет счет в НБД. В соответствии с Маастрихтским договором правительство не имеет права на овердрафт по этому счету. Для того чтобы обеспечить выполнение данного требования, было принято решение установить норматив минимального размера средств на счете правительства на уровне 10 миллиардов датских крон (то есть 1,3 миллиарда евро), а в определенные периоды — и на более высоком уровне. Ежегодно готовится детальный прогноз платежей правительства на следующий год. На основе этого прогноза составляется оценка ежедневного объема средств на счете правительства в НБД. Из-за того, что погашения государственных долговых обязательств обычно имеют место ближе к концу года, в течение первой половины года происходит накопление ликвидных средств на счете правительства, с тем чтобы удовлетворить потребности в средствах для погашения. Сумма такого предварительного накопления средств снижается в результате досрочных выкупов облигаций, подлежащих погашению в текущем году.

### ***Операционный и юридический риски***

281. Разделение различных функций по управлению долгом (операционный и промежуточный отделы и отдел обработки документации) является мерой, направленной на уменьшение административных ошибок и операционных рисков. Как указывалось выше, методическое руководство и внутренние процедуры обеспечивают четкое разграничение полномочий и ответственности между тремя перечисленными функциональными подразделениями. Использование простых, общеизвестных инструментов управления долгом также способствует минимизации операционных рисков. Наконец, деятельность по управлению долгом центрального правительства подлежит аудиту со стороны Генерального ревизора (Национального контрольно-ревизионного управления). Сведение к минимуму юридического риска достигается за счет использования стандартизованных контрактов.

### ***Риски в связи с государственными гарантиями***

282. Как отмечалось выше, правительство предоставляет гарантии по займам и финансовым операциям ряда государственных структур. Такие гарантии создают риск для правительства. Для ограничения этого риска устанавливаются руководящие принципы осуществления заимствований для таких образований (см. раздел А о законодательной основе заимствований центрального правительства).

283. В 2001 году структуры, пользующиеся государственными гарантиями, получили более широкие возможности по получению кредитов за счет средств государственных займов через центральное правительство. Предоставление в кредит заемных средств обеспечивает структурам, пользующимся государственными гарантиями, более дешевый способ финансирования по сравнению с ситуацией, когда они привлекают все финансирование на индивидуальной основе. Ссуды, предлагаемые структурам, идентичны существующим государственным займам, включая облигации, не относящиеся к эталонным выпускам. Предоставление в кредит заемных средств повышает валовую потребность центрального правительства в финансировании и обеспечивается за счет средств текущих выпусков. Это повышает уровень консолидации заимствований государственного сектора.

### **Определение уровня рисков**

284. На совещаниях Министерства финансов и подразделения по управлению долгом на основе взвешивания стоимости заимствования относительно риска определяется общий целевой показатель процентного риска, связанного с государственным долгом.

285. В процессе принятия решения о выборе предпочтительной эмиссионной стратегии и целевого показателя дюрации в качестве вспомогательного инструмента используется модель стоимости, подверженной риску (VaR). В рамках модели VaR анализируются различные стратегии, касающиеся эмиссии, объемов выкупа и целевого показателя дюрации. Результаты представляются в Министерство финансов и обсуждаются с его представителями.

286. Модель VaR была разработана силами Отдела по управлению долгом. Эта модель применяется для количественной оценки процентного риска посредством имитационного моделирования различных сценариев динамики процентных ставок; при этом она также используется в качестве модели сценариев для более подробного анализа и обсуждения конкретных сценариев. Анализ проводится с временным горизонтом до 10 лет.

287. В последние годы анализ конкретных сценариев играл важную роль в определении общей стратегии управления государственным долгом. Использование модели сценариев позволяет проводить очень тщательный анализ будущей динамики объема находящихся в обращении различных видов облигаций, структуры погашения и траектории изменения дюрации во времени. За счет этого можно определить, действительно ли та или иная конкретная стратегия является практически осуществимой с учетом ряда предпосылок

относительно экзогенных факторов. К наиболее существенным предпосылкам в рамках такого рода анализа относится динамика государственного бюджета.

288. В течение последних нескольких лет происходило снижение целевого показателя дюрации долга центрального правительства. Такое снижение является, прежде всего, результатом уменьшения объема долга, а значит, сокращения затрат на выплату процентов, что повысило готовность к принятию риска. Чистый номинальный долг сократился с 601 миллиарда датских крон в 1997 году до 514 миллиардов датских крон к концу 2001 года, или с 54 до 38 процентов ВВП.

289. За период с конца 1998 года до конца 2001 года дюрация долга центрального правительства уменьшилась с 4,4 до 3,4 года. Как отмечалось выше, данные об интервале дюрации на год являются открытой информацией. Точная информация о динамике дюрации за предшествующий год обнародуется в годовом отчете, который публикуется в феврале.

290. В процессе определения рисков и стратегии привлечения займов решения как о внутренних, так и о внешних заимствованиях обычно не опираются на конкретные перспективы изменения процентных ставок. Поэтому управляющие долгом, как правило, не стремятся к получению дополнительной прибыли, например, руководствуясь представлениями о будущей динамике процентных ставок, которые расходятся с ожиданиями рынка.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

#### **Общие сведения**

291. Рынок облигаций Дании является одним из крупнейших в Европе. К концу 2001 года рыночная стоимость облигаций, обращающихся на Копенгагенской фондовой бирже, в номинальном выражении составляла 2198 миллиардов датских крон. Кроме государственных облигаций на рынке Дании обращается большой объем облигаций ипотечного кредитования. Высокая доля таких облигаций объясняется давней традицией финансирования строительства и частного жилья за счет выпуска облигаций ипотечного кредитования. Все внутренние государственные ценные бумаги котируются на Копенгагенской фондовой бирже. Государственные облигации составляют треть объема, тогда как остальные две трети приходятся на долю облигаций ипотечного кредитования.

#### **Кривая доходности государственных облигаций**

292. Рынок облигаций Дании представляет собой сравнительно крупный и развитый рынок, и, как отмечалось выше, государственные облигации составляют лишь треть от объема обращающихся на нем ценных бумаг. Поэтому выпуск облигаций по всей кривой доходности во многих различных сегментах сроков погашения не является необходимостью в рамках политики Дании, направленной на поддержание эффективно функционирующего рынка капитала. Напротив, в последние годы основное внимание

уделялось обеспечению ликвидности государственных облигаций за счет использования стратегии выпуска меньшего объема облигаций с более длительными сроками погашения, главным образом из-за профицита государственного бюджета. Кроме того, в течение некоторого времени важным инструментом политики Дании были выкупы ценных бумаг. Выкупы производятся в периоды профицита — отчасти как способ увеличить потребности в заимствованиях в течение года, а отчасти как способ уменьшить объем находящихся в обращении ценных бумаг прежних выпусков, которые не отвечают текущим условиям на рынке. К последним, например, относятся облигации прежних выпусков с высоким купоном.

293. На внутреннем рынке в обращение выпускаются казначейские векселя со сроками погашения 3, 6, 9 и 12 месяцев и облигации со сроками погашения 2, 5 и 10 лет. Все облигации представляют собой займы с единовременным погашением и фиксированным купоном. К концу 1998 года правительство прекратило выпуск 30-летних облигаций вследствие низкой потребности в заимствованиях и снижения целевого показателя дюрации государственного долга. Государственные облигации используются в качестве эталонных на рынке облигаций Дании. Индексированные облигации не являются инструментом, входящим в стратегию Дании в области государственного долга, из-за их сравнительно низкой ликвидности — а стратегия Дании ориентирована на ликвидность.

294. Если государственный долг будет по-прежнему сокращаться, то ожидается, что к ипотечным облигациям может снова вернуться роль эталонных ценных бумаг, как это было до начала 1990-х годов.

### **Эмиссионные механизмы**

#### ***Выпуск внутренних долговых обязательств***

295. Государственные облигации и казначейские долговые обязательства выпускаются центральным банком в текущем порядке от имени центрального правительства через систему электронных торгов Saxess Копенгагенской фондовой биржи. Все лицензированные трейдеры КФБ могут приобретать государственные облигации непосредственно у НБД через электронную систему Saxess.

296. Продажи в текущем порядке означают, что государственные ценные бумаги выпускаются при наличии потребности в заемных средствах. Обычно Национальный банк Дании в течение одного операционного дня или нескольких дней не снижает установленные им самим цены. Ежедневно публикуется информация о продаже государственных ценных бумаг за предшествующий день.

297. Использование продаж в текущем порядке имеет давнюю традицию на рынке облигаций ипотечного кредитования Дании, а потому выбор такого метода эмиссии в период становления рынка государственных облигаций был также вполне естественным. Использование продаж в текущем порядке обеспечивает правительству гибкую систему с возможностью выпуска облигаций на постоянной основе. По общему мнению, продажи в

текущем порядке являются адекватным методом выпуска внутренних государственных облигаций на рынке облигаций Дании.

298. Планирование продаж в текущем порядке на год основано на продаже примерно равных объемов ценных бумаг в каждом из оставшихся до конца года месяце. Это означает, что на начало года предполагалось, что месячные продажи будут равномерно распределяться в течение года. Для реализации такой стратегии операционный отдел наделяют полномочиями ежемесячно устанавливать целевой показатель конкретного объема выпуска. Этот целевой показатель дополняется установлением минимального и максимального объемов каждой отдельной продажи. По мере возникновения спроса на заемные средства операционный отдел осуществляет продажи в рамках этих ограничений. По окончании каждого месяца проводится корректировка ожидаемого объема месячных продаж на оставшуюся часть года. В течение месяца дилеры операционного отдела осуществляют продажи в текущем порядке. При этом ставится задача «насытить» рынок при высоком уровне рыночного спроса. Представления о будущей динамике процентных ставок обычно не принимаются во внимание при планировании продаж в текущем порядке.

299. Лицензированные трейдеры КФБ обязаны представлять отчет по операциям, которые осуществляются вне электронной платформы Saxess. Отчет по операциям должен представляться в течение пяти минут. Из общего оборота 10 процентов операций проводятся с использованием электронной системы Saxess, и отчетность по ним направляется КФБ. Остальные 90 процентов операций осуществляются посредством продаж по телефону между участниками рынка. Продажи по телефону опираются на котировки электронной системы КФБ.

300. Казначейские векселя продаются на ежемесячных аукционах через электронную систему центрального банка. Все лицензированные трейдеры Копенгагенской фондовой биржи и контрагенты НБД по проведению денежно-кредитной политики могут выставлять заявки на аукционы. Заявки делаются на процентные ставки. Все заявки на уровне или ниже фиксированной процентной ставки отсечения удовлетворяются по процентной ставке отсечения (единая цена). В отношении заявок на уровне ставки отсечения может проводиться пропорциональное распределение.

### ***Выпуск валютных долговых обязательств***

301. Условия внешних займов обычно определяются на базе конкретных подходов иностранных инвестиционных банков, которые связаны с инвесторами, имеющими особые требования относительно размещения средств. Валютные свопы датских крон на евро проводятся на основе конкурентных предложений различных инвестиционных банков.

302. Как отмечалось выше, начиная с 2002 года и далее, стратегия в области внешнего долга будет ориентирована, главным образом, на получение более крупных синдицированных кредитов непосредственно в евро, с привлечением одного или нескольких банков, выступающих в качестве организаторов этих кредитов.



### ***Первичные дилеры, маркет-мейкеры и программы кредитования***

303. В Дании первичные дилеры не привлекаются для выпуска внутренних государственных ценных бумаг. Все лицензированные трейдеры Копенгагенской фондовой биржи могут приобретать государственные облигации и казначейские долговые обязательства непосредственно у Национального банка Дании через электронную систему Saxess на Копенгагенской фондовой бирже. Лицензированные трейдеры Копенгагенской фондовой биржи и контрагенты Национального банка Дании по проведению денежно-кредитной политики могут принимать участие в аукционах по казначейским векселям.

304. Существуют две добровольные программы поддержания рынка государственных ценных бумаг, реализуемые под эгидой Копенгагенской фондовой биржи и Ассоциации дилеров по ценным бумагам Дании, соответственно. Участники этих программ в любой момент времени обязаны выставлять двусторонние котировки для определенного объема соответствующих облигаций. По условиям КФБ в рамках программы устанавливаются цены только для эталонного выпуска с 10-летним сроком погашения, тогда как программа Ассоциации дилеров по ценным бумагам Дании охватывает и другие ликвидные государственные ценные бумаги. Центральный банк не принимает участия в программах поддержания рынка.

305. В целях поддержания ликвидности были созданы программы предоставления ценных бумаг в ссуду. Существуют две программы кредитования, одна из них реализуется центральным правительством, а другая — Социальным пенсионным фондом. Программа кредитования способствует ликвидности рынка государственных облигаций, не допуская возникновения ситуаций дефицита облигаций. Программа кредитования, реализуемая правительством, была введена в 1998 году, а программа кредитования Социального пенсионного фонда — в 2001 году. В рамках обеих программ в качестве залогового обеспечения принимаются государственные облигации Дании.

306. Программа кредитования, реализуемая правительством, включает в основном эталонные выпуски, держателем которых не является Социальный пенсионный фонд. Программа кредитования Социального пенсионного фонда включает государственные облигации, входящие в состав портфеля государственных займов с единовременным погашением. Эти две программы кредитования не пересекаются в отношении используемых облигаций. Взятые вместе, эти две программы кредитования охватывают предоставление в ссуду большей части государственных облигаций, включая казначейские векселя.

### **Контакты с финансовым рынком**

307. Регулярные и тесные контакты с представителями финансового рынка считаются важными для политики государства в области долга и потому являются высокоприоритетным направлением работы. В ходе регулярных совещаний с участниками рынка обсуждаются различные аспекты управления долгом центрального правительства. На этих совещаниях участники рынка получают возможность обсудить проблемы управления государственным долгом с представителями подразделений по управлению

долгом, включая возможную необходимость внесения изменений или введения новых финансовых инструментов.

### **Система клиринга и расчетов**

308. С 1983 года государственные облигации, казначейские долговые обязательства и казначейские векселя регистрируются в электронной форме в Центре ценных бумаг Дании (VP-system). Государственные ценные бумаги Дании могут также регистрироваться в системах Euroclear и Clearstream. Для содействия беспрепятственному переводу ценных бумаг между VP-system и Euroclear без потери операционных дней установлена прямая связь между Euroclear и VP-system. Расчеты по операциям с государственными ценными бумагами обычно производятся в VP-system, но для этих целей также могут использоваться Euroclear и Clearstream. Внешние займы регистрируются в системе Euroclear или Clearstream. Все три системы опираются на принципы, установленные в ноябре 2001 года стандартами КПРС/ИОСКО в отношении систем расчетов по ценным бумагам. В течение первой половины 2002 года Национальный банк Дании в качестве надзорного органа будет проводить официальную оценку соответствия VP-system указанным стандартам.

### ***Проблемы налогообложения и их влияние на операции с государственными ценными бумагами***

309. В отношении государственных облигаций Дании действует тот же порядок, что и в отношении других облигаций, которые обращаются на рынке облигаций Дании. Не существует никаких дискриминационных правил налогообложения. Это означает, что нормы общего законодательства, касающиеся налогообложения облигаций, распространяются и на государственные облигации. С иностранцев, инвестирующих в облигации Дании, не взимается удерживаемый у источника налог на доходы по ценным бумагам.

310. В отношении инвесторов, не являющихся корпорациями и выплачивающих налоги правительству Дании, действует правило минимального купона для внутренних облигаций. Это правило означает, что прибыль от изменения рыночной стоимости облигаций с купоном, превышающим определенный минимальный купон, освобождается от налогообложения. Минимальный купон обычно пересматривается каждые полгода в соответствии с динамикой общего уровня процентных ставок.

#### IV. Индия<sup>30</sup>

311. В Индии действует налогово-бюджетный режим, в рамках которого Конституция Индии определяет обязанности центрального правительства и правительств штатов в налогово-бюджетной сфере посредством трех перечней — полномочия Союза, полномочия штатов и вопросы совместной компетенции. В соответствии с текущей бюджетной практикой обязательства органов государственного управления, составляющие государственный долг, делятся на три группы, а именно: внутренний долг, внешний долг и «прочие обязательства».

304. Отношение совокупных непогашенных обязательств центрального правительства к ВВП достигло наивысшего уровня в 65,4 процента в конце марта 1992 года, после чего была отмечена значительная консолидация долга в течение первой половины 1990-х годов и его снижение к концу марта 1997 года на 9 процентных пунктов до 56,4 процента (см. таблицу 1 в приложении). В последующий период, однако, наблюдалась тенденция к увеличению долга, который достиг 65,3 процента ВВП к концу марта 2002 года, и ожидается, что к концу марта 2003 года он составит примерно 67 процентов ВВП.

305. Как и в случае центрального правительства, отношение долга правительств штатов к ВВП первоначально уменьшалось, хотя и незначительно — с 19,4 процента на конец марта 1991 года до 17,8 процента к концу марта 1997 года. Впоследствии данное отношение значительно увеличилось и к концу марта 2001 года достигло, по пересмотренным оценкам, 24,1 процента (см. таблицу 2 в приложении). Согласно бюджетным оценкам правительств штатов, отношение долга к ВВП на конец марта 2002 года составит 23,9 процента. Соответственно, отношение процентных платежей штатов к ВВП повысилось с 1,5 процента в 1990–1991 году до 2,6 процента, заложенных в бюджет на 2001–2002 год.

306. Общие обязательства центрального правительства и правительств штатов демонстрировали аналогичные тенденции. Они составили 72,9 процента ВВП в конце марта 2001 года (см. таблицу 2 в приложении) и по оценкам должны достичь примерно 76 процентов в конце марта 2002 года, что значительно выше показателя в 63,5 процента на конец марта 1997 года. Основной причиной резкого роста отношения долга к ВВП в 2001–2002 году является увеличение совокупных обязательств центрального правительства. Сохранение высокого уровня государственного долга ведет к росту процентных платежей, что в свою очередь требует увеличения рыночных заимствований и создает давление на бюджетный дефицит.

307. До начала 1990-х годов стратегия развития Индии была основана на доминирующей роли государственного сектора. Широкие преимущественные права, предоставленные законом, и заимствования у Резервного банка Индии (РБИ), центрального банка страны, давали правительству возможность финансировать значительный дефицит бюджета. Установленная в директивном порядке низкая доходность государственных ценных бумаг в

---

<sup>30</sup> Данное целевое исследование подготовили Уша Торат и Чаран Сингх из Резервного банка Индии и Тарун Дас из Министерства финансов.

сочетании с высокими нормами кассовых и ликвидных резервов обусловили подавленное состояние финансовой системы и крайнюю ограниченность возможностей для активного управления долгом.

308. Переориентация стратегии управления долгом началась в рамках общего процесса реформ финансового сектора, запущенных в начале 1990-х годов. Официальные органы избрали для этого постепенный подход, в котором важнейшее значение придавалось последовательной реализации политических инициатив.

309. Первой инициативой в рамках процесса реформ стало допущение определяемых рынком ставок при первичном размещении государственных ценных бумаг через аукционы (1992 год). Для того чтобы до некоторой степени компенсировать стремительный рост стоимости заимствования, а также ввиду рыночных предпочтений при новом режиме и ожидания того, что процентные ставки с годами будут демонстрировать тенденцию к снижению, сроки погашения выпускаемых долговых обязательств были сокращены. Для новых займов, которые размещались в течение нескольких лет после перехода на механизм выявления цены, срок был ограничен 10 годами. Такое решение было также подсказано рекомендациями Комитета по изучению функционирования денежно-кредитной системы (Reserve Bank of India, 1985). За этим последовало прекращение практики автоматического эмиссионного финансирования дефицита государственного бюджета и постепенное сокращение помощи центрального банка для финансирования государственного бюджета по субсидированным ставкам.

310. Доля чистого рыночного заимствования в финансировании валового дефицита бюджета постепенно возросла с 21 процента в 1991–1992 году до 66,2 процента в настоящее время. Это происходило несмотря на сокращение предоставленных законом преимущественных прав. Нормативы обязательных резервов были снижены. Установленный законом норматив ликвидности (SLR) (требуемый, чтобы банки инвестировали определенный процент от суммы своих обязательств в государственные ценные бумаги) был уменьшен с пикового уровня в 38,5 процента в 1990 году до 25 процентов в 1997 году (в настоящее время он остается на уровне 25 процентов, что является законодательно установленным минимумом). Норма кассовых резервов (CRR) (банки обязаны хранить определенный процент от суммы своих обязательств в форме кассовых средств в РБИ) также была снижена с высокого уровня в 25 процентов в 1992 году (включая CRR на прирост обязательств) до 5 процентов в июне 2002 года.

311. Стратегия управления долгом начала ориентироваться, с одной стороны, на процентный риск и риск рефинансирования, которые присущи управлению государственным долгом, и с другой стороны, на цели денежно-кредитной политики, с тем чтобы политика управления долгом не противоречила целям денежно-кредитной политики. Такая стратегия, в свою очередь, потребовала от официальных органов развития институциональной, инфраструктурной и нормативно-правовой основы рынка государственных ценных бумаг.

## **А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы**

### **Цель**

312. Цель политики управления долгом с годами менялась. Первоначально она была направлена, главным образом, на минимизацию стоимости заимствования, но в настоящее время цель заключается в минимизации стоимости заимствования в долгосрочной перспективе с учетом имеющихся рисков, при одновременном обеспечении согласованности политики управления долгом с денежно-кредитной политикой.

### **Сфера охвата**

313. Согласно бюджетным классификациям, принятым в Индии в настоящее время, обязательства, составляющие долг центрального правительства, делятся на три группы, а именно: внутренний долг, внешний долг и «прочие обязательства».

314. Внутренний долг и внешний долг составляют государственный долг Индии и обеспечиваются Консолидированным фондом Индии, который отражается в разделе «*Консолидированный фонд Индии — счет капитала*» годового финансового отчета по бюджету Союза. Статья 292 Конституции Индии предусматривает установление лимита государственного долга, обеспечиваемого Консолидированным фондом Индии, но запрещает учитывать «*прочие обязательства*» в разделе «Государственный счет». Статья 293 Конституции Индии содержит аналогичное положение относительно заимствований штатов, согласно которому законодательные органы штата имеют полномочия устанавливать лимиты заимствований штата под обеспечение Консолидированного фонда штата. Однако полномочия штата по осуществлению заимствований распространяются только на внутренний долг, и штат обязан предварительно получать разрешение Правительства Индии, если он имеет непогашенные займы, выданные ему Правительством Индии.

315. *Внутренний долг* включает рыночные займы, специальные ценные бумаги, выпущенные для Резервного банка Индии (РБИ), компенсационные и другие облигации, казначейские векселя, размещенные в РБИ, среди правительств штатов, коммерческих банков и других сторон, а также необращающиеся беспроцентные ценные бумаги в рупиях, размещенные среди внутренних финансовых учреждений. Внутренний долг подразделяется на рыночные займы, другие долго- и среднесрочные заимствования и краткосрочные заимствования и отражается в разделе доходов бюджета правительства Союза. *Внешний долг* представляет собой займы, полученные от иностранных правительств и учреждений. Обязательства, не относящиеся к внутреннему и внешнему долгу, включают другие процентные обязательства правительства, такие как почтовые сберегательные депозиты, депозиты в рамках программ мелких сбережений, займы, привлекаемые с помощью почтовых кассовых сертификатов, резервные фонды, процентные резервные фонды министерств, например, железных дорог и связи, и некоторые другие депозиты.

316. «Прочие обязательства» правительства возникают на его счетах при выполнении в большей степени роли банкира, чем заемщика. Поэтому такие заимствования, не обеспеченные Консолидированным фондом Индии, отражаются как часть государственного счета. Более того, некоторые статьи «прочих обязательств», такие как мелкие сбережения, по своему характеру являются скорее автономными потоками, которые в значительной степени определяются предпочтениями хозяйствующих субъектов и относительной привлекательностью данных инструментов. Тем не менее следует подчеркнуть, что все рассматриваемые обязательства являются обязательствами правительства.

317. Согласно предварительным данным по фактическому исполнению бюджета на 2001–2002 год, валовой дефицит бюджета центрального правительства, составивший 6 процентов ВВП, на 69,4 процента был профинансирован за счет заимствований на внутреннем рынке и на 26,1 процента — за счет прочих обязательств. За счет внешнего финансирования было покрыто лишь 1,6 процента валового дефицита бюджета. Согласно бюджетным оценкам на 2002–2003 год, валовой дефицит бюджета центрального правительства запланирован в размере 5,3 процента ВВП и должен быть профинансирован на 70,7 процента за счет заимствований на внутреннем рынке, на 28,7 процента за счет прочих обязательств, а вклад внешнего финансирования составит лишь 0,6 процента.

#### **Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой**

318. Резервный банк Индии выступает в роли управляющего долгом Правительства в части рыночного внутреннего долга. Поскольку РБИ также отвечает за денежно-кредитное регулирование, существует необходимость координации политики управления долгом с денежно-кредитной политикой, особенно с учетом крупной программы рыночных заимствований, которая должна быть реализована по ставкам, определяемым рыночными условиями. Во время подготовки бюджета проводятся консультации между Правительством Индии и РБИ относительно общего объема программы рыночных заимствований центрального правительства и совокупных рыночных заимствований всех штатов.

319. Необходимая координация между политикой управления долгом, налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой достигается за счет:

- Комитета по финансовым рынкам (КФР) в структуре РБИ (представленного руководителями департаментов, отвечающих за управление долгом, денежно-кредитную политику и управление валютными резервами), который на своих ежедневных совещаниях оценивает состояние рынков, ликвидность и рассматривает другие возникающие финансовые вопросы;
- участия должностных лиц, занятых в сфере управления долгом, в стратегических совещаниях по стратегии денежно-кредитной политики, проводимых не реже одного раза в месяц;
- учреждения Постоянного комитета по управлению кассовыми средствами и долгом (в который входят представители РБИ, ответственные за управление долгом и

выполнение банковских функций для правительства, и представители Министерства финансов и Правительства Индии, ответственные за подготовку бюджета, налогово-бюджетную политику и государственные счета), который проводит заседания один раз в месяц;

- проводимых ежегодно перед утверждением бюджета совещаний по согласованию кассового бюджета с финансовыми ресурсами правительства, включая ресурсы субнациональных органов управления.

320. На начальных этапах развития рынка, особенно для стран, имеющих, как Индия, большой объем чистых рыночных заимствований (3–4 процента ВВП за последний период), возложение на центральный банк ответственности и за управление долгом, и за денежно-кредитное регулирование дает преимущество надлежащей координации мер политики. Однако на этом раннем этапе, по мере того как рынки развиваются, экономика открывается для потоков капитала, и частный сектор начинает вносить большой вклад в экономическую активность, возникает потребность в независимом денежно-кредитном регулировании и отделении функции управления долгом от центрального банка. В соответствии с проектом Закона о налогово-бюджетной ответственности и управлении бюджетом (который в настоящее время находится на рассмотрении в Парламенте) и в качестве первого шага в направлении отделения управления долгом от денежно-кредитного регулирования предлагается в течение трехлетнего периода прекратить участие РБИ в операциях на первичном рынке государственных ценных бумаг.

321. Принципиально одобрен подход, в соответствии с которым функция управления долгом должна быть отделена от центрального банка. Однако разделение этих двух функций будет зависеть от выполнения трех предварительных условий — разумный контроль над дефицитом бюджета, развитие финансовых рынков и внесение необходимых изменений в законодательство. Фактическое обособление функций управления долгом будет зависеть от того, в какой степени и как быстро может быть снижен дефицит бюджета. Чтобы удовлетворить серьезные потребности правительства в заимствованиях и минимизировать влияние этих потребностей на процентные ставки, время от времени проводится частное размещение ценных бумаг в РБИ, либо он участвует в операциях на первичном рынке в качестве неконкурентного покупателя с последующей продажей таких ценных бумаг на рынке при улучшении ситуации. Прекращение участия РБИ в операциях на первичном рынке рассматривается как первый шаг к отделению функций управления долгом от денежно-кредитного регулирования. Таким образом, снижение дефицита бюджета представляется необходимым предварительным условием для обеспечения того, чтобы государственные заимствования не нарушали нормального функционирования финансовых рынков, что позволит осуществить плавный переход к обособлению функции управления долгом. Значительные успехи в развитии и интеграции финансовых рынков были достигнуты с введением новых инструментов и образованием новых участников, укреплением институциональной инфраструктуры и внесением большей четкости в нормативную основу. В области законодательства двумя важными факторами являются: 1) предложенная поправка к Закону об РБИ, отменяющая обязательность управления государственным долгом со стороны РБИ и предоставляющая центральному правительству свободу выбора — осуществлять управление долгом самостоятельно или поручить это

какому-либо иному независимому органу; 2) проект Закона о налогово-бюджетной ответственности и управлении бюджетом, с помощью которого планируется поставить под контроль дефицит бюджета.

### **Правовая основа**

322. Конституция Индии наделяет исполнительные государственные органы полномочиями по осуществлению заимствований под обеспечение Консолидированного фонда Индии либо соответствующего штата в пределах лимитов (если таковые определяются), которые могут время от времени устанавливаться в законодательном порядке Парламентом или законодательными органами соответствующего штата.

323. В то время как Парламент или законодательные органы штата предоставляют полномочия на осуществление заимствований путем утверждения бюджета, РБИ как агент правительства (как Союза, так и штатов) реализует эту программу заимствований.

324. Установленные законом полномочия РБИ, необходимые для управления долгом, определены в Законе о Резервном банке Индии 1934 года. В то время как управление государственным долгом Правительства Союза является обязательной функцией РБИ, управление государственным долгом правительств различных штатов РБИ осуществляет на основе соглашений.

325. Процедурные аспекты деятельности по управлению долгом регулируются Законом о государственном долге 1944 года и установленными в соответствии с ним правилами в отношении государственного долга. С учетом технологических изменений и других событий, происходящих на рынке государственных ценных бумаг, официальные органы заинтересованы в том, чтобы заменить Закон о государственном долге 1944 года на более современный, представленный проектом Закона о государственных ценных бумагах.

326. Были предложены поправки к Закону о Резервном банке Индии, с тем чтобы отменить обязательность управления государственным долгом со стороны РБИ и разрешить правительству поручать функцию управления государственным долгом любому агенту. Это устранило бы юридический барьер на пути выведения функции управления долгом из сферы деятельности РБИ.

### ***Организационная структура***

327. Все функции управления долгом в части рыночного внутреннего долга в настоящее время осуществляются в Резервном банке Индии, хотя и разными департаментами. Функции промежуточного отдела, связанные с принятием решений о структуре сроков погашения и сроках эмиссии, осуществляются при консультациях с Министерством финансов.



328. Что касается управления внешним долгом, в качестве операционных отделов выступают, помимо Резервного банка Индии, несколько территориальных отделов Департамента экономических вопросов Министерства финансов (МФ), например, отдел МВФ и Всемирного Банка, отдел ЕЦБ, отдел АзБР, отдел ЕЭС и отдел Японии. Подразделение по управлению внешним долгом в составе Министерства финансов выполняет функции промежуточного отдела, а отдел контролера счетов помощи и аудита Министерства финансов действует в качестве отдела обработки документации.

329. РБИ наделен полномочиями по управлению государственным долгом (как правительства Союза, так и правительств штатов (провинций)) в соответствии с положениями Закона о Резервном банке Индии 1934 года. В то время как управление долгом Союза возложено на РБИ в законодательном порядке, управление долгом штатов РБИ осуществляет на основе взаимных соглашений между центральным банком и соответствующими штатами. Так, РБИ отвечает за управление программой рыночных займов (ПРЗ) правительств Союза и штатов.

330. В структуре РБИ функцию управления долгом выполняет Сектор управления внутренним долгом. Его основные функции включают составление базового календарного графика первичной эмиссии, определение желаемой структуры сроков погашения долговых обязательств, разработку инструментов и методов привлечения ресурсов, определение объемов и сроков эмиссии и принятие других важнейших решений с учетом потребностей правительства, рыночной конъюнктуры и предпочтений различных сегментов рынка при одновременном обеспечении согласованности общей стратегии с основными целями денежно-кредитной политики. Данный Сектор также занимается проведением аукционов.

331. Фактическое получение заявок и функции проведения расчетов осуществляются различными отделами РБИ. Разные отделы по управлению государственным долгом также выполняют регистрационные и депозитарные функции и ведут счета ценных бумаг, в том числе в бездокументарной форме. Центральные счета ведет Департамент государственных и банковских счетов.

332. Периодически Комитетом по управлению кассовыми средствами и долгом принимаются решения по реализации программы займов на основе предложений Сектора и с учетом предпочтений рынка. Это постоянный комитет, состоящий из должностных лиц МФ и РБИ. Он представляет собой официальный канал рабочих взаимоотношений между МФ и РБИ, однако его деятельность дополняется регулярными контактами между Отделами бюджета и расходов МФ и РБИ.

333. Еще один постоянный комитет — это Технический консультативный комитет по денежному рынку и рынку государственных ценных бумаг, который консультирует РБИ по вопросам развития и регулирования рынка государственных ценных бумаг. В этот комитет входят ведущие представители финансового сектора, представители рыночных ассоциаций, таких как Ассоциация первичных дилеров Индии и Ассоциация Индии по инструментам денежного рынка с фиксированным доходом и производным финансовым инструментам, а также представители взаимных фондов, академических кругов и Правительства.

334. В соответствии с требованиями законодательства деятельность подразделений, выполняющих функции управления долгом, подлежит аудиту, который проводится в РБИ с охватом всех его функциональных подразделений. В соответствующих департаментах РБИ также проводится внутренний аудит, включая управленческий и параллельный аудит. Отдельные финансовые счета для операций по управлению долгом в РБИ не готовятся, поэтому эти операции не могут быть подвергнуты формальному аудиту. Однако при ведении бухгалтерского учета операций по управлению долгом Генеральным контролером счетов, правительственным органом, аудит этих счетов осуществляет Генеральный контролер-ревизор счетов, представляющий собой конституционный орган.

335. В то время как выполнение функций управления внутренним долгом впоследствии отражается в Годовом отчете РБИ, составление которого является законодательным требованием и который представляется Парламенту, выполнение функций управления внешним долгом отражается в Годовом отчете о состоянии внешнего долга, который представляет Парламенту министр финансов.

## **В. Система управления рисками и стратегия управления долгом**

### **Система управления рисками**

336. Ввиду крупного дефицита бюджета центрального правительства, составлявшего в 1990-е годы 5–7 процентов ВВП, существует необходимость обеспечения долгосрочных стабильных условий для содействия экономическому росту при стабильности цен. В сфере управления внешним долгом правительство Индии избрало осторожный и постепенный подход к введению конвертируемости по счету операций с капиталом. Сначала были либерализованы финансовые потоки, не приводящие к образованию долга, а затем долгосрочные долговые потоки. Проведена частичная либерализация внешнего коммерческого заимствования — только в отношении средне- и долгосрочных займов. Осуществляется строгий контроль за краткосрочным внешним долгом и тщательно отслеживается размер дефицита счета текущих операций. На практике Правительство Индии не привлекает займы из внешних коммерческих источников, и краткосрочный внешний долг на государственном счете отсутствует. Довольно высока доля долга на льготных условиях, которая на конец марта 2002 года составляла почти 80 процентов суверенного внешнего долга. По срокам погашения государственный долг также сконцентрирован в долгосрочной части портфеля долговых обязательств.

337. Такая политика принесла дивиденды. Ограничения на операции с капиталом для резидентов и низкий уровень краткосрочных обязательств помогли Индии защититься от экономического кризиса в Восточной Азии в 1997–2000 годах. С годами наблюдалось значительное улучшение показателей внешнего долга. В настоящее время Индия считается страной «с низким уровнем задолженности» согласно классификации, приведенной Всемирным банком в издании «*Финансирование глобального развития*» (*Global Development Finance*). Бремя внешнего долга, измеряемое отношением долга к ВВП, было снижено почти наполовину — до 20 процентов на конец декабря 2001 года по сравнению с пиковым уровнем в 38,7 процента на конец марта 1992 года. Аналогичным образом бремя

обслуживания долга относительно валовых текущих внешних поступлений снизилось более чем наполовину — с пикового уровня в 35,3 процента в 1990–1991 году до 16,3 процента в 2000–2001 году. На фоне устойчивого сокращения краткосрочного долга уменьшилось и отношение краткосрочного долга к совокупному внешнему долгу с пикового значения на уровне 10,2 процента на конец марта 1991 года до 3,4 процента на конец марта 2001 года. В то же время, со значительным увеличением валютных резервов отношение краткосрочного долга к валютным активам снизилось за тот же период с 382 процентов до 8,8 процента.

338. В области внутреннего долга также существует естественный стимул для того, чтобы сосредоточить усилия на достижении долгосрочной устойчивости процентных ставок с учетом бюджетного сценария и других макроэкономических изменений, одновременно планируя структуру сроков погашения долга, а также компоненты долга с фиксированной ставкой, с плавающей ставкой и внешнего долга. Была сделана сознательная попытка избегать эмиссии краткосрочных долговых обязательств, долговых обязательств с плавающей ставкой и долговых обязательств, выраженных в иностранной валюте.

339. В первые годы перехода на рыночные ставки, с учетом предпочтений инвесторов, средний срок погашения новых долговых обязательств (выпускавшихся в течение года) составлял в период с 1992/1993 по 1998/1999 год от 5,5 до 7,7 года. По мере снижения инфляции и развития рынков, с учетом графика погашения существующего долга, а также ввиду необходимости сглаживания структуры сроков погашения долга и минимизации риска рефинансирования, политика управления долгом была сознательно направлена на увеличение сроков погашения долга. Поэтому средний срок погашения новых долговых обязательств, выпущенных после 1998/1999 года (выпускавшихся в течение года), превышал 10 лет, а в текущем году по декабрь 2001 года средний срок погашения займов, выпущенных в течение года, составил примерно 14 лет. Средний срок погашения совокупного накопленного долга, который в марте 1998 года был равен примерно 6 годам, на конец декабря 2001 года составлял приблизительно 8,20 года.

340. При эмиссии долговых обязательств принимается во внимание компромисс между использованием благоприятной рыночной конъюнктуры (что связано с дополнительными расходами на текущее обслуживание) и привлечением средств непосредственно в момент возникновения в них потребности (что создает риск неопределенности рыночной конъюнктуры). В течение года, чтобы предотвратить повышение изменчивости ситуации на рынках из-за непредсказуемых крупных заимствований со стороны правительства или из-за неопределенности ситуации на валютных рынках, РБИ иногда приобретает первичные выпуски долговых обязательств путем их частного размещения у себя самого. Впоследствии, когда улучшается ситуация с ликвидностью и снижается неопределенность, эти долговые обязательства продаются на вторичном рынке. Чтобы минимизировать риск, возникающий в результате иногда имеющего место участия РБИ в первичных аукционах (что приводит к увеличению денежной базы), РБИ осуществляет активные операции на открытом рынке с учетом потребностей системы в ликвидных средствах для внутренних и внешних операций.

341. Однако основной риск, связанный с управлением долгом, касается объема самого долга и давления, вызываемого необходимостью его обслуживания. Поэтому в рамках своей функции консультанта и как управляющий долгом РБИ постоянно призывает правительство Индии установить верхний предел для совокупного долга. Кроме того, РБИ оказал техническое содействие в подготовке проекта Закона о бюджетной ответственности и управлении бюджетом (ЗБОУБ) для обеспечения минимизации степени уязвимости страны. ЗБОУБ, который в настоящее время находится на рассмотрении в Парламенте, предусматривает плановое сокращение дефицита бюджета, особенно дефицита доходов и отношения совокупного долга к ВВП, а также прекращение участия РБИ в первичном размещении долговых обязательств.

### **Стратегия**

342. Учитывая объем программы рыночных заимствований Союза и штатов, подход к управлению рисками заключался в минимизации затрат на привлечение заемных средств с учетом риска рефинансирования. Таким образом, решения о структуре и сроках погашения долга отражают стремление избежать рисков в условиях существующего дефицита бюджета и вероятных дефицитов бюджета в будущем. Эти решения основаны на трех принципах:

- минимизация риска рефинансирования;
- минимизация внешнего долга;
- минимизация долга с плавающей ставкой.

Одновременно с этим усилия были сосредоточены на том, чтобы обеспечить долгосрочную устойчивость процентных ставок.

343. Что касается внешнего долга, акцент был сделан на привлечении относительно льготных займов с наибольшим сроком погашения. В последнее время Правительство Индии придерживается также политики досрочного погашения части долга перед многосторонними учреждениями и перед индивидуальными странами по двусторонним соглашениям. В некоторых случаях сроки погашения и процентные ставки дорогих займов были реструктурированы странами-кредиторами.

344. Стремление избегать накопления внешнего суверенного долга и долга с плавающей ставкой привело к существенному снижению уязвимости страны. Согласно пересмотренным оценкам на 2001/2002 год, внутренний долг составляет примерно 61 процент совокупных обязательств, а прочие внутренние обязательства составляют 24 процента совокупных непогашенных обязательств центрального правительства (см. таблицу 2 в приложении). На внешний долг (по текущему валютному курсу), который включает, главным образом, задолженность перед многосторонними учреждениями и перед отдельными странами по двусторонним соглашениям, приходится примерно 15 процентов совокупных обязательств. Нерыночным долгом, состоящим в основном из привлеченных

мелких сбережений, управляет Правительство. Наличие риска рефинансирования очень хорошо осознается. Политика управления долгом ориентирована, главным образом, на управление структурой сроков погашения долговых обязательств и определение доли 364-дневных казначейских векселей в общей программе заимствований, а также доли долга с плавающей ставкой.

345. Процесс консолидации долга, связанный с доразмещением и повторным размещением существующих обязательств, помог более или менее удержать число выпусков облигаций на уровне конца 1998–1999 года. Результаты процесса консолидации можно оценить по тому факту, что из 110 непогашенных займов<sup>31</sup> на 43 займа (39 процентов) приходится 77 процентов всего запаса рыночного долга. С другой стороны, ввиду значительных и продолжающих расти чистых заимствований правительства ощущалась необходимость увеличения сроков погашения государственного долга, чтобы минимизировать риск рефинансирования. На займы, срок погашения которых наступает в течение следующих 5 лет, приходится 31 процент совокупного запаса долга<sup>32</sup>, и еще 37 процентов займов подлежат погашению через 6–10 лет. Таким образом, примерно 32 процента займов должны быть погашены более чем через 10 лет. Средневзвешенный срок погашения всего запаса долга на конец 2001 года составлял примерно 8,20 года, по сравнению с примерно 6 годами на 31 марта 1998 года.

346. Доразмещения долговых обязательств посредством аукционов по цене (в отличие от проводившихся ранее аукционов по доходности) были введены в практику в 1999 году и значительно повысили ликвидность рынка и способствовали появлению на рынке эталонных ценных бумаг. Кроме того, такие доразмещения способствовали процессу выявления цены, выступая в роли заместителя рыночной цены размещения.

347. Отзыв многочисленных существующих займов с обменом на несколько эталонных ценных бумаг не был признан целесообразным ввиду административных сложностей, связанных с этим затрат и правовых проблем. В отсутствие профицита бюджета и нормативного положения об отзыве существующих ценных бумаг такую форму активной консолидации было бы трудно реализовать.

348. Однако, как было сказано выше, в течение 2001/2002 года правительство произвело досрочное погашение части дорогого внешнего долга перед многосторонними учреждениями и реструктурировало некоторую часть дорогого внешнего долга перед странами по двусторонним соглашениям. Кроме того, оно позволило отдельным предприятиям государственного сектора произвести досрочное погашение части своего дорогого внешнего долга, гарантированного государством. Эта политика помогла уменьшить размер суверенного внешнего долга, а также в некоторой степени сократить условные обязательства правительства.

---

<sup>31</sup> Данные на конец 2001 года.

<sup>32</sup> Эти данные также на конец 2001 года.

### **Управление кассовыми средствами**

349. В 1994 году произошло важное событие: Правительство Индии и РБИ заключили соглашение о том, чтобы в течение трех лет постепенно отказаться от системы автоматического эмиссионного финансирования дефицита бюджета. Таким образом, с 1 апреля 1997 года система финансирования правительства посредством выпуска специальных казначейских векселей была упразднена. В соответствии с новым механизмом была введена система бюджетных ссуд (БС), помогающая Правительству Индии решать проблемы временных несоответствий между его кассовыми потоками. В рамках этой системы был установлен лимит БС правительству, и после достижения 75 процентов этого лимита РБИ мог начать привлечение средств на рынке от имени правительства. Введение такого механизма, безусловно, означало, что правительство должно финансировать свои бюджетные потребности по ставкам, связанным с рыночными. С учетом тенденций, характерных для кассовых потоков правительства, на второе полугодие устанавливается более низкий лимит БС, чем на первое. Введение системы бюджетных ссуд потребовало повышения квалификации сотрудников РБИ в области активного управления долгом, а также высветило необходимость эффективного управления кассовыми средствами со стороны правительства. Соответственно, если на счете правительства остаются излишки средств, они инвестируются в его собственные ценные бумаги, имеющиеся в портфеле РБИ, что снижает как величину чистых займов у РБИ, так и расходы на них.

350. РБИ также предоставляет бюджетные ссуды штатам. Лимиты БС устанавливаются по формуле, привязанной к поступлениям доходов и капитальным расходам штатов. После достижения лимитов на счетах возникает овердрафт, который не только ограничен по размеру лимитом БС, но и не может сохраняться дольше 12 рабочих дней. С этого момента платежи от имени соответствующего правительства штата прекращаются.

351. Излишки средств штатов инвестируются в специальные промежуточные казначейские векселя центрального правительства. Поскольку эти инструменты при необходимости могут быть в любой момент переучтены, процентная ставка по ним фиксирована на уровне банковской ставки минус 1 процент. По запросу правительств штатов РБИ также инвестирует излишки их средств в ценные бумаги Правительства Индии с фиксированным сроком, которые он предлагает из своего инвестиционного портфеля по ценам, действующим на вторичных рынках.

### **Условные обязательства**

352. Условные обязательства центрального правительства возникают в связи с той ролью, которую оно играет в поощрении частных сбережений и инвестиций посредством предоставления гарантий. Условные обязательства центрального правительства могут быть как внутренними, так и внешними, а также по своему характеру они могут быть прямыми или косвенными. Внутренние условные обязательства центрального правительства представляют собой прямые гарантии по внутреннему долгу, затраты на рекапитализацию предприятий государственного сектора или обязательства по выплате пенсий, не обеспеченные резервами. Внешние условные обязательства представляют собой прямые

гарантии по внешнему долгу, гарантии валютного курса по внешнему долгу, например, по облигациям Resurgent India и депозитам Indian Millennium, а также контр-гарантии, предоставленные иностранным инвесторам, принимающим участие в проектах развития инфраструктуры, особенно в сфере электроэнергетики. Хотя с бухгалтерской точки зрения условные обязательства не являются частью государственного долга, они могут серьезно ухудшить состояние государственных финансов в случае дефолта.

353. Совокупный объем непогашенных прямых кредитных гарантий, выданных центральным правительством по внутреннему и внешнему долгу, оставался стабильным на уровне примерно 1000 миллиардов рупий с конца марта 1994 года по конец марта 1999 года. В то время как внутренние гарантии за соответствующий период незначительно увеличились, произошло абсолютное снижение гарантий по внешнему долгу. При этом по отношению к ВВП как внутренние, так и внешние гарантии снизились за 1993–1999 годы на 3 процентных пункта. Таким образом, совокупный гарантированный долг центрального правительства стабильно снижался — с 11,8 процента ВВП в 1993–1994 году до 5,9 процента в 1998–1999 году.

354. Кроме того, гарантия валютного курса по внешнему долгу также сказывается на состоянии финансов центрального правительства. Например, в случае облигаций Resurgent India в соответствии с соглашением убытки из-за изменения валютного курса, превышающие 1 процент от совокупного объема займа в иностранной валюте, составляющего эквивалент 4,2 миллиарда долларов США, должно компенсировать Правительство Индии. Размер таких убытков за период с августа 1998 года, когда впервые были выпущены эти облигации, будет зависеть от валютного курса, который будет действовать в момент их погашения в 2003 году. Совсем недавно аналогичная гарантия валютного курса была предоставлена на сумму в 5,5 миллиарда долларов США, привлеченную посредством депозитов India Millennium с октября по ноябрь 2000 года. В случае контр-гарантий, предоставляемых иностранным инвесторам, участвующим в проектах развития инфраструктуры, аналогичные риски возникают для государственного казначейства. В то же время растет объем косвенных внутренних условных обязательств, связанных с пенсионными фондами.

*Установленные законом верхние пределы на государственный долг и условные обязательства*

355. Имея наследие в форме огромного бремени государственного долга и процентов по нему вследствие сохранявшегося длительное время дефицита бюджета, что все более ограничивало возможности маневра в управлении бюджетной сферой, центральное правительство недавно внесло в Парламент проект Закона 2000 года о налоговой ответственности и управлении бюджетом. Предложенный закон направлен на достижение межвременного равновесия в области управления бюджетом и долгосрочной макроэкономической стабильности. Это должно быть достигнуто за счет достаточного превышения доходов над расходами, ликвидации дефицита бюджета и устранения бюджетных препятствий для действенного проведения денежно-кредитной политики и благоразумного управления долгом, согласующегося с задачей достижения устойчивости

бюджета за счет лимитов на займы, долг и дефицит центрального правительства, и повышения прозрачности налогово-бюджетных операций. В этой связи конкретными целями в сфере управления долгом являются сокращение совокупных обязательств центрального правительства (включая внешний долг по текущему валютному курсу) в течение следующих десяти лет и удержание его в пределах 50 процентов ВВП. Одновременно центральное правительство не должно получать заемных средств от РБИ путем покупки последним первичных выпусков ценных бумаг центрального правительства.

356. Кроме того, в законе делается попытка ограничить условные обязательства путем введения лимита на гарантии в размере 0,5 процента ВВП в течение любого финансового года. В частности, прозрачность бюджетных отчетов предполагает раскрытие информации по условным обязательствам, созданным в результате выдачи гарантий, включая гарантии финансирования валютного риска по любым операциям, все требования и формальные обязательства центрального правительства, которые могут сказаться на бюджете.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

#### **Необходимость и подход**

357. Поскольку РБИ является управляющим долгом Правительства, развитие емких и ликвидных рынков государственных ценных бумаг имеет для него решающее значение, так как облегчает выявление цен и сокращает расходы по государственному долгу. Такие рынки также обеспечивают эффективный механизм передачи воздействия денежно-кредитной политики, облегчают введение инструментов хеджирования и установление цен на них и создают эталон для других долговых инструментов. Поэтому РБИ как орган денежно-кредитного регулирования заинтересован в развитии рынков долговых обязательств. Ликвидные рынки ведут к более прозрачной и правильной стоимостной оценке финансовых активов; они также способствуют более качественному управлению рисками и потому чрезвычайно полезны для РБИ как органа регулирования финансовой системы. По мере интеграции системы в глобальные рынки необходимо обеспечить недорогие услуги финансового посредничества на внутренних рынках, иначе выполнение этих посреднических функций переместится за границу. Это подкрепляет аргумент в пользу развития внутренних рынков долговых обязательств.

358. Поэтому с начала 1990-х годов РБИ сознательно работает над развитием рынков государственных ценных бумаг путем проведения тщательно и осторожно расставленных в определенной последовательности мер в рамках четко очерченной схемы формирования первичных и вторичных рынков, развития институциональной основы, расширения круга участников и набора инструментов, введения надежной практики проведения трейдинговых операций и расчетов, распространения рыночной информации, и принятия пруденциальных принципов стоимостной оценки, учета и раскрытия информации.



## **Первичные дилеры**

359. Для развития как первичных, так и вторичных рынков государственных ценных бумаг в Индии была принята система первичных дилеров. Эта система действует с 1996 года. Цель создания институционального механизма первичных дилеров заключается в том, чтобы обеспечить появление за рамками РБИ андеррайтеров и маркет-мейкеров по государственным ценным бумагам, с тем чтобы центральный банк постепенно отошел от выполнения этих функций. Еще одна цель — укрепление инфраструктуры рынка государственных ценных бумаг, чтобы сделать его более активным, ликвидным и расширить его базу. Среди промежуточных задач — улучшение системы торговли на вторичном рынке, что будет содействовать выявлению цен, повысит ликвидность и оборот и будет способствовать добровольному хранению государственных ценных бумаг более широким кругом инвесторов, а также сделать первичных дилеров действенным каналом проведения операций на открытом рынке.

360. В круг их обязанностей входит ежегодная подача в РБИ обязательств по участию в торгах — приобретению первичных выпусков отдельных государственных ценных бумаг и выставлению двусторонних котировок по ним. Ежегодные обязательства по участию в торгах определяются в ходе переговоров между РБИ и первичными дилерами. Серьезность обязательств обеспечивается установлением доли успешных заявок (40 процентов), привязываемой к обязательствам по участию в торгах. РБИ в свою очередь предоставляет дилерам поддержку ликвидности. Эта поддержка, которая в первые годы полностью представляла собой постоянно действующий механизм (поддержка ликвидности была привязана к объему обязательств по участию в торгах и активности на вторичном рынке, с установлением верхнего предела этой поддержки на уровне определенного процента чистой стоимости их капитала), в настоящее время постепенно сокращается. Первичные дилеры, наряду с банками, могут участвовать в предлагаемом РБИ Механизме уравнивания ликвидности (LAF), в рамках которого РБИ осуществляет операции на рынке в форме РЕПО и обратных РЕПО.

361. Первичные дилеры по существу представляют собой высоко капитализированные небанковские финансовые компании, созданные как дочерние предприятия банков и финансовых учреждений или как независимые корпорации и являющиеся центральными участниками рынка государственных ценных бумаг. В настоящее время существует 18 первичных дилеров, уполномоченных РБИ.

362. Кроме того, РБИ предусмотрел последующее создание институционального механизма дилеров второго эшелона для содействия работе первичных дилеров, с главной целью развития розничного рынка государственных долговых обязательств. Как подсказывает их название, дилеры второго эшелона должны установить отношения с одним из первичных дилеров, и поэтому РБИ не предоставлял им таких же привилегий, как и первичным дилерам. Впоследствии отсутствие доступа к денежному рынку средств до востребования и препятствия к проведению операций на рынке РЕПО (включая запрет на продажу ценных бумаг, приобретенных по соглашениям РЕПО, и запрет на короткие продажи) ограничили операции дилеров второго эшелона. Поэтому данная система так и не

получила распространения. Некоторые из дилеров второго эшелона впоследствии стали первичными дилерами, а остальные работали только в качестве брокеров.

## **Брокеры**

363. Хотя банкам рекомендуется по возможности проводить операции напрямую, не обращаясь к брокерам, они могут совершать сделки с государственными ценными бумагами через брокеров-членов Национальной фондовой биржи, Бомбейской фондовой биржи и Индийского внебиржевого рынка (ИВР). Примерно 35 процентов сделок совершаются на внебиржевом рынке. Остальные сделки заключаются через брокеров-членов бирж и учитываются на этих биржах. После выявления нарушений на рынке ценных бумаг, в том числе мошеннических контактов между брокерами и банками, РБИ рекомендовал банкам проводить не более 5 процентов своих сделок через одного брокера.

## **Инструменты**

364. В начале 1990-х годов, помимо выпуска облигаций с фиксированной ставкой, проводились эксперименты с выпуском разнообразных инструментов, таких как бескупонные облигации, акции, оплату которых инвесторы могли производить в рассрочку, облигации с плавающей ставкой и облигации, индексированные по капиталу.

365. Учет требований различных сегментов рынка, необходимость сглаживания динамики погашения за несколько лет и необходимость сосредоточиться на выпуске новых ценных бумаг в ключевых, эталонных сегментах сроков погашения — все эти факторы привели к тому, что в последние несколько лет выпускаются ценные бумаги со сравнительно более длительными сроками погашения. РБИ, насколько это возможно, старается выпускать ценные бумаги на всех участках кривой доходности. В то время как увеличение сроков погашения удовлетворяет долгосрочных инвесторов, таких как страховые компании, пенсионные/резервные фонды, оно привело к несоответствиям активов и обязательств в банковском секторе, который остается основным конечным инвестором и держателем государственных ценных бумаг. Осознавая это, РБИ стремится развивать рынок STRIPS по государственным ценным бумагам. На веб-сайте РБИ размещена информационная статья об этом рынке для ознакомления с ней более широкого круга заинтересованных сторон<sup>33</sup>.

366. Более того, для облегчения управления процентным риском РБИ вновь ввел в ограниченном объеме облигации с плавающей ставкой (ОПС). Впервые ОПС были выпущены в 1995 году. В настоящее время на выпущенные и непогашенные ОПС приходится менее 1,5 процента совокупного долга. Эксперименты с облигациями с возможностью досрочного погашения также не проводились, учитывая объем совокупного долга, новую эмиссионную программу и риск рефинансирования.

---

<sup>33</sup> [www.rbi.org.in](http://www.rbi.org.in)

## **Процедуры эмиссии**

367. Государственные ценные бумаги обычно продаются через аукцион. Иногда они выпускаются в текущем порядке, с фиксированным купоном. Основные характеристики процедур эмиссии сведены в единый нормативный документ и представлены общественности в форме Государственного уведомления, носящего название «общего уведомления». Обычно за три-семь дней до эмиссии/аукциона до сведения общественности доводится подробная информация о каждом выпуске.

368. При подготовке календарного графика эмиссии необходимо найти компромисс между определенностью для рынка и гибкостью для эмитента с точки зрения времени выхода на рынок. Неопределенность динамики кассовых потоков Правительства также существенно ограничивает возможности публикации календарного графика эмиссии. Предварительный график эмиссии обращающихся на рынке ценных бумаг Правительства Индии с установленным сроком впервые был опубликован в апреле 2002 года на первую половину бюджетного года. После этого в сентябре 2002 года был объявлен предварительный график заимствований на вторую половину бюджетного года. Ожидается, что практика объявления календарного графика заимствований дважды в год будет продолжена, с тем чтобы институциональные и розничные инвесторы могли лучше планировать свои инвестиции, а также чтобы обеспечить большую прозрачность и стабильность рынка государственных ценных бумаг. Уже существует предварительно объявленный календарный график эмиссии казначейских векселей через аукционы.

369. Для штатов РБИ обычно предпочитает метод предварительного объявления купона, и доходность фиксируется на уровне примерно на 25 базисных пунктов выше ставки, действующей на рынке ценных бумаг Правительства Союза с аналогичным сроком погашения.

370. К участию в аукционах по государственным ценным бумагам допускаются частные лица, учреждения, пенсионные фонды, резервные фонды, граждане Индии-нерезиденты (ГИН), иностранные корпорации (ИК) и иностранные институциональные инвесторы. Частные лица и мелкие инвесторы, такие как резервные и пенсионные фонды и корпорации, также могут участвовать на неконкурентной основе в аукционах по определенным выпускам государственных ценных бумаг с установленным сроком и в аукционах по казначейским векселям. Подача неконкурентных заявок разрешена с января 2002 года, и небольшая доля, до 5 процентов, распределяется среди участников, представивших неконкурентные заявки, по средневзвешенным ставкам отсечения. Заявки принимаются через банки и первичных дилеров. Основной используемый метод проведения аукционов — это аукцион с множественными ценами. Однако в последнее время РБИ начал в экспериментальном порядке применять метод аукциона с единой ценой.

371. В тех случаях, когда правительству необходимо срочно привлечь средства на рынке, а времени для подготовки рынка к публичной эмиссии недостаточно, РБИ приобретает его долговые обязательства в рамках частного размещения (по курсам, определяемым исходя из курсов вторичного рынка) и затем продает приобретенные таким образом ценные бумаги на

вторичном рынке, когда складывается благоприятная рыночная конъюнктура. В случае неопределенности спроса, когда ни РБИ, ни правительство не хотят принимать на себя риск неопределенности результатов аукциона, эмиссия осуществляется путем простых продаж без конкурентных торгов. Этот подход широко применяется для привлечения займов правительствами штатов.

### **Технические нововведения и механизм расчетов**

372. В настоящее время РБИ разрабатывает систему договорных торгов (СДТ), которая была введена в действие в феврале 2002 года. СДТ облегчает электронные торги на аукционах и обеспечивает сквозной расчет по сделкам, поскольку она связана с отделами по управлению государственным долгом и со счетами банков в РБИ. Банки, первичные дилеры и другие финансовые учреждения, в том числе взаимные фонды, с помощью этой электронной системы могут заключать сделки с государственными ценными бумагами в режиме реального времени и извещать систему обо всех совершенных сделках для проведения расчетов. Подробная информация обо всех сделках в прозрачной форме представляется рынку в СДТ. Кроме того, в октябре 2002 года РБИ, через свой веб-сайт, начал в режиме реального времени распространять данные о сделках с государственными ценными бумагами, проведенных с помощью СДТ.

373. Система «поставка против платежа» (ППП) (Метод I), введенная в 1995 году для расчетов по операциям с государственными ценными бумагами, значительно уменьшила расчетный риск и способствовала росту объема операций на вторичном рынке государственных ценных бумаг. Завершение текущих проектов и введение в действие соответствующих функциональных механизмов и продуктов, связанных с Клиринговой корпорацией Индии (ККИ), системой договорных торгов (СДТ), электронным переводом средств (ЭПС) и валовыми расчетами в режиме реального времени (ВРРВ), а также принятие предложенного Закона о государственных ценных бумагах (вместо действующего Закона о государственном долге 1944 года) приведут к значительному повышению эффективности и надежности рынка государственных ценных бумаг.

374. Клиринговая корпорация Индии (ККИ) была создана одновременно с СДТ в феврале 2002 года. ККИ выступает в качестве центрального контрагента в расчетах по прямым операциям и операциям РЕПО с государственными ценными бумагами. Расчеты через ККИ гарантируются этой корпорацией за счет созданного в ее рамках фонда гарантирования расчетов, финансируемого ее членами. Создание ККИ считается принципиальным шагом в развитии рынка государственных ценных бумаг, и в результате этого ожидается значительный рост рынка РЕПО.

375. Работа над системой валовых расчетов в режиме реального времени уже началась и, ожидается, что она приведет к дальнейшему совершенствованию системы платежей и расчетов.

## **Розничный рынок**

376. Резервный банк Индии поощряет более широкое участие розничных инвесторов в работе рынка государственных ценных бумаг. В рамках этих усилий РБИ развивает взаимные фонды первоклассных ценных бумаг с целью развития розничного рынка государственных ценных бумаг. Фонды первоклассных ценных бумаг — это взаимные фонды, 100 процентов капитала которых вложены в государственные ценные бумаги; фонд в свою очередь продает свои паи инвесторам. РБИ предлагает взаимным фондам ограниченную поддержку ликвидности в форме РЕПО для содействия развитию косвенного розничного рынка государственных ценных бумаг.

377. РБИ разрешает участие в аукционах розничным инвесторам на неконкурентной основе в пределах 5 процентов от объявленного объема аукциона. Эта схема реализуется через банки и первичных дилеров.

378. Для повышения эффективности и упрощения розничных операций с государственными ценными бумагами предлагается создать систему торгов через электронные мониторы на базе распоряжений, которая бы работала через фондовые биржи, с надлежащими механизмами гарантирования расчетов.

## ***Координация управления государственным долгом с долгом частного сектора***

379. Наряду с активным управлением рыночным государственным долгом, РБИ уделяет особое внимание необходимости рационализации сохраняющейся системы директивных процентных ставок и режима налогообложения мелких сбережений и сбережений договорного характера, таких как резервные и пенсионные фонды. Это делается не только для того, чтобы минимизировать фактические издержки по совокупному долгу, но и чтобы привести процентные ставки по этим обязательствам в соответствие со ставками, определяемыми рынком. Государственные финансовые учреждения, или банковские учреждения долгосрочного развития, являются крупнейшими эмитентами долговых обязательств в неправительственном секторе, и поэтому для них были разработаны руководящие принципы, призванные гарантировать, что процентные ставки по выпускаемым ими долговым обязательствам не будут отклоняться от процентных ставок по государственным ценным бумагам с аналогичными сроками погашения более чем на некоторую установленную величину. РБИ не регламентирует долг корпораций, и когда он представляет Правительству Индии (Министерству финансов) информацию о допустимом уровне совокупного рыночного заимствования, РБИ учитывает потребности корпоративного сектора, которые подлежат удовлетворению как на кредитном рынке, так и на рынке капитала (долга).

## **Законы и нормативные положения**

380. Действующий Закон о государственном долге 1944 года предполагается заменить новым Законом о государственных ценных бумагах. Предлагаемый закон направлен на

упорядочение и упрощение процедур в отношении государственного долга центрального правительства и правительств штатов и будет отражать произошедшие изменения в операционных и технических условиях.

381. Согласно поправкам, внесенным в марте 2000 года в Закон о регулировании ценных бумаг (контрактов) (SCRA), РБИ был в прямой форме наделен полномочиями по регулированию операций на рынке государственных ценных бумаг, и тем самым была определена юрисдикция РБИ в отношении регулирования операций на рынке государственных ценных бумаг<sup>34</sup>.

382. В соответствии с действующей нормативной базой короткие продажи ценных бумаг не разрешаются.

### **Порядок налогообложения**

383. Что касается налогообложения, то государственные ценные бумаги не подлежат обложению удерживаемым у источника налогом. Прибыли от изменения цен рассматриваются и как доход, и как прирост стоимости капитала, в зависимости от характера операции, и инвесторам разрешается исчислять налог для уплаты как на кассовой основе, так и на основе принципа начисления. Такой порядок, однако, может вызвать искажения на рынке, когда появится рынок STRIPS по государственным ценным бумагам. Центральный совет по прямым налогам (CBDT) внес поправки в принципы налогообложения бескупонных облигаций и облигаций с глубоким дисконтом, введя требование, чтобы для целей налогообложения в расчет принимались прибыли в привязке к рынку за соответствующий год. Налоговые льготы по нерыночным долговым обязательствам, таким как мелкие сбережения, обычно искажающим образом воздействуют на рынок государственных ценных бумаг, и недавно комитет, возглавляемый заместителем управляющего РБИ, рекомендовал рационализировать порядок налогообложения таких инструментов.

### **Соблюдение стандартов КПРС/ИОСКО**

384. Подробное рассмотрение стандартов КПРС и ИОСКО проводится отдельно. Тем не менее ниже приводится общая информация о выполнении этих стандартов.

- *Предрасчетный риск.* В настоящее время все сделки между непосредственными участниками рынка подтверждаются напрямую между участниками в тот же день, с осуществлением расчетов в тот же или на следующий день, что минимизирует предрасчетный риск. В случае сделок, совершаемых через членов бирж, подтверждение дается в день T+0, но расчеты могут быть произведены вплоть до дня T+5.

---

<sup>34</sup> Совет по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) является органом регулирования рынка капитала. Деятельность обоих органов регулирования координирует Высший комитет по рынкам капитала.

- *Расчетный риск.* По всем сделкам, совершаемым банками, финансовыми учреждениями, первичными дилерами и взаимными фондами, имеющими «безбумажные» счета в Отделе государственного долга РБИ, расчеты проводятся индивидуально на валовой основе по системе «поставка против платежа». Совершенные сделки находятся в очереди до конца дня, когда окончательно становятся известны все результаты расчетов. В это время, если обнаруживается нехватка ценных бумаг или денежных средств, сделки признаются «неисполненными». Такие неисполненные сделки составили лишь примерно 0,01 процента от общего числа сделок в 2001 году и примерно 0,3 процента от общей суммы сделок в 2001 году. Создание ККИ позволило минимизировать как предрасчетный, так и расчетный риски благодаря ее способности предоставить гарантию расчетов с использованием различных систем управления рисками, включая создание фонда гарантирования расчетов.
- *Юридический риск.* Некоторые юридические механизмы защиты, которые рекомендованы для обеспечения надежности системы расчетов, в том числе права центральных контрагентов на использование средств фонда гарантирования расчетов в случае неплатежеспособности членов и т.д., еще только предстоит реализовать. Однако до внесения подробных законодательных изменений законность различных аспектов процесса расчетов достигалась путем разработки взаимных соглашений на основе договорного права, а также использования таких концепций, как новация, для обеспечения законности неттинга.

312. Приложение

Таблица 1. Непогашенные обязательства центрального правительства

(В десятках миллионов рупий, «крорах»)

Год	Внутренние обязательства (3+4)	Внутренний долг	Прочие внутренние обязательства	Внешний долг 1/	Совокупные непогашенные обязательства (2+5)	Скорректированный внешний долг 2/	Скорректированные совокупные непогашенные обязательства 2/ (2+7)
1	2	3	4	5	6	7	8
1990–1991	283 033	154 004	129 029	31 525	314 558	66 314	349 347
1991–1992	317 714	172 750	144 964	36 948	354 662	109 685	427 399
1992–1993	359 654	199 100	160 554	42 269	401 923	120 987	480 641
1993–1994	430 623	245 712	184 911	47 345	477 968	127 808	558 431
1994–1995	487 682	266 467	221 215	50 929	538 611	142 514	630 196
1995–1996	554 984	307 869	247 115	51 249	606 233	148 398	703 382
1996–1997	621 438	344 476	276 962	54 238	675 676	149 564	771 002
1997–1998	722 962	388 998	333 964	55 332	778 294	161 418	884 380
1998–1999	834 551	459 696	374 855	57 255	891 806	177 934	1 012 485
1999–2000	962 592	714 254	248 338	58 437	1 021 029	186 791	1 149 383
2000–2001	1 111 081	803 698	307 383	65 945	1 177 026	189 990	1 301 071
2001–2002	1 274 369	909 052	365 317	67 899	1 342 268	222 780	1 497 149
(пересмотр. оценки) 2002–2003 (бюджетные оценки)	1 444 248	1 021 739	422 509	68 520	1 512 768	н.п.	н.п.
(В процентах от ВВП)							
1990–1991	49,8	27,1	22,7	5,5	55,3	11,7	61,4
1991–1992	48,6	26,5	22,2	5,7	54,3	16,8	65,4
1992–1993	48,1	26,6	21,5	5,6	53,7	16,2	64,2
1993–1994	50,1	28,6	21,5	5,5	55,6	14,9	65,0
1994–1995	48,2	26,3	21,8	5,0	53,2	14,1	62,2
1995–1996	46,7	25,9	20,8	4,3	51,0	12,5	59,2
1996–1997	45,4	25,2	20,2	4,0	49,4	10,9	56,4
1997–1998	47,5	25,5	21,9	3,6	51,1	10,6	58,1
1998–1999	47,9	26,4	21,5	3,3	51,2	10,2	58,2
1999–2000	49,9	37,0	12,9	3,0	52,9	9,7	59,6
2000–2001	53,2	38,5	14,7	3,2	56,4	9,1	62,3
2001–2002	55,6	39,7	15,9	3,0	58,6	9,7	65,3
(пересмотр. оценки) 2002–2003 (бюджетные оценки)	56,9	40,3	16,6	2,7	59,6	н.п.	н.п.

1/ По обменному курсу, действовавшему на соответствующую дату.

2/ В пересчете по обменному курсу на конец года.



Таблица 2. Совокупные непогашенные обязательства центрального правительства и правительств штатов  
(В десятках миллионов рупий, «крорах»)

Год	Долг центрального правительства			Долг правительств штатов	Совокупный долг центрального правительства и правительств штатов		
	Внутренний	Внешний 2/	Итого		Внутренний	Внешний 2/	Итого
	1	2	3	(2+3)	5	6	7
1990–1991	283 033	66 314	349 347	110 289	319 432	66 314	385 746
1991–1992	317 714	109 685	427 399	126 338	360 787	109 685	470 472
1992–1993	359 654	120 987	480 641	142 178	410 579	120 987	531 566
1993–1994	430 623	127 808	558 431	160 077	489 546	127 808	617 354
1994–1995	487 682	142 514	630 196	184 527	557 294	142 514	699 808
1995–1996	554 984	148 398	703 382	212 225	638 296	148 398	786 694
1996–1997	621 438	149 564	771 002	243 525	719 390	149 564	868 954
1997–1998	722 962	161 418	884 380	281 207	836 207	161 418	997 625
1998–1999	834 551	177 934	1 012 485	341 978	978 018	177 934	1 155 952
1999–2000	962 592	186 791	1 149 383	420 132	1 145 905	186 791	1 332 696
2000–2001	1 111 081	189 990	1 301 071	504 248	1 333 156	189 990	1 523 146
2001–2002 (пересмотр. оценки)	1 274 369	222 780	1 497 149	н.п.	н.п.	222 780	н.п.
2002–2003 (бюджетные оценки)	1 444 248	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.
(В процентах от ВВП)							
1990–1991	49,8	11,7	61,4	19,4	56,2	11,7	67,8
1991–1992	48,6	16,8	65,4	19,3	55,2	16,8	72,0
1992–1993	48,1	16,2	64,2	19,0	54,9	16,2	71,0
1993–1994	50,1	14,9	65,0	18,6	57,0	14,9	71,9
1994–1995	48,2	14,1	62,2	18,2	55,0	14,1	69,1
1995–1996	46,7	12,5	59,2	17,9	53,7	12,5	66,2
1996–1997	45,4	10,9	56,4	17,8	52,6	10,9	63,5
1997–1998	47,5	10,6	58,1	18,5	54,9	10,6	65,5
1998–1999	47,9	10,2	58,2	19,6	56,2	10,2	66,4
1999–2000	49,9	9,7	59,6	21,8	59,4	9,7	69,1
2000–2001	53,2	9,1	62,3	24,1	63,8	9,1	72,9
2001–2002 (пересмотр. оценки)	55,6	9,7	65,3	н.п.	н.п.	9,7	н.п.
2002–2003 (бюджетные оценки)	56,9	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.

1) По обменному курсу, действовавшему на соответствующую дату.

2) В пересчете по обменному курсу на конец года.

## V. Ирландия<sup>35</sup>

385. Управление национальным долгом в Ирландии было передано Агентству по управлению долгом Национального казначейства (АУДНК) в соответствии с законом, принятым в 1990 году. Эти переданные полномочия распространяются на эмиссию долговых обязательств, операции на вторичном рынке и всю необходимую вспомогательную деятельность, например, организацию клиринга и расчетов.

### A. Цели и координация управления долгом

#### Цели управления долгом

386. Ключевые цели АУДНК в сфере управления национальным долгом включают, во-первых, защиту ликвидности, с тем чтобы обеспечить возможность удовлетворения потребностей Министерства финансов в финансировании на благоразумной и экономической основе, и, во-вторых, обеспечение минимизации годовых затрат на обслуживание долга при условии удержания риска в допустимых пределах. Оно также должно учитывать абсолютный размер долга, поскольку его действия могут оказывать влияние на него (глубокие дисконты и валютная структура).

387. В то время как общие цели управления долгом остались более или менее неизменными, изменился выбор оптимальных способов достижения этих целей, особенно вследствие перехода Ирландии на евро.

#### Сфера охвата

388. Деятельность по управлению долгом охватывает как выпуск краткосрочных и долгосрочных долговых обязательств центрального правительства и последующее управление этими обязательствами, так и управление его кассовыми остатками. Управление долгом касается как годовых затрат на обслуживание долга, в традиционном его понимании как деятельности по оценке и контролю совокупной денежной величины годовых затрат на уплату процентов и выпуск долговых обязательств, так и экономических последствий всей деятельности по управлению долгом на протяжении срока действия долговых обязательств. Этот последний аспект реализуется путем измерения чистой текущей приведенной стоимости долга и ее сравнения с контрольным показателем.

---

<sup>35</sup> Данное целевое исследование подготовлено Оливером Уилэном из отдела финансирования и управления долгом Агентства по управлению долгом Национального казначейства.

### **Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой**

389. Годовые затраты на обслуживание долга, выраженные в форме кассовых потоков, являются важной частью общих расходов в бюджете Министерства финансов и структурируются таким образом, чтобы соответствовать общему уровню заимствований или профицита, предусмотренному в данном бюджете. Денежно-кредитная политика является прерогативой Европейского центрального банка (ЕЦБ), а до введения евро она находилась под контролем Центрального банка Ирландии (ЦБИ). Политика управления долгом не координируется с денежно-кредитной политикой ЕЦБ. До 1999 года также отсутствовала какая-либо официальная координация политики управления долгом с денежно-кредитной политикой центрального банка, хотя происходил неформальный обмен информацией и мнениями с ЦБИ по основным направлениям политики управления долгом. В процессе управления долгом АУДНК осознавало необходимость избегать противоречий с денежно-кредитной политикой центрального банка и его политикой в области обменного курса. С введением евро в 1999 году исчезли условия и необходимость учета такой политики в деятельности по управлению долгом.

### **Услуги казначейства и консультирование других государственных учреждений**

390. Деятельность АУДНК по управлению долгом затрагивает только долг центрального правительства. Долг других государственных учреждений, таких как местные органы управления, региональные управления здравоохранения и государственные ведомства, остается на ответственности этих ведомств, но подлежит утверждению со стороны Министерства финансов и осуществляется в соответствии с установленными им руководящими принципами. В то же время АУДНК были предоставлены полномочия оказывать услуги центрального казначейства в форме механизмов привлечения депозитов и займов и предоставлять консультации в области финансового управления ряду определенных местных официальных органов, управлений здравоохранения и местных комитетов по образованию. Оно также было наделено полномочиями консультировать министров по вопросам управления средствами, находящимися под их контролем, а в случае передачи ему необходимых полномочий — управлять такими средствами от имени соответствующего министра. В настоящее время АУДНК управляет активами Фонда социального страхования в рамках переданных ему таким образом полномочий. Агентство также получило доверенность на управление Национальным пенсионным резервным фондом под руководством Комиссии Национального пенсионного резервного фонда, члены которой назначаются министром финансов.

## **Прозрачность и подотчетность**

### ***Взаимоотношения с министром финансов***

391. Министр финансов утверждает бюджет годовых затрат на обслуживание долга, а на АУДНК в соответствии с законом возлагается обязанность обеспечить как можно более точное исполнение этого бюджета. Показатели исполнения им данного бюджета доводятся до сведения министра финансов, как и результаты управления портфелем, выраженные в показателях чистой текущей приведенной стоимости, в сравнении с контрольным портфелем. Вместе с тем все платежи по обслуживанию долга, включая погашения, являются затратами, которые в первоочередном порядке покрываются за счет государственных доходов, и в соответствии с положениями законодательства, предоставляющего полномочия по осуществлению заимствований, они не подлежат ежегодному утверждению министром или Парламентом. АУДНК также в самых общих чертах доводит до сведения МФ свои планы заимствований на каждый год с указанием объемов предполагаемых заимствований в национальной и других валютах. Ежегодно министр дает указания АУДНК в форме общих руководящих принципов, призванных обеспечить разумную степень риска, которые определяют основные аспекты политики в данной области, в частности, соотношение долга с плавающей и фиксированной ставками, структуру сроков погашения, открытую валютную позицию и другие финансовые данные. Государственный аудитор, Генеральный контролер-ревизор, ежегодно проверяет соблюдение Агентством этих руководящих принципов.

### ***Функции управляющих долгом и центрального банка***

392. Управляющие долгом и ЦБИ выполняют четкие и не пересекающиеся функции как с правовой, так и с институциональной точки зрения, поскольку центральный банк не участвует в определении и проведении политики управления долгом. Введение евро в 1999 году заметно не изменило положения вещей, за исключением того, что оно устранило необходимость такого уровня неофициального обмена информацией и мнениями, который существовал до этой даты в целях упорядоченного проведения как денежно-кредитной политики, так и политики управления долгом. В настоящее время АУДНК сотрудничает с центральным банком в проведении политики ЕЦБ в области управления ликвидностью, ежедневно поддерживая согласованный уровень средств на счете Министерства финансов в центральном банке. ЦБИ также ведет реестр держателей государственных облигаций Ирландии. В декабре 2000 года функция клиринга и расчетов по государственным облигациям Ирландии была передана от центрального банка банку Euroclear.

***Открытый процесс разработки мер политики по управлению долгом и представления отчетности по ним***

393. Годовой отчет и счета АУДНК включают полное изложение учетной политики Агентства. Кроме того, в начале каждого года оно публикует календарный график проведения аукционов по облигациям на данный год с указанием общего объема эмиссии, планируемой на этот год. Аукционы АУДНК по облигациям являются аукционами с множественными ценами и проводятся посредством приема конкурентных заявок от утвержденных первичных дилеров. В настоящее время существует семь таких дилеров, которые ежедневно с 08.00 до 16.00 часов обязаны выставлять в электронной системе ориентировочные двусторонние котировки по определенным эталонным облигациям на оговоренные минимальные объемы и со спредами между курсами покупки и продажи, не превышающими установленных пределов. Кроме того, первичные дилеры должны выступать в качестве маркет-мейкеров по государственным облигациям Ирландии в международной электронной системе торгов EuroMTS и в ее внутренней версии MTS-Ireland.

***Доступ общественности к информации о мерах политики по управлению долгом***

394. Ежегодно в декабре публикуются бюджетные прогнозы правительства на предстоящий год и два последующих года. Эти прогнозы включают показатели совокупного профицита или дефицита государственного бюджета на каждый год. Также показываются предварительные результаты исполнения бюджета текущего года. Кроме того, ежегодно публикуемые правительством финансовые счета содержат подробную информацию о структуре долга, включая типы инструментов, структуру сроков погашения и валютный состав. В течение года Министерство финансов публикует подробную информацию о динамике бюджетных агрегатов на конец каждого квартала вместе с оценкой перспектив на остальную часть года. АУДНК публикует годовой отчет, который содержит проверенные аудиторам счета Агентства и описание его основной деятельности. В течение года Агентство также публикует информацию о подробных характеристиках всех рынков, на которых оно ведет операции, и о непогашенных суммах по различным долговым инструментам, используемым на этих рынках. Кроме того, еженедельно обнародуются сведения о непогашенных суммах по каждой из облигаций, выпущенных Агентством.

***Подотчетность и гарантии добросовестной работы***

395. В АУДНК предусмотрена должность сотрудника, ответственного за контроль и проверку соблюдения установленных требований, который подотчетен руководителю Агентства. Агентство также привлекает крупную международную бухгалтерскую фирму для проведения внутреннего аудита всех данных, систем и механизмов контроля. Кроме того, годовые счета проверяются государственным ревизором, Генеральным контролером-ревизором, до их представления в парламент в установленный законом срок, равный шести месяцам после окончания отчетного года. Генеральный контролер-ревизор представляет парламенту доклад о результатах проверки.

## **Институциональная основа**

### ***Надлежащее управление***

396. В Законе об Агентстве по управлению долгом Национального казначейства 1990 года предусматривается создание АУДНК «в целях осуществления заимствований денежных средств для министерства финансов и управления национальным долгом от имени и под контролем и общим надзором министра финансов, а для также выполнения определенных смежных функций и решения связанных с этим вопросов».

397. Закон 1990 года разрешил правительству передать АУДНК функции министра финансов по осуществлению заимствований и управлению долгом, и такие функции должны выполняться в соответствии с указаниями или руководящими принципами, которые могут устанавливаться министром. Обязательства или ответственность, которые принимает на себя АУДНК при выполнении своих функций, имеют такую же силу и действие, как если бы они были приняты министром финансов.

398. Руководитель Агентства, который назначается министром финансов, подчинен непосредственно министру и является бухгалтером для целей Комитета по государственным счетам Палаты представителей (нижней палаты парламента). В АУДНК действует Консультативный комитет, состоящий из представителей внутреннего и международного финансового сектора и Министерства финансов, для оказания содействия и консультирования по вопросам, с которыми АУДНК обращается к нему.

399. Основные причины, приведенные министром финансов в обоснование решения о создании АУДНК, когда в 1990 году он представил указанный закон на рассмотрение парламента, были сформулированы следующим образом:

«... управление долгом становится все более сложным видом деятельности, требующим наличия гибких структур управления и обладающих соответствующей квалификацией сотрудников, для того чтобы в полном объеме использовать возможности экономии средств.

... становится все более очевидным, что исполнительные и коммерческие операции заимствования и управления долгом требуют все более высокого уровня специализации и более не могут выполняться государственным министерством. Кроме того, по мере роста сектора финансовых услуг в Дублине Министерство [финансов] теряет сотрудников, которые обладают квалификацией и опытом работы в финансовой сфере, и привлечь подходящих сотрудников в другом месте не удастся.

...[Агентство] будет иметь гибкость в отношении оплаты и условий труда, так что можно будет привлечь и удерживать ключевых

сотрудников; в свою очередь, для них будут определены четкие уровни ответственности, и они должны будут выполнять свои обязанности на этом уровне — сотрудники Агентства не будут являться государственными служащими».

400. Предполагалось, что сосредоточение всех функций по управлению долгом в рамках одной организации, которая имеет полномочия вести операции на коммерческой основе и пользуется свободой нанимать сотрудников с необходимым опытом, обеспечит более профессиональное управление долгом, чем это было бы возможно в рамках системы государственной службы.

401. Для того чтобы гарантировать полную независимость АУДНК от государственной службы, законодательством, по которому создавалось Агентство, непосредственно запрещается, чтобы его сотрудники были государственными служащими. Между тем политическая подотчетность сохраняется за счет прямого подчинения руководителя АУДНК министру финансов и назначения его в качестве бухгалтера, ответственного за деятельность АУДНК перед Комитетом по государственным счетам парламента.

402. Общие полномочия министра по осуществлению заимствований и управлению долгом были переданы АУДНК, и дополнительного ежегодного парламентского или законодательного разрешения на осуществление заимствований или другой деятельности по управлению долгом не требуется. Тем не менее АУДНК обязано ежегодно представлять министру финансов отчет, устанавливающий объемы предполагаемых заимствований в национальной и других валютах в течение года. В широком смысле, Агентство вправе использовать «операции обычного банковского характера» для более эффективного управления долгом. Такие широкие полномочия включают использование производных финансовых инструментов и право выкупа долговых обязательств или, если это допускают конкретные инструменты заимствования, их досрочного погашения.

### ***Структура долгового ведомства***

403. Структура АУДНК отражает тот факт, что оно имеет ряд других функций, помимо управления долгом, а именно: управление Национальным пенсионным резервным фондом под руководством Комиссии Национального пенсионного резервного фонда и рассмотрение исков к государству о возмещении личного и имущественного ущерба. В этой своей последней роли АУДНК известно под названием Государственного агентства по искам.

404. Руководитель имеет штат подчиненных ему директоров по следующим направлениям деятельности: финансирование и управление долгом и информационные технологии; управление рисками и финансовое управление; юридические и корпоративные вопросы (включая розничный долг); Национальный пенсионный резервный фонд; Государственное агентство по искам. В АУДНК также действует

Консультативный комитет, назначаемый министром финансов, для выработки рекомендаций в отношении оплаты труда руководителя Агентства и консультаций по вопросам, с которыми АУДНК обращается в этот Комитет.

405. Отделение функции привлечения финансирования и управления долгом операционного отдела от функции управления рисками промежуточного отдела и функции управления финансами отдела обработки документации соответствует оптимальной практике и обеспечивает надлежащее разделение полномочий и ответственности.

406. АУДНК удерживает ключевых сотрудников путем заключения трудовых контрактов и установления пакетов вознаграждения, которые носят гибкий характер и призваны привлечь квалифицированный персонал на постоянной или временной основе, в зависимости от необходимости. Такая свобода действий в привлечении и оплате труда сотрудников в соответствии с рыночными уровнями была ключевым элементом решения правительства о создании АУДНК. АУДНК является сравнительно небольшой организацией, поэтому для обучения сотрудников обычно привлекаются внешние ресурсы, ввиду наибольшей эффективности такого подхода. Отдел информационных технологий Агентства создал обслуживающие системы ИТ для отдела обработки документации, чтобы обеспечить сквозную обработку сделок от операционного отдела до отдела обработки документации, а также подготовку необходимых управленческих отчетов. Специалисты в области информационных технологий привлекались по контрактам на временной основе по мере того, как это было необходимо для достижения поставленной цели. АУДНК является членом систем SWIFT и TARGET, что позволяет проводить обработку платежных операций в режиме реального времени.

### ***Управление внутренними операциями***

407. Ограничение внутреннего операционного риска обеспечивается за счет жестких правил и процедур, регулирующих платежи и разграничение обязанностей, в соответствии со сложившейся в финансовом секторе оптимальной практикой, включая:

- разграничение обязанностей между операционным отделом и отделом обработки документации. Такая практика обеспечивается за счет логических и физических мер ограничения доступа к компьютерным системам и применения служебных инструкций и характеристик продуктов, которые рассматриваются ниже;
- служебные инструкции, которые устанавливают подробные процедуры работы ключевых функциональных подразделений и определяют уровни полномочий и ответственности;
- характеристики продукта, которые включают описание конкретного продукта, подробные инструкции по его обработке и выделяют присущие ему риски;
- банковские полномочия, устанавливаемые в отношении учреждений, с которыми разрешается проводить операции;



- подтверждения третьих сторон, которые должны быть получены в отношении всех операций;
- согласование счетов и ежедневную отчетность;
- текущий контроль за открытыми кредитными позициями, возникающими в связи с депозитами и операциями с производными финансовыми инструментами, управление которыми осуществляется в рамках утвержденных лимитов;
- звукозапись переговоров по определенным телефонам;
- руководителя подразделения контроля/внутреннего аудита/внешнего аудита;
- кодекс поведения и инструкции в отношении конфликтов интересов.

408. Существуют также чрезвычайные планы восстановления операций, которые позволят АУДНК за период от одного до четырех часов возобновить выполнение своих наиболее важных функций из резервного пункта. Такой план проходит периодическую проверку и возможен благодаря системам полного резервного дублирования всех компьютерных данных трижды в день и их хранению за пределами основного места деятельности.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

409. Общая стратегия управления долгом заключается в защите ликвидности, с тем чтобы обеспечить возможность удовлетворения потребностей Министерства финансов в финансировании на благоразумной и экономичной основе, и в то же время обеспечить минимизацию годовых затрат на обслуживание долга при допустимом уровне риска.

### **Управление рисками**

410. Помимо операционного риска, который обсуждался выше, основными рисками, связанными с управлением портфелем долговых обязательств, являются кредитный риск, рыночный риск и риск ликвидности финансирования.

#### ***Кредитный риск***

411. Кредитные лимиты для каждого контрагента предлагаются подразделением по управлению рисками и утверждаются руководителем Агентства. Открытые кредитные позиции измеряются ежедневно, и о любых нарушениях лимитов немедленно сообщается руководителю Агентства.

412. При установлении кредитных лимитов для отдельных контрагентов определяется единый лимит на консолидированные операции с контрагентом, то есть все операции сводятся вместе в рамках одного лимита. Каждый лимит подразделяется на краткосрочный (до одного года) и долгосрочный (более одного года до погашения). При определении максимального размера открытой позиции по отношению к определенному контрагенту, которую АУДНК готово занять, учитывается размер баланса контрагента и его норма прибыли на капитал, а также кредитный рейтинг и

перспективы по оценкам ведущих кредитных рейтинговых агентств — Moody's, Standard and Poor's и Fitch. Для измерения степени подверженности кредитному риску используется рыночная стоимость производных финансовых инструментов. Кредитные риски также оцениваются с учетом потенциальных изменений подверженности риску в результате колебаний рынка, и такие позиции постоянно пересматриваются.

### ***Рыночный риск***

413. АУДНК управляет параметрами затрат и риска портфеля долговых обязательств с разных сторон, в том числе за счет а) управления финансовыми результатами фактического портфеля по сравнению с контрольным портфелем на основе чистой текущей приведенной стоимости; б) управления бюджетом по обслуживанию долга. Осуществляется контроль, измерение и представление отчетности в отношении как процентного, так и валютного рисков.

414. Контрольный показатель отражает среднесрочные стратегические цели Министерства финансов в сфере управления долгом и готовность АУДНК к принятию рыночного риска. После согласования контрольного показателя с внешними консультантами он утверждается министром финансов, который решает, согласуется ли этот контрольный показатель, по его мнению, с установленными им общими руководящими принципами управления долгом. Время от времени контрольный показатель пересматривается (что требует утверждения внешними консультантами АУДНК и Министерством финансов), для того чтобы учесть значительные изменения в структурных экономических взаимоотношениях, но не в ответ на краткосрочные колебания рынка.

415. Контрольный портфель представляет собой электронный условный портфель, отражающий надлежащую целевую процентную ставку, валютную структуру, структуру сроков погашения и дюрацию портфеля. Контрольный показатель основан на среднесрочном компромиссе между затратами и риском, который выводится из анализа имитационных моделей. Затраты выражаются через стоимость долговых обязательств в привязке к рынку, а риск определяется как вероятность того, что затраты на обслуживание долга превысят бюджетные ассигнования министра финансов. Имитационные модели позволяют сделать выбор контрольного портфеля, который устойчив при разных результатах развития ситуации, а не находится в жесткой зависимости от одного набора допущений в отношении будущей динамики процентных ставок и валютных курсов.

416. Одним из важнейших рисков, которые должны ограничиваться, является возможность того, что годовые затраты на обслуживание долга будут значительно колебаться от года к году и превысят целевой уровень, установленный министром финансов. Одновременно с этим контрольный показатель призван минимизировать общие затраты по долгу, выраженные через его стоимость в привязке к рынку. При построении контрольного показателя посредством имитационного моделирования

ставится цель найти портфель, в котором минимизируется стоимость в привязке к рынку (затраты), одновременно обеспечивая минимальный уровень годовых затрат на обслуживание долга при соблюдении условия отсутствия их резких колебаний от года к году. Стабильность бюджета обслуживания долга во времени имеет большее значение, чем минимизация затрат в любом отдельно взятом году. В целом, контрольный показатель призван определить баланс между потенциально конфликтующими целями минимизации чистой приведенной стоимости (ЧПС) долга и одновременного поддержания минимально возможного стабильного уровня затрат на обслуживание долга в среднесрочной перспективе.

## **Отчеты**

417. Финансовый бюджет годовых затрат на обслуживание долга чувствителен к валютному и процентному рискам. Для количественного измерения уровня этих рисков ежемесячно готовятся и представляются в форме отчета две оценки:

- чувствительность финансового бюджета к изменению процентных ставок на 1 процент (при оценке возможных прибылей или убытков, которые могут возникнуть при изменении процентных ставок на 1 процент, учитываются процентная структура непогашенного долга и ожидаемые потребности в финансировании);
- чувствительность финансового бюджета к изменению валютных курсов на 5 процентов (при этом учитывается валютная структура долга; рассматриваются возможные прибыли или убытки по бюджету обслуживания долга в случае изменений валютных курсов).

418. В начале каждого года устанавливается ряд внутренних месячных лимитов фискального риска. Эти лимиты отражают разумный предельный размер риска для финансового бюджета. Упомянутые выше отчеты о чувствительности финансового бюджета сравниваются с этими лимитами для проверки их соблюдения.

419. К основным отчетам по текущему управлению бюджетом обслуживания долга относятся:

- ежемесячная корректировка прогнозов обслуживания долга на текущий год — прогноз разбивается по различным долговым инструментам и включает помесечную структуру бюджета обслуживания долга на весь год;
- анализ расхождений между итоговыми и прогнозными показателями обслуживания долга;
- ежемесячный отчет по бюджету обслуживания долга с анализом воздействия возможных изменений валютных курсов и процентных ставок. Этот отчет готовится по показателям чувствительности финансового бюджета как текущего года, так и будущих лет.

### **Привязка портфеля внутренних долговых обязательств к контрольному показателю**

420. Когда до введения евро операции по управлению государственным долгом Ирландии осуществлялись в условиях рынка ирландского фунта, определить контрольные показатели финансовых результатов портфеля внутренних долговых обязательств было намного труднее, чем в случае портфеля внешних долговых обязательств. Тем не менее считалось полезным определить контрольный показатель финансовых результатов внутреннего портфеля, чтобы обеспечить соответствующие стимулы для управляющих портфелем долговых обязательств. Система установления контрольных показателей разрабатывалась таким образом, чтобы поощрять любые структурные улучшения ситуации на внутреннем рынке облигаций вследствие деятельности управляющих портфелем (например, введение системы первичных торгов и концентрация ликвидности в меньшем числе эталонных выпусков). Контрольный показатель также использовался для оценки результативности работы управляющих внутренним долгом с точки зрения достижения установленного для них целевого показателя финансирования в рамках заранее согласованных лимитов дюрации. Управляющим было предоставлено право отклоняться в сроках проведения своих операций по финансированию от контрольного показателя, исходя из собственной точки зрения относительно перспектив изменения процентных ставок. Таким образом, при принятии решений, касающихся политики эмиссии долговых обязательств, от управляющих долгом всегда требовалось иметь точку зрения на перспективы динамики процентных ставок.

421. С развитием сравнительно однородного рынка государственных облигаций зоны евро Ирландия стала очень небольшой частью крупного ликвидного рынка, в связи с чем процесс определения контрольных показателей для операций по управлению внутренним долгом упростился.

### **Риск ликвидности финансирования**

422. АУДНК готовит и реализует подробный долгосрочный план привлечения финансирования, в котором отражены объемы и сроки возникновения потребностей в финансировании, включая последствия прогнозируемых профицитов или дефицитов государственного бюджета. В соответствии с этим планом Агентство определяет объемы и сроки эмиссии своих долгосрочных долговых обязательств и осуществляет управление своими краткосрочными ликвидными позициями посредством эмиссии краткосрочных ценных бумаг или использования краткосрочных кассовых остатков.

423. Основными отчетами о текущей деятельности по удовлетворению потребностей Министерства финансов в финансировании и ликвидных средствах являются:

- еженедельная корректировка общего плана финансирования АУДНК, которая включает пересмотр базовых допущений и текущих потребностей в ликвидных средствах;

- регулярные отчеты об основных характеристиках динамики совокупной бюджетной позиции органов государственного управления к настоящему моменту и анализ текущих перспектив.

424. С введением евро АУДНК предприняло ряд шагов по повышению ликвидности своих облигаций и тем самым снижению риска финансирования. В общих чертах, были изменены технические характеристики государственных облигаций Ирландии (например, правила подсчета дней), чтобы привести их в соответствие с облигациями крупных ведущих эмитентов зоны евро. Кроме того, был осуществлен ряд программ обмена и выкупа облигаций с целью сконцентрировать ликвидность в меньшем числе крупных ликвидных эталонных выпусков. В настоящее время практически весь выраженный в евро рыночный долгосрочный долг со сроком до погашения более одного года сконцентрирован в пяти облигациях. АУДНК также содействует открытости, предсказуемости и прозрачности рынка государственных облигаций Ирландии за счет заблаговременного объявления своего графика проведения аукционов по облигациям, посредством системы первичных дилеров для поддержки рынка облигаций, а также путем организации котировки облигаций в одной из основных систем электронных торгов, используемых для операций с суверенными долговыми обязательствами зоны евро. Высокий уровень ликвидности, который таким образом создается на рынке государственных облигаций Ирландии, снижает риск финансирования, делая облигации более привлекательными для более широкого круга инвесторов. Принимая во внимание, что Ирландия составляет очень небольшую часть всего рынка государственных долговых обязательств зоны евро (примерно один процент), у АУДНК не возникает особых трудностей с привлечением краткосрочного финансирования для сглаживания потребности в финансировании при приближении срока погашения облигаций, объем которых достаточно велик по сравнению с ситуацией в прошлом.

### **Ориентация управления долгом на среднесрочную перспективу**

425. Для того чтобы исключить опасность ориентации деятельности АУДНК по управлению долгом на краткосрочные преимущества за счет потенциальных издержек в более долгосрочной перспективе, используется несколько подходов. Во-первых, министр финансов ежегодно издает набор руководящих принципов, охватывающих такие вопросы политики, как соотношение долга с плавающей и фиксированной ставками, структура сроков погашения, открытая валютная позиция, допустимый объем выпуска дисконтных ценных бумаг и кредитный рейтинг контрагентов. Эти руководящие принципы формулируются в достаточно общем виде и носят характер пруденциальных лимитов, которые АУДНК должно соблюдать. Во-вторых, результаты работы АУДНК в области управления долгом оцениваются по независимому контрольному портфелю, который прошел процедуру внешнего утверждения и проверки. В такой системе оценки результатов работы по контрольному показателю учитываются не только текущие кассовые потоки, но и чистая приведенная стоимость (ЧПС) всех обязательств; по существу, в ней рассчитывается влияние деятельности

АУДНК по управлению долгом не только в рассматриваемом году, но и ее прогнозируемое воздействие на протяжении всего срока действия долговых обязательств. В рамках подхода на основе ЧПС все будущие кассовые потоки (как проценты, так и основная сумма) условного контрольного портфеля долговых обязательств и фактического портфеля в конце каждого года оцениваются в привязке к рынку и дисконтируются (на основе кривой доходности бескупонных облигаций) для получения соответствующих значений чистой текущей приведенной стоимости. Если чистая текущая приведенная стоимость обязательств фактического портфеля ниже чистой текущей приведенной стоимости обязательств условного контрольного портфеля, то считается, что АУДНК создало добавленную стоимость в экономическом смысле. Рассчитанные таким образом результаты работы относительно контрольного показателя доводятся до сведения министра финансов и публикуются в годовом отчете АУДНК.

### **Ограничения на деятельность с целью получения прибыли**

426. Управляющие портфелем долговых обязательств свободны в управлении долгом в рамках определенных лимитов риска, установленных относительно согласованного контрольного показателя. Лимиты выражаются в форме возможного изменения рыночной стоимости портфеля. Для измерения краткосрочных отклонений от контрольного показателя еженедельно (или, при необходимости, чаще) проводится анализ стоимости, подверженной риску, и анализ чувствительности к изменениям процентных ставок и валютных курсов. О любой позиции, превышающей согласованный лимит относительно контрольного портфеля, немедленно сообщается руководителю Агентства.

427. При управлении долгом относительно контрольного показателя необходимо формировать точку зрения на динамику процентных ставок, за исключением случаев, когда управляющий портфелем выбирает пассивное следование контрольному показателю. Вместе с тем активные трейдинговые операции, направленные исключительно на получение прибыли, на повседневной основе не ведутся. Сделки, в которых участвует АУДНК, осуществляются в целях управления долгом, и при их проведении могут возникать определенные возможности для арбитража. Например, одним из вариантов арбитража, который используется управляющими долгом, является выпуск коммерческих бумаг (главным образом в долларах США, но также в других иностранных валютах) и проведение свопов этих валют на евро, что дает более низкую общую стоимость финансирования, чем в случае прямых заимствований на рынках коммерческих бумаг, выраженных в евро.

428. В отношении деятельности управляющих долгом по использованию возможностей арбитража между разными рынками устанавливаются жесткие лимиты. Хотя управляющие долгом, как правило, имеют возможность привлечь финансирование на рынках краткосрочных ценных бумаг по более низким процентным ставкам, чем те, которые могут иметь место при размещении этих средств в форме депозитов на рынке, общая политика АУДНК состоит в том, что деятельность

по осуществлению заимствований должна соотноситься с потребностями Министерства финансов в финансировании. Вместе с тем желательно поддерживать постоянное и предсказуемое присутствие на рынках государственных долговых обязательств, а кроме того, из-за несоответствия сроков поступления государственных доходов и осуществления платежей на счете Министерства финансов время от времени будут возникать излишки кассовых средств. Возникающие таким образом излишки могут помещаться на депозит на рынке при условии соблюдения лимитов на кредитный риск контрагента.

429. Основные отчеты по оценке результатов работы относительно контрольного портфеля включают:

- ежедневные результаты работы и позиции, которые в электронной форме передаются на рабочие места дилеров;
- ежемесячный анализ стоимости, подверженной риску, для проверки соблюдения всех лимитов рисков;
- квартальные подробные отчеты о распределении финансовых результатов.

### **Модели для оценки и текущего контроля рисков**

430. Для оценки и текущего контроля рисков АУДНК использует модели собственной разработки и модели, приобретенные из внешних источников, причем последние применяются главным образом для оценок стоимости в привязке к рынку в рамках общего процесса оценки риска. Такие системы в основном используются для ежедневного измерения степени подверженности рыночному риску и кредитному риску контрагента и представления соответствующей отчетности.

### **Условные обязательства**

431. АУДНК не несет ответственности по государственным условным обязательствам. Текущий контроль и управление этими условными обязательствами, возникающими в результате предоставления государственных гарантий по займам государственных компаний или других государственных образований, осуществляет Министерство финансов.

## **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

### **Заполнение кривой доходности**

432. АУДНК выпускает следующие долговые инструменты.

- *Коммерческие бумаги*, которые размещаются непосредственно среди инвесторов или через банки, выступающие посредниками. Коммерческие бумаги выпускаются во всех валютах, а их сроки обычно не превышают одного года.

- *Долговые обязательства Министерства финансов* представляют собой казначейские векселя со сроками погашения от одного дня до одного года. АУДНК ежедневно размещает эти долговые обязательства посредством механизма «открытого предложения» непосредственно среди широкого круга институциональных инвесторов, включая корпоративных инвесторов и банки. АУДНК готово выкупать долговые обязательства Министерства финансов до наступления срока их погашения. В настоящее время существует лишь небольшой вторичный рынок. АУДНК изучает возможность совершенствования вторичного рынка за счет введения торговли этими долговыми обязательствами в рамках системы электронных торгов.
- *Долговые обязательства по разделу 69.* В разделе 69 Финансового закона 1985 года министром финансов была предусмотрена возможность размещения процентных долговых обязательств среди расположенных в Ирландии компаний, принадлежащих иностранным владельцам. Проценты по этим долговым обязательствам не подлежат налогообложению в Ирландии. Этот стимул был введен с целью способствовать тому, чтобы эти компании хранили свои кассовые излишки в Ирландии, а не репатриировали средства в свои зарубежные материнские компании. Долговые обязательства по разделу 69 могут выпускаться в любой валюте (на сумму не менее 100 000 евро) с любым сроком погашения.
- *Выраженные в евро облигации с фиксированной ставкой* со сроками погашения до 14 лет, размещаемые через аукционы. Облигации котируются на Фондовой бирже Ирландии и поддерживаются на рынке семью маркет-мейкерами (первичными дилерами).

### **Долговые обязательства в иностранной и национальной валюте**

433. Эмиссия долговых обязательств в иностранной валюте в настоящее время считается для Ирландии нормальной практикой, что стало результатом введения евро с его емким и ликвидным рынком капитала, однако важно помнить, что в 1980-е годы условия для такой небольшой открытой экономики, как Ирландия, были совершенно иными.

434. Проблема, по существу, возникла в результате нефтяного кризиса 1979 года и последовавшего за ним общемирового экономического спада, который наряду со сложившимися на тот момент высокими международными процентными ставками имел для Ирландии следующие серьезные негативные последствия:

- низкие темпы экономического роста и более высокие уровни безработицы;
- высокий дефицит бюджета;
- высокие внутренние процентные ставки;
- опасность возникновения эффекта «вытеснения» на внутреннем рынке капитала.

435. Указанные факторы в сочетании с недостаточным уровнем развития внутреннего рынка облигаций Ирландии привели к широкомасштабным внешним



заимствованиям с быстрым ростом общей задолженности. В 1991 году ситуация выглядела следующим образом: долг в иностранной валюте составлял 35 процентов национального долга, а на долю нерезидентов приходилось еще 15 процентов долговых обязательств, выраженных в валюте Ирландии. Таким образом, нерезиденты являлись держателями 50 процентов совокупного национального долга.

436. С постепенной отменой мер валютного контроля и смягчением нормативов основной и вторичной ликвидности для банков АУДНК оказалось перед лицом значительно изменившихся условий заимствований на внутреннем и международных рынках. На протяжении 1980-х годов такие меры контроля (хотя они и тормозили развитие внутреннего рынка капитала) создавали некоторое подобие «ограждения» для рынка государственных облигаций и ценных бумаг Ирландии. Теперь АУДНК столкнулось с более конкурентными условиями привлечения инвесторов. В международной практике суверенные государства отходили от использования традиционных синдицированных займов в пользу инструментов рынка капитала.

#### **Приоритеты первых лет работы Агентства по управлению долгом Национального казначейства**

437. В начале 1990-х годов АУДНК определило следующие приоритеты для своей программы заимствований:

- развитие, расширение и диверсификация базы инвесторов с помощью таких мер, как маркетинг Ирландии за рубежом и поддержание ее видимого присутствия на рынках посредством выездных мероприятий и презентаций для влиятельных инвесторов (в ранний период существования АУДНК для Ирландии были очень важны рынки облигаций «самурай» (облигаций в иенах, выпускаемых нерезидентами на рынке Японии), рынки частного размещения ценных бумаг в швейцарских франках и рынки облигаций «янки» (облигаций в долларах США, выпускаемых нерезидентами на рынке США));
- развитие новых рынков;
- сохранение доступа к розничным и институциональным инвесторам;
- увеличение дюрации долга и создание более сбалансированной структуры сроков погашения;
- ориентация на повышение кредитных рейтингов Ирландии (кампании с целью получения «досрочных» повышений или перспективных оценок);
- маркетинговые кампании по улучшению международного имиджа Ирландии (подчеркивающие необычные особенности Ирландии);
- подход к внешним заимствованиям с учетом возникающих возможностей.

438. Положительный эффект такого подхода состоял в исключительном успехе Ирландии с точки зрения установления цен на новые выпуски и регулярного обеспечения более выгодных цен по сравнению с суверенными заемщиками, имеющими аналогичный или более высокий рейтинг.

439. В ответ на необходимость диверсифицировать источники финансирования, поскольку не все рынки «открыты» в одно и то же время, а также чтобы расширить диапазон и улучшить качество инструментов, которые могут использоваться для управления долгом, Ирландия ввела в действие стандартизированные программы среднесрочных долговых обязательств (MTN), среднесрочных долговых обязательств в евро (EMTN), а также программы коммерческих бумаг в евро (ЕСР) и коммерческих бумаг в долларах США (USD CP). К середине 1992 года АУДНК создало механизмы привлечения заемных средств в целом ряде валют на общую сумму примерно 3 миллиарда долларов США, которые обеспечили Ирландии прямой и экономически эффективный доступ к кратко- и среднесрочному финансированию при максимальной гибкости.

440. Эти механизмы продемонстрировали свою ценность осенью 1992 года, когда из-за внезапной огромной дополнительной потребности суверенных субъектов в заемных средствах вследствие нарушений в работе Механизма валютных курсов Европейской валютной системы произошло расширение спредов и очень существенно повысилась стоимость крупных синдицированных займов и привлечения средств путем выпуска инструментов на рынке капитала.

441. В ранние годы существования АУДНК большее внимание уделялось достижению экономии кассовых средств за счет уменьшения затрат на обслуживание долга. Это объяснялось напряженным положением в бюджетной сфере, однако риск ликвидности, связанный с неравномерной структурой сроков погашения, также требовал неотложного внимания.

442. В 1991 году отмечались попытки добиться сглаживания структуры сроков погашения. В 1995 году АУДНК организовало 7-летний резервный мультивалютный механизм револьверного кредитования на сумму 500 миллионов долларов США для поддержки эмиссии коммерческих бумаг. Более того, Агентство само организовало объединение кредиторов в синдикат в целях сокращения издержек на комиссионные и добилось наиболее низких цен, которых когда-либо удавалось добиться суверенному заемщику.

443. АУДНК также предприняло шаги, призванные обеспечить доступность производных финансовых инструментов — таких как процентные свопы, межвалютные свопы, опционы на нижний предел («кэп»), опционы на верхний предел («флор»), фьючерсы и валютные форвардные контракты, — а также спотовых операций в иностранных валютах для их использования в управлении долгом. Огромное преимущество недавних финансовых инноваций заключается не в том, что они могут способствовать снижению стоимости финансирования, а скорее в том, что эти инструменты могут помочь защитить портфель от разного рода рисков за счет, например, сокращения или увеличения средней эффективной дюрации непогашенного долга.

444. Различные применявшиеся стратегии обеспечили позитивное сочетание:

- экономии на затратах за счет более дешевого финансирования;
- большей гибкости в финансировании и хеджировании;
- большей бюджетной определенности в отношении обслуживания долга;
- снижения риска ликвидности и риска пролонгации долга и увеличения набора инструментов, которые могут быть использованы для более эффективного и динамичного управления рыночным риском.

445. АУДНК придерживалось мнения о том, что наиболее квалифицированные управляющие долгом — это не те, которые добиваются минимально возможной стоимости заимствования. Наряду с минимизацией затрат цель должна включать минимизацию подверженности риску. Стоит понести бóльшие расходы, но создать такую структуру долга, которая смягчает, а не усиливает воздействие негативных потрясений. Эти обстоятельства оказали положительное влияние на кредитные рейтинги и на инвесторов, а также на спреды по суверенным долговым обязательствам Ирландии, поскольку они привели к снижению относительной премии за риск.

446. В 1998 году АУДНК приняло решение о том, что с учетом предстоящего введения евро и достаточно положительных перспектив для государственных финансов, обширные рынки облигаций и денежные рынки зоны евро будут более чем в достаточной степени удовлетворять потребности Ирландии в финансировании в обозримом будущем, а потому более нет необходимости сохранять в портфеле позиции в валютах стран, не входящих в ЕВС. Вследствие этого, в период с конца 1998 года по начало 1999 года все долговые обязательства, которые не были выражены в евро, за исключением остаточной доли в 6 процентов в фунтах стерлингов, были обменены на обязательства в евро. Данной политики Агентство придерживается и в настоящее время.

447. Позиция в фунтах стерлингов была сохранена не по соображениям оптимального соотношения между затратами и риском для целей управления долгом, а скорее в качестве средства макроэкономического хеджирования государственных финансов на случай внезапного и значительного ослабления курса фунта стерлингов. Это решение было принято на основе исследования экономических связей с экономикой Соединенного Королевства, принимая во внимание значительное число компаний, в которых производство основано на использовании сравнительно низко квалифицированной рабочей силы, и которые обычно имеют низкие нормы прибыли. Эти компании конкурируют с фирмами Соединенного Королевства на внутреннем рынке Ирландии, рынке Соединенного Королевства и на рынках третьих стран. Любое заметное ослабление фунта стерлингов приведет к утрате конкурентоспособности и последующим увольнениям в этом секторе и к более высоким расходам Министерства финансов на выплату пособий по социальному обеспечению, что может быть до некоторой степени компенсировано более низкими затратами в ирландских фунтах и евро на обслуживание долга, выраженного в фунтах стерлингов. Однако в настоящее

время АУДНК пересматривает эту политику, и позиция в фунтах стерлингов была сокращена примерно до четырех процентов от величины национального долга.

### **Сокращение фрагментированного запаса долга и эмиссия консолидированных долговых обязательств**

#### *Программа обмена ценных бумаг*

448. На протяжении ряда лет АУДНК предприняло несколько инициатив, направленных на повышение ликвидности рынка облигаций Ирландии с целью снижения стоимости заимствования для государства. После введения евро АУДНК приняло решение о необходимости масштабной инициативы, призванной обеспечить активное обращение облигаций Ирландии на новом общеевропейском рынке долговых обязательств, выраженных в евро. Такой инициативой стала Программа обмена ценных бумаг. Обоснованием программы была уверенность АУДНК в том, что для обеспечения конкурентоспособности в новой среде евро государственные облигации Ирландии текущих выпусков должны иметь сравнительно большой объем каждого выпуска и обладать техническими характеристиками, близкими к характеристикам облигаций на других рынках зоны евро.

449. В мае 1999 года АУДНК приступило к решению указанных задач с учетом ограничений, налагаемых небольшим общим размером рынка государственных облигаций Ирландии. С этой целью была начата реализация программы обмена ценных бумаг, в результате которой примерно 80 процентов рынка было консолидировано в четырех выпусках облигаций объемом в 3–5 миллиардов евро каждый. Купонная ставка этих облигаций близка к текущей рыночной доходности, а их технические характеристики аналогичны характеристикам облигаций на других европейских рынках. При отсутствии такой инициативы существовал риск того, что операции с облигациями будут проводиться с уровнями доходности, не соответствующими кредитному рейтингу Ирландии.

#### *Проведение программы*

450. Реализация программы обмена была начата в мае 1999 года, и большинство операций осуществлялось в три этапа — 11, 17 и 25 мая. После завершения третьего этапа более 91 процента непогашенных старых облигаций, на которые распространялось действие программы, было обменено на новые облигации.

451. В результате реализации программы обмена отношение долга сектора государственного управления (по номинальной стоимости) к ВВП возросло примерно на 5 процентных пунктов. Вместе с тем из-за исключительно быстрого роста ВВП данное отношение, составлявшее в конце 1998 года 55,1 процента, в конце 1999 года упало до 49,6 процента, включая последствия программы обмена. Программа не оказала воздействия на экономическую стоимость непогашенного долга. Экономия на кассовых потоках, образовавшаяся вследствие более низких годовых купонов по

новым облигациям, компенсировала увеличение основной суммы долга. Цена облигаций, выкупавшихся в рамках программы, была выше номинала, поскольку они были выпущены в то время, когда процентные ставки были намного выше, чем в 1999 году. С другой стороны, цены на облигации, выпущенные в рамках программы, устанавливались на уровне, очень близком к номиналу. Вследствие этого, реализация программы привела к повышению номинальной стоимости долга.

### ***Программа 2002 года по обмену облигаций***

452. В январе 2002 года АУДНК провело первый масштабный обмен облигаций со времени реализации программы обмена ценных бумаг в 1999 году. Две из существовавших эталонных облигаций Ирландии (с купоном в 3,5 процента и погашением в 2005 году и с купоном в 4 процента и погашением в 2010 году) к тому времени оказались вне активного обращения относительно аналогичных ценных бумаг зоны евро.

453. АУДНК планировало выпустить две новые эталонные облигации, которые имели бы долгий срок обращения и достаточный объем эмиссии (5 миллиардов евро) для включения к середине 2002 года в систему электронных торгов Euro MTS. Предполагалось доразместить эти две новые облигации в 2002 году посредством аукционов. Наилучший способ достичь этих стратегических целей состоял в том, чтобы предложить рынку обмен на условиях замены старых облигаций с погашением в 2005 и 2010 годах на новые эталонные выпуски (облигации с погашением в 2007 и 2013 годах).

454. Операция по обмену облигаций была успешно проведена через первичных дилеров АУДНК. Облигации с погашением в 2005 и 2010 годах перестали рассматриваться как эталонные, поскольку в соответствии с правилами АУДНК после выкупа 60 процентов или более от объема эмиссии облигация теряет свой статус эталонной. Такое условие действует в качестве стимула для инвесторов принять участие в операции обмена через первичных дилеров, поскольку большинство инвесторов не желает оказаться держателями неэталонных ценных бумаг с последующим снижением ценовой ликвидности.

### ***Процедуры эмиссии облигаций***

#### ***График регулярных аукционов***

455. В период с февраля по ноябрь 2002 года при условии нормальной текущей конъюнктуры рынка в третий четверг каждого месяца АУДНК проводило аукционы по облигациям. Объем каждого аукциона обычно составлял от 500 до 700 миллионов евро, и на них выставлялись новые эталонные облигации с погашением в 2007 и 2013 годах (а также облигации с погашением в 2016 году, которые были впервые выпущены в 1997 году). Аукционы дополнительно повысили емкость и ликвидность рынков облигаций этих выпусков. Исключительное право участия в этих аукционах

предоставлено первичным дилерам. За пять рабочих дней до каждого аукциона через Bloomberg и Reuters АУДНК сообщает рынку информацию о выставляемых на аукцион облигациях и объемах торгов. Для проведения аукциона используется аукционная система Bloomberg. Это сокращает время между закрытием торгов и объявлением результатов аукциона примерно до трех минут и тем самым уменьшает риск для участников.

#### *Результаты аукциона*

456. Результаты аукциона публикуются одновременно в системе Bloomberg (страница NTMA, пункт 2 в меню) и в системе Reuters (страница NTMB) в течение примерно трех минут после прекращения приема заявок.

#### *Неконкурентные аукционы*

457. После объявления результатов аукциона в течение периода до 48 часов АУДНК принимает от первичных дилеров заявки в рамках неконкурентного аукциона по средневзвешенной цене конкурентного аукциона. Объем предложения на неконкурентном аукционе не превышает 20 процентов от объема продаж первичным дилерам на текущем конкурентном аукционе.

### **D. Структура рынка государственных облигаций Ирландии**

#### **Система первичных дилеров**

458. В основе рынка государственных облигаций лежит система первичных дилеров, которой придерживается АУДНК. Существует семь первичных дилеров, утвержденных АУДНК, которые постоянно выставляют двусторонние котировки по определенным облигациям на минимальные оговоренные объемы и в рамках максимальных оговоренных спредов. Существует также несколько биржевых брокеров, которые выполняют заказы клиентов. При этом на долю первичных дилеров приходится примерно 95 процентов оборота. Эта система, которая была введена в конце 1995 года, обеспечила повышение емкости и ликвидности рынка. Наряду с этим происходил также рост рынка РЕПО по облигациям, что также способствовало росту ликвидности рынка облигаций. Первичные дилеры являются членами Фондовой биржи Ирландии, а государственные облигации котируются на этой бирже.

459. С переходом на электронные торги и началом котировки новых эталонных облигаций с погашением в 2007 и 2013 годах в системе Euro MTS с середины 2002 года, существующая система была расширена за счет включения в нее еще шести новых учреждений, которые играют только роль прайс-мейкеров по новым облигациям с погашением в 2007 и 2013 годах. Эти новые учреждения не являются первичными дилерами и не имеют доступа к облигациям, предлагаемым на ежемесячных аукционах.

460. Ликвидность рынка государственных облигаций Ирландии поддерживается системой первичных дилеров. Вместе с тем для дальнейшего повышения ликвидности рынка АУДНК предоставляет в распоряжение первичных дилеров следующие механизмы:

- постоянное предложение рынку эталонных государственных облигаций Ирландии;
- механизмы проведения обменных операций между эталонными облигациями;
- механизмы проведения операций РЕПО и обратного РЕПО с эталонными облигациями.

### **Выкупы**

461. Для повышения ликвидности рынка АУДНК готово выкупать неликвидные неэталонные государственные облигации Ирландии в евро, непогашенные объемы которых являются сравнительно незначительными. Агентство также готово выкупить государственные облигации Ирландии, выраженные в иностранных валютах, при возникновении на рынке соответствующих возможностей. Это улучшает структуру долга, ликвидирует некоторые вышедшие из активного обращения и неликвидные облигации и способствует увеличению объемов эмиссии ликвидных эталонных облигаций.

### **Вторичный трейдер**

462. АУДНК сохраняет за собой функцию вторичного трейдера для проведения операций со своими облигациями с другими участниками рынка. Роль вторичного трейдера состоит в предоставлении рынку ликвидных средств и выполнении функции источника рыночной информации для АУДНК. Вторичный трейдер имеет право вести операции в качестве розничного клиента с маркет-мейкерами и брокерами по государственным облигациям Ирландии. Вторичные трейдинговые операции изолированы от первичных операций с облигациями посредством коммуникационного барьера (так называемой «китайской стены»).

### **Переход на электронную торговлю облигациями Ирландии**

463. В конце июня 2002 года АУДНК выставило на продажу в системе электронных торгов Euro MTS новые эталонные государственные 4,5-процентные облигации Ирландии с погашением в 2007 году и 5-процентные облигации Ирландии с погашением в 2013 году. В это же время была введена в действие внутригосударственная версия MTS, в которой были выставлены существующие эталонные облигации с погашением в 2016 году; последние еще не отвечают требованию в отношении объема эмиссии в 5 миллиардов евро, которое должно выполняться для выставления облигаций на продажу в основной системе EuroMTS. Котировка облигаций в указанных выше системах существенно повысила оборот, прозрачность цен и ликвидность и служит гарантией того, что облигации Ирландии останутся в числе общепризнанных государственных облигаций на рынке зоны евро.

## **Стандартные рыночные правила**

464. В отношении всех эталонных облигаций Ирландии действует правило расчета дней на основе их фактического числа (фактическое число / фактическое число). Сделки по облигациям осуществляются на основе чистой цены с котировкой в десятичных долях. Рабочие дни для проведения операций соответствуют операционным дням системы TARGET, а полный расчет по сделкам с облигациями производится на основе T+3, но по запросу может предоставляться отсрочка расчетов. Это стандартные характеристики рынков облигаций зоны евро. Государственные облигации Ирландии могут использоваться в качестве залога в операциях ЕЦБ на денежном рынке.

## **Расчеты**

465. В декабре 2000 года расчеты по государственным облигациям Ирландии были переведены из внутренней системы расчетов — Расчетной палаты по ценным бумагам Центрального банка Ирландии (РПЦБ ЦБИ), в банк Euroclear в Брюсселе. Ирландия была первой европейской страной, которая перевела расчеты по государственным облигациям из своего центрального банка в международный депозитарий ценных бумаг. Центральный банк Ирландии сохраняет за собой функцию регистратора.

466. Перевод расчетов в Euroclear преследовал следующие цели:

- повышение ликвидности государственных облигаций Ирландии на международных рынках капитала в результате улучшения доступа к более широкому кругу инвесторов;
- обеспечение упрощенной и экономически эффективной инфраструктуры расчетов, в рамках которой безопасное хранение и расчеты по внутренним и международным операциям централизованы в пределах одного учреждения;
- оптимизация эффективности расчетов за счет интеграции расчетных операций в международную систему расчетов в режиме реального времени;
- доступ бывших членов РПЦБ ЦБИ к широкому спектру рынков через систему Euroclear.

## **Включение в индексы**

467. Государственные облигации Ирландии входят в качестве компонентов в следующие индексы:

- Bloomberg/EFFAS;
- индекс государственных облигаций Ирландии J.P. Morgan;
- глобальный индекс облигаций Lehman Brothers;
- глобальный индекс государственных облигаций Merrill Lynch 11;
- мировой индекс государственных облигаций Salomon Smith Barney.



### **Кредитный рейтинг**

468. Ирландия имеет наивысший долгосрочный кредитный рейтинг AAA, присвоенный ей агентствами Standard and Poor's, Moody's, Fitch и японским кредитным рейтинговым агентством Rating and Investment Information, Inc. (R&I). Ирландия также имеет наивысшие краткосрочные кредитные рейтинги A-1+, P-1, F1 и a-1+ агентств Standard and Poor's, Moody's, Fitch и R&I, соответственно.

### **Порядок налогообложения государственных облигаций Ирландии**

469. Государственные облигации Ирландии не подлежат обложению налогом, удерживаемым у источника. Авуары нерезидентов освобождаются от любого налогообложения в Ирландии. Вместе с тем положения Директивы ЕС о сбережениях [Com (1998) 295, окончательная редакция] могут повлиять на сложившееся положение в отношении частных инвесторов-нерезидентов. Цель данной Директивы ЕС состоит в том, чтобы обеспечить минимальное эффективное налогообложение доходов от сбережений в форме процентных платежей в рамках ЕС. Директива применяется в отношении физических (не юридических) лиц, которые являются резидентами государства-члена ЕС и получают процентный доход от своих инвестиций в другом государстве-члене. На каждое государство-член налагается обязательство предоставлять информацию о таких процентных платежах, направляемых в государство-член, резидентом которого является получатель процентов.

### **Индексированные долговые обязательства**

470. До настоящего времени Ирландия не выпускала никаких привязанных к индексам долговых обязательств.

### **Установление и поддержание контактов с финансовым сообществом**

471. Несмотря на все технические и рыночные инновации последних двух десятилетий, деятельность финансовых рынков по-прежнему определяется человеческим фактором, и благодаря поддержанию и развитию тесных контактов Ирландия могла обеспечивать более благоприятную стоимость заимствования, чем можно было бы ожидать при ее кредитном рейтинге. Такой активный контакт с рынком также помог сотрудникам АУДНК расширить и углубить свои знания и представления о развитии ситуации на рынке и быть в курсе самых последних нововведений на финансовом рынке. Предоставление точной и своевременной информации также является частью стратегии Ирландии, призванной поддержать ее видимое присутствие на рынках капитала. С этой целью АУДНК активно использует следующие инструменты и методы:

- веб-сайт АУДНК ([www.ntma.ie](http://www.ntma.ie)), регулярно обновляемый с использованием новейшей информации;

- информационная справка по Ирландии, которая публикуется и распространяется в марте каждого года и размещается на веб-сайте АУДНК;
- годовой отчет АУДНК, который публикуется в июне каждого года;
- регулярные пресс-конференции АУДНК и соответствующие пресс-релизы, призванные информировать рынок о важных событиях;
- страницы АУДНК в системе Reuters (ntma/b/c);
- ежегодный прием в АУДНК в декабре для представителей всех банковских учреждений, с которыми оно ведет деятельность;
- кредитные линии АУДНК для финансовых учреждений;
- регулярные выездные мероприятия АУДНК и маркетинговые кампании для поддержания видимого присутствия Ирландии на рынке, особенно перед реализацией любой крупной эмиссионной программы;
- регулярные контакты АУДНК с кредитными рейтинговыми агентствами (Ирландии присвоен наивысший рейтинг AAA агентств Moody's, Standard and Poor's и Fitch);
- активное использование в АУДНК системы передачи сообщений Bloomberg для поиска котировок по нечувствительным (к ценам) инструментам, таким как депозиты и валютные форвардные пункты. Тем самым обеспечивается как оптимальное ценообразование, так и возможности для каждого банка, с которым АУДНК имеет линию связи, выставить свою котировку;
- котировка государственных облигаций Ирландии в крупнейшей системе электронных торгов EuroMTS.

### **Стандарты КПРС и ИОСКО**

472. В отчете миссии МВФ по Программе оценки финансового сектора было отмечено: «Ирландия соблюдает базовые принципы КПРС для важных в системном отношении платежных систем. Единственной важной в системном отношении системой является IRIS — ирландская система валовых расчетов в режиме реального времени. Этому способствует деятельность ЕЦБ, направленная на то, чтобы национальные платежные системы, которые участвуют в Трансевропейской системе экспресс-переводов с валовыми расчетами в режиме реального времени (TARGET), обладали всеми характеристиками, необходимыми для бесперебойного проведения международных операций». АУДНК обеспечивает работу Системы расчетов по ценным бумагам в качестве эмитента, регистратора и расчетного агента своей программы долговых обязательств Министерства финансов в соответствии с базовыми принципами стандартов ИОСКО. Центральный банк Ирландии является регистратором государственных облигаций Ирландии, расчеты по которым проводятся в Euroclear. Как Центральный банк Ирландии, так и Euroclear функционируют в соответствии с базовыми принципами стандартов ИОСКО.

### **Проблемы, связанные с введением евро**

473. ЕВС и введение евро привели к повышению степени диверсификации портфелей внутри зоны евро, поскольку исчезновение валютных рисков и транзакционных издержек и дерегулирование различных внутренних рынков государств зоны евро привели к еще большему, чем когда бы то ни было, перераспределению активов в рамках портфелей зоны евро. Поэтому в случае Ирландии доля нерезидентов в общем объеме выпущенных государственных облигаций Ирландии возросла с примерно 21 процента до 60 процентов по состоянию на июнь 2002 года. Это объяснялось диверсификацией портфелей внутренних инвесторов, которые имели большие объемы инвестиций на рынке облигаций Ирландии, и приходом на их место новых инвесторов, главным образом из других государств зоны евро.

474. При отсутствии валютного риска, в условиях однонаправленной динамики доходности и снижения спредов в результате процесса сближения (вследствие дальнейшего выравнивания суверенных кредитных рейтингов государств-членов зоны евро) мотивация инвесторов может начать ограничиваться вопросами ценовой ликвидности, прозрачности и эффективности рынка.

## VI. ИТАЛИЯ<sup>36</sup>

475. Политика Италии в области управления государственным долгом в последнее десятилетие проводилась в соответствии с предписаниями Маастрихтского договора. Этим договором создавался валютный союз, и вводилась единая валюта, евро, на территории европейских государств, удовлетворяющих установленным критериям в отношении экономической стабильности и налогово-бюджетной дисциплины.

476. За период с 1992 года Казначейство Италии осуществило кардинальное изменение структуры своих обязательств. Основные цели, которые предполагалось достичь в результате этого процесса, кратко представлены ниже.

- Изменение направленности траектории роста валового консолидированного долга сектора государственного управления (определяемого в соответствии с критериями Процедуры чрезмерного дефицита для стран Европейского валютного союза).
- Общее уменьшение давления на рынки капитала, вызванного избыточным предложением облигаций.
- Снижение подверженности риску, связанному с колебаниями процентных ставок.
- Создание емкого и ликвидного рынка государственных ценных бумаг.

477. Выражением глубокой приверженности достижению этих целей стали законодательные акты, принятые за период с 1992 года, а также организационные и структурные реформы в области управления государственным долгом.

### **А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы**

#### **Цель и сфера охвата деятельности по управлению долгом**

##### *Цели*

478. Стратегические руководящие принципы на 2002 и 2003 годы определяют цель управления государственным долгом следующим образом: «...обеспечить удовлетворение потребностей государства в финансировании и выполнение его обязательств по платежам с минимальными расходами по долгу при заданном уровне риска».

---

<sup>36</sup> Данное целевое исследование подготовили Доменико Нарделли и Джанлука Коларуссо из Департамента управления государственным долгом Казначейства Италии.

### ***Сфера охвата***

479. В соответствии с правовым закреплением обязанностей, Управление государственного долга (УГД) Казначейского департамента Италии непосредственно отвечает за выпуск внутренних государственных долговых ценных бумаг и управление ими.

480. УГД также отвечает за выпуск всех остальных ценных бумаг и управление ими. Это включает привлечение займов и осуществление иной деятельности на международном рынке капитала, такой как размещение синдицированных займов и краткосрочных коммерческих бумаг, а также операции на рынке свопов. Кроме того, УГД управляет «Фондом погашения государственного долга» и «Кассовым счетом» (“Conto Disponibilità”) в Банке Италии (оба существуют с 1993 года).

481. УГД также осуществляет надзор за доступом к рыночному финансированию со стороны государственных образований, местных официальных органов, компаний, контролируемых государством, вне зависимости от наличия государственных гарантий.

### **Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой**

482. Координация денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики с деятельностью по управлению долгом имеет приоритетное значение для официальных органов Италии. Между различными ведомствами существует четкое распределение обязанностей и специализация стоящих перед ними задач. УГД отвечает за выпуск государственных долговых обязательств и управление ими. В обязанности Казначейского департамента Италии входит управление Государственной казной и отслеживание потребностей центрального правительства в финансировании (“Fabbisogno del Settore Statale”). Банк Италии, являясь членом ЕЦБ, Европейского центрального банка, несет ответственность за денежно-кредитную политику и надзор за финансовой системой Италии.

483. Набор правил и ограничений и различные задачи, поставленные перед каждым из действующих в этой области учреждений (УГД, Казначейским департаментом, Банком Италии, а также государственными образованиями общего назначения), требуют тесной и постоянной координации работы, как для предотвращения нарушений правовых норм, так и для обеспечения упорядоченного выполнения функций государства (сбор доходов и распределение выплат).

484. Как и для всех членов Экономического и валютного союза, проблему координации управления долгом с денежно-кредитной политикой в Италии необходимо рассматривать в контексте Маастрихтского договора. Договор запрещает органам денежно-кредитного регулирования финансировать дефицит государственного бюджета посредством покупки государственных ценных бумаг на первичном рынке. В 1993 году это положение Договора было отражено в

национальном законодательстве, которое запретило Банку Италии принимать участие в аукционах по государственным облигациям. Что касается проведения денежно-кредитной политики, УГД никогда не располагало какой-либо привилегированной информацией, так как установление официальных процентных ставок было до 1998 года прерогативой Банка Италии, а впоследствии — ЕЦБ.

485. Правовая основа обеспечивает полное разграничение целей денежно-кредитной политики и управления долгом и ответственности за их осуществление. Банк Италии полностью независим от правительства и функционирует в качестве самостоятельного официального органа или учреждения, ведущего деятельность без какого-либо вмешательства извне. Его полномочия определяются специальным законодательством, при этом отсутствует какая-либо возможность вмешательства в его деятельность со стороны государства или правительства. Его собственность разделена на акции, владельцами которых являются частные учреждения и государственные образования, относящиеся к установленным категориям. Однако контрольный пакет акций, в соответствии с уставом Банка Италии (который может быть изменен только законом), должен принадлежать государственным образованиям или компаниям, находящимся в собственности государственных образований. На 31 декабря 2000 года насчитывалось 86 акционеров (80 с правом голоса).

486. Кроме того, итальянское законодательство, в соответствии со статьей 101 Договора о создании Европейского сообщества, с поправками, внесенными Маастрихтским договором, запрещает государству использовать какие-либо механизмы овердрафта по счетам в Банке Италии или ЕЦБ, в любой форме и любом объеме. С 1993 года закон запрещает прямую покупку государственных долговых инструментов у Банка Италии. Эта система распространяется и на кассовый счет Казначейства в Банке Италии, что означает отмену каких-либо механизмов овердрафта для Казначейства. В соответствии с законом этот счет должен иметь средний положительный остаток средств в размере 15,49 миллиарда евро.

487. Однако, хотя в Италии проведено четкое разграничение функций Казначейства и Банка Италии, эти два учреждения всегда поддерживали активный диалог по вопросам управления государственным долгом. Во-первых, они обмениваются мнениями на регулярных заседаниях, где обсуждаются вопросы эмиссионной политики, такие как объем и набор предлагаемых инструментов. Во-вторых, представители Банка Италии обычно входят в состав рабочих групп, время от времени создаваемых для работы над конкретными нововведениями или вопросами, относящимися к управлению долгом, такими как создание рынка облигаций с отделенным купоном, определение новых механизмов и т.п. В-третьих, поддерживается активный обмен информацией по вопросам выпуска ценных бумаг в иностранной валюте, учитывая воздействие этой деятельности на управление резервами и тот факт, что Банк Италии является фискальным агентом Республики.

488. Бесперебойная деятельность УГД по привлечению займов требует постоянного отслеживания финансовых потребностей государства (кассовых “Fabbisogno del Settore Statale”) в координации с Дирекцией Казначейского департамента. Это постоянное отслеживание осуществляется также посредством составления оценок и прогнозов возможных будущих тенденций в этих потребностях, принимая во внимание обычную годовую и экстраординарную динамику кассовых расходов и доходов (обычно это доходы от прямых и косвенных налогов, расходы на выплату заработной платы и т.п.). И наконец, при определении потребностей в финансировании необходимо учитывать сроки и структуру погашения накопленного долга.

489. Осуществляется также постоянный обмен информацией об остатке средств на кассовом счете Казначейства в Банке Италии, через который проходит большинство платежей Республики. Хотя этот счет ведется в Банке Италии, только Казначейство вправе отдавать распоряжения об осуществлении или принятии платежа. Однако эти два учреждения поддерживают тесный контакт относительно остатков средств на этом счете по причине важности этого вопроса для ликвидности системы в целом и, следовательно, для денежно-кредитной политики.

## **Институциональная основа**

### ***Управление***

490. Закон о бюджете (“Legge Finanziaria”), ежегодно принимаемый Парламентом, устанавливает обязательный лимит на размер чистых заимствований государства и на деятельность по привлечению займов на рынке в течение финансового года. Последний показатель, по существу, представляет собой совокупный объем валового выпуска государственных долговых обязательств.

491. Правовая основа деятельности по управлению государственным долгом определяется, прежде всего, государственным законом, в соответствии с которым недавно было создано Министерство экономики и финансов (МЭФ). МЭФ, в частности, наделено полномочиями, связанными с «... финансированием потребностей Правительства в средствах и государственного долга ...».

492. Нормативные положения второго уровня определяют конкретную организацию и распределение полномочий, которыми наделяется Казначейский департамент, входящий в состав МЭФ, и в частности, Управление государственного долга.

493. УГД отвечает за выпуск внутренних и внешних государственных долговых обязательств и управление ими, управление фондом погашения государственного долга и надзор за рыночными операциями финансирования других местных и государственных образований. Эта деятельность по надзору за государственными и, особенно, местными образованиями представляет собой политически окрашенную задачу для УГД. Обязательства государства, связанные с Процедурой чрезмерного дефицита, должны исполняться на уровне «сектора государственного управления», в

частности, принимая во внимание операции финансирования местных образований и всех образований, входящих в сектор государственного управления.

494. Конкретная законодательная основа, вместе с иерархией законодательных источников, дает надежную гарантию того, что за любыми операциями, которые проводят управляющие из УГД, стоит Итальянская Республика. Должностные лица УГД являются гражданскими служащими; на управляющих различных отделов, входящих в состав УГД, распространяется принцип подотчетности, что предполагает гражданскую, административную, бухгалтерскую и уголовную ответственность.

495. УГД выпускает четыре основных документа, в которых описывается уже проведенная деятельность и стратегические планы на будущее.

- Ежегодные стратегические руководящие принципы. Документ, содержащий стратегические руководящие принципы деятельности на определенный год, готовится в рамках УГД после широких обсуждений в различных отделах Департамента. Генеральный директор УГД координирует подготовку этого документа и отвечает за его представление генеральному директору Казначейства, который утверждает предварительный вариант. Не установлено какой-либо официальной процедуры представления этого документа в Парламент или прямого контроля со стороны министра экономики.
- Полугодовой отчет, представляемый Высшему ревизионному управлению.
- Ежеквартальный бюллетень государственного долга.
- Раздел, посвященный государственному долгу, в ежеквартальном Отчете об остатке кассовых средств и потребностях государственного сектора в заемных средствах.

Последние два документа представляются также в рамках программы ССРД МВФ.

496. Деятельность по управлению государственным долгом считается имеющей принципиально государственный характер. В прошлые годы рассматривались альтернативные институциональные механизмы, такие как создание независимого управления или органа, который бы действовал в среде, регулируемой гражданским правом. Хотя так и не было проведено исчерпывающего и точного анализа затрат и выгод и оценки этого проекта, сегодняшний заместитель министра экономики и финансов был уполномочен изучить возможность создания независимого органа для управления государственным долгом. В настоящее время этот вопрос остается темой для академического обсуждения и исследований.

### ***Управление внутренними операциями***

497. Средством управления операционным риском является использование надежной практики, выработанной в течение нескольких лет деятельности, в частности, начиная с 1991 года, когда была определена организационная структура УГД, существующая в настоящее время. Этот процесс завершился в 1997 году, когда



вся деятельность, связанная с управлением государственным долгом, была отнесена к сфере полномочий и ответственности УГД.

498. Как уже отмечалось, в законодательном распределении деятельности в области управления государственным долгом проводится четкое разграничение функций Казначейского департамента и Банка Италии, что позволяет избежать конфликта интересов между этими двумя учреждениями. Между ними существует традиция сотрудничества, а упорядоченное проведение аукционов и процедур расчетов, а также всех операций, связанных с деятельностью на вторичном рынке, является результатом успешного осуществления реформ по управлению государственным долгом в Италии. В частности, наличие управляющего по проведению аукционов (Банк Италии), автономных платформ для проведения торговых операций на вторичном рынке<sup>37</sup> и независимого депозитарного учреждения (Monte Titoli SpA) гарантирует четкое разделение обязанностей и обеспечивает полную подотчетность.

### *Персонал*

499. В области управления персоналом была проведена большая работа с целью улучшения и обновления кадрового состава УГД. В частности, основные усилия были сосредоточены на сокращении традиционного отставания государственного управления Италии в том, что касается информационных технологий и иностранных языков. Достигнутые успехи являются существенными, особенно потому, что они связаны с более широкой программой мероприятий в системе государственного управления Италии в целом.

500. Текучесть кадров, по сравнению с частными учреждениями, является низкой. Самая значительная часть перемещений кадров связана с переходом сотрудников из одного департамента МЭФ в другой, из одного отдела УГД в другой, или с их выходом на пенсию. Однако в последнее время участились случаи, когда сотрудники переходят на работу в международные или частные учреждения (главным образом в финансовые учреждения). Законодательные основы в Италии не предоставляют какой-либо гибкости в отношении заработной платы и стимулов, не считая небольшого числа должностей высших руководителей (обычно руководителей департаментов или генеральных директоров). Тем не менее целью недавних законодательных реформ является попытка создать более гибкую и динамичную схему, особенно для управляющих (на уровне непосредственно ниже генеральных директоров), которая позволяла бы им работать по временным контрактам, а также ввести какой-либо «мягкий вариант» привязки заработной платы к результатам их деятельности. Тем не менее УГД, как и другие административные органы, может предложить своим сотрудникам обучение и множество возможностей повышения квалификации, сравнимых с теми, которые предлагает частный сектор.

---

<sup>37</sup> MTS, MOT и BondVision, описание которых дано ниже в разделе «Развитие рынка государственных ценных бумаг».

501. Конкретный кодекс поведения отсутствует, но на должностных лиц УГД распространяются обычные положения для государственных служащих. Итальянское административное и уголовное право соответствует всем критериям беспристрастности и помогает избежать каких-либо конфликтов интересов.

### *Процедуры аудита*

502. Деятельность по управлению государственным долгом подлежит контролю со стороны Департамента учета и отчетности Министерства экономики и финансов (МЭФ) и Высшего аудиторского управления Италии (“Corte dei Conti”).

503. Официальный контроль со стороны Департамента учета и отчетности МЭФ является непрерывным и проводится только на документальной основе в отношении Администрации в целом и ограниченного числа документов, перечень которых определен законом. Это означает, что в процессе аудита проверяется и предварительно удостоверяется соответствие закону и правильность составления представленных документов с точки зрения бухгалтерского учета.

504. Особый формальный контроль со стороны Верховного аудиторского суда также осуществляется на правовой основе. Некоторые документы (например, соглашения о покупке на сумму, превышающую некоторую оговоренную величину) должны направляться в Верховный суд для предварительного правового и бухгалтерского утверждения. Неформальный контроль годовой деятельности, проводимый по факту Высшим аудиторским управлением, осуществляется на выборочной основе в отношении всех административных органов Италии и, таким образом, не является регулярным в отношении деятельности УГД.

505. Кроме этого, УГД представляет в Высшее аудиторское управление полугодовой «Отчет о деятельности по управлению государственным долгом», с подробным изложением изменений в составе государственного долга и описанием операций, проведенных в течение полугодия. Содержание этого документа не обнародуется. По существу, его главной целью является углубление знаний и понимания деятельности по управлению государственным долгом. Простой анализ количественных результатов, регулярно проводимый Высшим аудиторским управлением, расширен с включением оценки и объяснения стратегий и проводимых действий, в том числе в связи, например, с тенденциями на международных рынках капитала.

### **Прозрачность**

506. Для Казначейства Италии и УГД прозрачность является стратегическим приоритетом, приверженность которому очень сильна. Веб-сайт УГД<sup>38</sup> обновляется ежедневно, и его содержание в полном объеме доступно на английском языке.

---

<sup>38</sup> [www.tesoro.it/publicdebt](http://www.tesoro.it/publicdebt)

Создание веб-сайта отражает то большое значение, которое придается связям с обширной аудиторией международных и внутренних инвесторов.

507. Документ, иллюстрирующий стратегические руководящие принципы управления государственным долгом, ежегодно публикуется на указанном веб-сайте. Стратегические руководящие принципы раскрывают цели УГД в отношении управления рисками, состава портфеля, ликвидности ценных бумаг на вторичном рынке, прогнозы возможных валовых выпусков и количества новых облигаций и казначейских векселей, которые планируется разместить на рынке. На ранней стадии развития находится также практика публичного раскрытия данных стратегического анализа затрат/риска и целей управления долгом. Эта информация представлена в последнем стратегическом документе.

508. На веб-сайте также доступна следующая информация:

- годовой календарный график аукционов;
- квартальная программа эмиссии;
- ежеквартальный бюллетень УГД;
- объявления о предложении векселей и облигаций;
- результаты последних аукционов по всем облигациям и казначейским векселям;
- отдельные разделы, посвященные:
  - специалистам по государственным облигациям Италии;
  - статистике государственного долга;
  - итальянскому фонду погашения государственного долга;
  - перечню и описанию казначейских ценных бумаг Италии;
  - другой информации и новостям (например, относящимся к новому законодательству о порядке налогообложения облигаций и векселей).

509. Административная и организационная основа управления долгом определяется, главным образом, законодательством Италии, а затем нормативными положениями Министерства экономики и финансов.

510. Регулирование и процедуры первичного размещения государственных долговых ценных бумаг разъясняются участникам:

- в законодательной основе;
- посредством периодического (ежегодного) распространения рейтинга специалистов (веб-сайт);
- посредством открытого доступа к критериям оценки специалистов (веб-сайт).

511. Что касается системы аукционов по итальянским государственным долговым ценным бумагам, закон предусматривает набор правил, а электронная процедура публичных аукционов обеспечивает четкое и однозначное проведение всех операций (отправку заявок, открытие, ранжирование и распределение количества ценных бумаг). На случай сбоев информационных технологий предусмотрен порядок ручного и полуавтоматического восстановления информации. Операции на вторичном рынке государственных долговых обязательств с 1998 года осуществляются через электронную платформу (MTS).

512. Процесс проведения реформ вторичного рынка завершился в 1998 году после принятия закона и двух указов, регулирующих структуру вторичного рынка и роль электронной платформы MTS на оптовом рынке итальянских и иностранных государственных облигаций.

513. Информация об изменениях и объеме государственного долга направляется рынку непосредственно в момент готовности итоговых данных. УГД выпускает «Ежеквартальный бюллетень» рынка государственных долговых обязательств, в котором приводится следующая информация:

- результаты последних аукционов по итальянским государственным долговым ценным бумагам;
- объем непогашенных эталонных ценных бумаг;
- квартальная программа эмиссии (новых ценных бумаг);
- разбивка непогашенного государственного долга по видам инструментов;
- средний срок действия инструментов, составляющих государственный долг за предыдущие периоды;
- погашения облигаций, находящихся в обращении;
- погашения на ближайшие 12 месяцев;
- объемы торговли и средние спреды между курсами предложения и спроса, наблюдавшиеся на вторичном рынке (MTS).

514. Кроме того, Казначейский департамент Италии при необходимости предоставляет информацию об изменениях в порядке налогообложения государственных долговых ценных бумаг. Так было в случае последних нововведений, касающихся налогового режима (в отношении удерживаемого у источника налога) для нерезидентов: разъяснения этой реформы и бланк соответствующего заявления были размещены на веб-сайте УГД.

515. Что касается потребностей государственного сектора в финансировании (“Fabbisogno del Settore Statale”), то частичное раскрытие сводных данных по этим агрегатам ежемесячно осуществляется Казначейским департаментом Италии. Официальные прогнозы не доводятся до общественности по причине неустойчивости и неопределенности этих данных.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

516. Объем накопленного долга Италии — один из самых крупных среди промышленно развитых стран, как в номинальном выражении, так и в процентах от ВВП. Отношение долга к ВВП, составлявшее 97,2 процента в 1990 году, достигло пика в 124,3 процента в 1994 году, когда этот показатель начал снижаться благодаря проведению масштабных мер по упорядочению государственных финансов. Такое огромное долговое бремя подрывало финансовую стабильность страны и играло определяющую роль в действиях правительства в политико-экономической сфере. На протяжении 1980-х и первой половины 1990-х годов перед Италией стояла проблема все большего роста расходов на обслуживание долга, так что в 1993 году на процентные платежи по государственному долгу пришлось 22,6 процента совокупных расходов. Обслуживание долга требовало сохранения высокого уровня налогообложения, и имелось очень мало возможностей для использования налогово-бюджетной политики в качестве антициклического инструмента. Для этого потребовалось бы снижение жесткости налогово-бюджетной политики, что вскоре еще более усугубило бы состояние государственных финансовых счетов. Даже независимое проведение денежно-кредитной политики, направленной на борьбу с инфляцией за счет ограничительных мер в отношении официальных ставок, могло оказать негативное воздействие на государственные финансы из-за увеличения расходов по долгу. Однако, поскольку Италия не имела чрезмерного долга, выраженного в иностранной валюте (в 1993 году на него приходилось лишь 3,5 процента совокупного долга), крупный объем накопленного долга существенным образом не сказывался на управлении резервами. Еще в 1994–1995 годах спред между десятилетними облигациями Италии и Германии по-прежнему колебался в диапазоне от 250 до 600 базисных пунктов, и стало ясно, что столь широкий спред является экономически неприемлемым в долгосрочном плане.

517. Если до начала 1980-х годов основное внимание УГД было направлено на привлечение кассовых средств, необходимых для финансирования операций органов государственного управления, то в сложившихся условиях УГД решило более четко определить свою миссию и разработать более ясную стратегию своей деятельности. Таким образом, даже несмотря на ряд сохранявшихся ограничений, которые затрудняли отход от использования рискованного рынка казначейских векселей, Казначейский департамент начал формулировать определенные базовые положения, которые должны были стать ориентирами в политике управления долгом.

518. Общей целью политики управления долгом в то время считалась минимизация расходов, связанных с привлечением финансирования. Однако для того чтобы избежать принятия чрезмерных рисков при определенных рыночных условиях, было решено, что эта цель должна достигаться в контексте тщательного контроля за процентным риском и риском рефинансирования. Аргументация заключалась в том, что цели минимизации стоимости финансирования самой по себе было недостаточно для защиты бюджета от возможных потрясений. Например, в ситуации снижения процентных ставок реализация этой цели могла бы привести к чрезмерному выпуску

краткосрочных ценных бумаг. Хотя эта стратегия действительно могла дать экономию денежных средств в краткосрочной перспективе, она могла бы привести к принятию правительством излишнего риска, связанного с возможным повышением процентных ставок в будущем, что вызвало бы резкий рост расходов по долгу.

519. Работа по более точной оценке основных рисков, возникающих в работе УГД, способствовала определению миссии деятельности по управлению долгом. В течение 1990-х годов — при имеющемся объеме и составе долга — Италия была подвержена главным образом двум основным видам риска:

- *процентный (рыночный) риск*. По причине очень короткой дюрации государственного долга расходы по долгу были крайне чувствительны к изменениям процентных ставок;
- *риск рефинансирования (продлонгации долга)*. Средний срок государственного долга в 1990 году составлял лишь 2,6 года. Это означало, что официальные органы Италии вынуждены были ежегодно возобновлять в обращении очень крупные объемы ценных бумаг, перегружая рынок частыми и масштабными аукционами.

#### ***Подход к процентному (рыночному) риску***

520. Необходимость ограничения процентного риска потребовала от УГД проведения активной политики управления долгом с целью изменения состава и увеличения дюрации накопленного долга.

521. Начало процесса упорядочения государственных финансов и снижение темпов инфляции создали благоприятные условия для покупки инвесторами долгосрочных ценных бумаг. Повышение спроса позволило увеличить объем выпускаемых ССТ (7-летних векселей с плавающей ставкой) и ВТР (3-, 5-, 10- и 30-летних облигаций). В 1990 году на долю краткосрочных долговых обязательств и долговых обязательств с плавающей ставкой приходилось 73 процента совокупного долга. В 1995 году этот показатель снизился до 49 процентов, а к 2000 году достиг 30 процентов. В то же время дюрация портфеля долговых обязательств увеличилась с 1,7 года в 1993 году до 3,7 года в 2000 году.

522. В результате подверженность риску, связанному с колебаниями процентных ставок, значительно снизилась. Учитывая текущий состав долга, 1-процентное изменение в кривой доходности привело бы к увеличению расходов на уплату процентов на величину, которая примерно на треть меньше, чем в 1996 году.

#### ***Подход к риску рефинансирования (продлонгации долга)***

523. Еще более серьезной проблемой для Италии была проблема снижения риска продлонгации долга. До недавнего времени структура государственного долга была такова, что короткий средний срок использовавшихся инструментов порождал постоянную необходимость в продлонгации долговых обязательств с наступающими сроками погашения. Например, в 1995 году подлежавший погашению в течение года

государственный долг составлял 50 процентов совокупного объема непогашенных долговых обязательств. Кроме того, наблюдалась высокая концентрация сроков погашения на определенные даты, а потому необходимость выполнения этих обязательств по погашению вынуждала обращаться на рынок за привлечением средств в особенно крупных объемах.

524. Стратегия снижения этого риска базировалась на двух принципах. Первая цель состояла в увеличении среднего срока государственного долга. В течение 1990-х годов средний срок увеличился более чем в два раза — с 2,6 года в 1990 году до 5,7 года в 2000 году. Вторая цель заключалась в том, чтобы добиться более гладкого распределения сроков погашения в течение года. Хотя необходимость в привлечении займов имела ярко выраженный сезонный характер, УГД стремилось более равномерно распределять сроки погашения по различным месяцам.

### ***Операционная основа работы с рыночным риском и риском пролонгации долга***

525. Попытки снижения этих двух рисков продолжались в течение большей части 1980-х и 1990-х годов, когда Италия начала проводить активную политику управления долгом и изучила все возможные способы для того, чтобы убедить инвесторов покупать не только краткосрочные казначейские векселя, составлявшие основную часть портфеля любого итальянского инвестора, но и другие ценные бумаги. Кроме того, существовала потребность в диверсификации набора инструментов, использовавшихся для привлечения средств, с тем чтобы избежать чрезмерной зависимости от определенного сегмента рынка. УГД ввело новые инструменты и методы как на первичном, так и на вторичном рынке. На первичном рынке работа преимущественно велась в двух направлениях: диверсификация инструментов и введение новых процедур эмиссии.

526. Что касается диверсификации инструментов, то проводилась политика, направленная на расширение перечня видов предлагаемых ценных бумаг, с тем чтобы Казначейство могло ориентироваться на более широкий круг инвесторов, увеличить средний срок погашения долга и обеспечить более гладкий график погашения. Было введено несколько новых видов ценных бумаг, а именно:

- *казначейские долговые сертификаты (Certificati di Credito del Tesoro — CCT).* В постоянной борьбе за сокращение использования краткосрочных казначейских векселей в 1978 году Италия ввела CCT с целью увеличить средний срок своих долговых обязательств. Однако из-за преобладавшего в то время нежелания инвестировать в долгосрочные ценные бумаги с фиксированной ставкой УГД приняло решение индексировать купонные выплаты по текущей ставке для казначейских векселей. Этот новый инструмент (срок погашения которого первоначально менялся, но в начале 1990-х годов стабилизировался и установился на уровне семи лет), пользовался огромным успехом, особенно среди домашних хозяйств, и в 1990 году на его долю приходилось более 40 процентов совокупного долга. Таким образом УГД смогло значительно снизить риск рефинансирования, хотя сохранялась подверженность колебаниям в уровне процентных ставок;

- *казначейские сертификаты (Certificati del Tesoro — СТЕ), выраженные в ЭКЮ.* Начав выпуск СТЕ в 1982 году, Италия оказалась одним из первых эмитентов, предложивших ценные бумаги, выраженные в европейской расчетной единице, корзине валют, на основе которой должен был быть создан евро. Таким образом УГД смогло привлечь новых инвесторов к инструментам с более длительными сроками погашения, устранив возможность того, что страхи по поводу девальвации итальянской лиры будут мешать им вкладывать средства в государственные ценные бумаги;
- *казначейские векселя (Buoni del Tesoro — ВТЕ), выраженные в ЭКЮ.* Инструменты, сходные с СТЕ, но с более короткими сроками погашения, введенные в 1987 году;
- *казначейские сертификаты с опционом (Certificati del Tesoro con Opzione — СТО).* Эти ценные бумаги, введенные в 1988 году, представляли собой 6-летние облигации с фиксированной ставкой со встроенным опционом, дающим владельцу право на досрочное погашение по истечении трех лет;
- *первые 30-летние ВТР* были выпущены в 1993 году с целью увеличения дюрации государственного долга;
- *программа привлечения финансирования в иностранной валюте.* С 1984 года Итальянская Республика начала выпуск облигаций, выраженных в иностранных валютах, для привлечения инвесторов, не желающих инвестировать в валюту, подверженную высокой инфляции. Со временем Италия стала одним из крупнейших эмитентов на рынке еврооблигаций и впоследствии, помимо эталонных облигаций, обратилась и к другим источникам финансирования, таким как программа ЕМТН (запущенная в 1999 году).

527. Что касается процедур эмиссии, в течение ряда лет было проведено несколько изменений с целью совершенствования методов размещения, особенно средне- и долгосрочных облигаций. До 1980-х годов средне- и долгосрочные облигации размещались через синдикат крупных внутренних банков. Чтобы избежать чрезмерных колебаний на рынке, УГД объявляло объем и цену подлежащих продаже ценных бумаг. В 1985 году, учитывая рост числа посредников, которые могли получить доступ на итальянский рынок, и с целью стандартизации используемых процедур размещения, УГД начало тестирование механизма аукциона с единой ценой, и в 1988 году началось его введение в стандартную практику. К 1990 году все казначейские ценные бумаги, кроме выраженных в иностранной валюте облигаций и казначейских векселей, размещались через аукционы с единой ценой, а в 1992 году была отменена обязательная базовая цена.

528. Что касается *простых казначейских векселей (Buoni Ordinari del Tesoro — БОТ)*, казначейских векселей с различными сроками погашениями, решение прекратить указание базовой цены на аукционе (принятое в 1988 году для 3-месячных векселей и в 1989 году для 6-месячных и 12-месячных векселей) стало очень важным шагом, способствовавшим более четкому разграничению функций Казначейства и Банка Италии. Указание базовой цены казначейских векселей считалось чрезвычайно важным среди участников рынка, которые пытались извлечь из этой информации



сигнал о направлении динамики официальных процентных ставок. Такой подход вел к смешению функций Казначейства и Банка Италии и иногда порождал неуверенность в ожиданиях относительно денежно-кредитной политики.

529. Еще один важный шаг в области процедур эмиссии касался введения в 1990 году аукционов по доразмещению средне- и долгосрочных облигаций. Это решение стало ответом на необходимость повысить ликвидность недавно созданного вторичного рынка с торговлей через электронные мониторы (MTS, см. ниже). Операции на этом рынке не могли достичь ожидаемой активности из-за большого числа видов находившихся в обращении облигаций, ни один из которых не был достаточно ликвидным для проведения крупных операций. Эталонные облигации менялись очень часто, и рынок оставался фрагментированным. Поэтому УГД начало проводить несколько аукционов по одним и тем же облигациям в течение некоторого периода времени, уменьшая количество облигаций, выпущенных с одинаковым сроком погашения. Сначала этот период составлял 2–3 месяца, а затем он постепенно удлинялся. В настоящее время размещение 10-летних облигаций может осуществляться в течение более 6 месяцев, а 30-летних облигаций — более одного года. Это позволяет добиться оптимального объема облигаций в обращении, и имеются свидетельства того, что введение аукционов по доразмещению способствовало снижению расходов по долгу, так как инвесторы оказались более склонны покупать ликвидные ценные бумаги. Эта реформа также сыграла решающую роль в развитии эффективного вторичного рынка.

530. Позднее УГД также объявило о подготовленной программе обмена ценных бумаг с наступающим сроком погашения на ценные бумаги, находящиеся в процессе выпуска (предложения об обмене). Цель заключается в том, чтобы сделать структуру сроков погашения более однородной. Посредством предложений об обмене УГД будет изымать из обращения облигации прежних выпусков с коротким остаточным сроком до погашения и заменять их новыми выпусками ценных бумаг с более длительным сроком погашения. Эта мера принесет два положительных результата:

- *в отношении рефинансирования.* Изымая облигации прежних выпусков с коротким остаточным сроком до погашения, УГД сможет выровнять график погашения на ближайшее будущее (подлежащие выкупу ценные бумаги, как правило, имеют остаточный срок погашения до одного года). Эти ценные бумаги обычно заменяются новыми средне- и долгосрочными облигациями, что помогает распределить сроки погашения по более длительному временному горизонту;
- *в отношении рыночной ликвидности.* Как правило, облигации с наступающими сроками погашения более не являются ликвидными, и потому торговля ими на вторичном рынке обычно ведется неактивно, что приводит к увеличению бремени для первичных дилеров в том случае, если они обязаны котировать такие ценные бумаги. Благодаря механизму предложений об обмене первичные дилеры получают возможность обменять неликвидные облигации на высоколиквидные, например на те, которые используются УГД для реализации предложений об обмене.

531. Предложения об обмене, которые впервые были реализованы в начале 2002 года, могут исполняться в рамках двух процедур:

- *через аукцион*, следуя той же процедуре, которая используется для операций выкупа на средства, полученные от приватизации. Такие операции предпочтительно проводить в середине месяца, одновременно с аукционами по трех- и пятилетним ВТР;
- *на более поздней стадии*, путем проведения двусторонних операций непосредственно на регулируемом вторичном рынке.

532. В обоих случаях эти операции могут проводить только специалисты по государственным облигациям, поскольку они являются наиболее активными операторами на вторичном рынке и теми, на кого опирается Казначейство для поддержания высокой ликвидности и эффективности вторичного рынка.

### ***Информационные системы***

533. Учитывая, что современные рынки характеризуются значительной сложностью, разработка адекватных информационных систем является ключевым фактором, определяющим бесперебойное функционирование системы управления долгом. В течение последних 10 лет УГД работает над совершенствованием своих систем, сосредоточивая внимание на следующих трех направлениях:

- системы ценообразования;
- системы прогнозирования;
- системы управления рисками.

534. Системы ценообразования играют важную роль для операционного отдела, так как они позволяют УГД лучше понимать и оценивать проводимые операции. Потребность в разработке таких систем впервые возникла для целей управления обязательствами, когда УГД начало напрямую заключать соглашения по производным финансовым инструментам со своими контрагентами. Впоследствии такие системы также использовались в рамках деятельности по выпуску ценных бумаг и для проведения других операций, связанных с внутренним долгом. Вместо того чтобы разрабатывать собственные модели, УГД решило воспользоваться опытом инвестиционных банков в этой области, применяя их рекомендации в создании и настройке (с учетом своих потребностей) инструментов определения цен, необходимых для операций по управлению долгом. Эти модели используются в самых разных целях — от простых вычислительных операций, например, для учетных ставок, до определения цен для сложных структур инструментов или установления справедливой стоимости облигаций, подлежащих выкупу на вторичном рынке.

535. Системы прогнозирования разрабатываются для того, чтобы УГД могло формировать собственные взгляды относительно будущей динамики ключевых переменных, относящихся к управлению долгом, таких как расходы на уплату процентов, объем непогашенных долговых обязательств на будущие даты и т.д.

536. Еще одно направление текущей работы — это модели риска, которые приобретают все большее значение для целей отчетности и подконтрольности. В этой области ведется работа по совершенствованию моделей, которые позволяют УГД проводить точную оценку подверженности риску в любой заданный момент времени. Большинство существующих моделей основаны на адаптации моделей стоимости, подверженной риску (VaR), которые наиболее широко используются инвестиционными банками. Однако вследствие особого характера деятельности по привлечению средств и методологии бухгалтерского учета, применяемой для регистрации долга, УГД также ведет разработку более специализированных показателей, таких как модели расчета чувствительности расходов на уплату процентов к колебаниям процентных ставок или изменениям в составе непогашенных долговых обязательств. Расходы на уплату процентов, учитывая их влияние на государственные финансы Италии, являются переменной, которую необходимо внимательно отслеживать и в отношении которой УГД может принимать лишь очень небольшой риск. По этой причине многие имитационные расчеты, регулярно проводимые УГД в настоящее время, связаны с тестированием различных вариантов состава портфеля долговых обязательств для определения того, как будут изменяться процентные расходы при разных рыночных условиях. Результаты таких имитационных расчетов также являются основой стратегического планирования эмиссионной деятельности.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

537. Италия вложила значительные ресурсы в развитие эффективного рынка ценных бумаг. Учитывая высокие потребности в финансировании, которым управляет УГД, задача создания надежного механизма привлечения средств являлась в течение 1980-х годов одной из наиболее приоритетных. Велась работа по развитию, как первичного, так и вторичного рынков.

538. С того времени финансовая система Италии прошла путь устойчивого и быстрого развития — главным образом в сфере использования информационных технологий для проведения торговых операций, а также в области расчетных и депозитарных систем. Для управления вторичным рынком государственных долговых ценных бумаг в 1990-е годы были созданы отдельные учреждения. В 1988 году начал работать MTS SpA — основанный на операциях через электронные мониторы оптовый рынок для торговли итальянскими государственными ценными бумагами. В 1994 году на правах филиала Borsa Italia SpA был создан MOT — розничный рынок ценных бумаг. Последним нововведением, осуществление которого было начато в августе 2001 года, стало создание “BondVision” (отделения MTS SpA), оптового Интернет-

рынка ценных бумаг с фиксированным доходом по системе «дилер — клиент» со множеством дилеров.

539. Параллельно с этим в 1991 году был принят ряд законов, обеспечивающих модернизацию финансовых рынков и законодательства, имеющего отношение к институциональным инвесторам.

### **Внутренние государственные ценные бумаги**

540. На внутреннем рынке в настоящее время УГД выпускает следующие инструменты:

- Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) — 3-, 6- и 12-месячные казначейские векселя;
- Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) — 3-, 5-, 10-, 15- и 30-летние облигации;
- Certificati del Tesoro Zero-Coupon (CTZ) — 24-месячные бескупонные векселя;
- Certificati di Credito del Tesoro (CCT) — 7-летние векселя с плавающей ставкой.

### **Первичный рынок**

541. Для размещения своих долговых обязательств Итальянская Республика использует чрезвычайно стандартизованные и надежные механизмы. Традиционно внутренние долговые обязательства выпускались через аукционы, а внешние долговые обязательства — через банковские синдикаты. Сегодня эти механизмы по-прежнему играют наиболее значимую роль, даже несмотря на то, что по мере разработки новых инструментов возможно расширение использования и некоторых других способов размещения. Эти методы могут быть кратко описаны следующим образом:

- *казначейские векселя* — конкурентный аукцион без какого-либо указания базовой цены. Инвесторы могут подавать до трех заявок, каждой из которых назначается запрошенная цена. Для того чтобы избежать спекулятивных заявок, используется цена отсечения;
- *средне- и долгосрочные облигации* — аукцион по предельной цене, на котором каждой заявке назначается предельная цена, определяемая путем принятия заявок с более высокой ценой до тех пор, пока совокупный объем принятых заявок не сравняется с объемом предложения. Для того чтобы избежать спекулятивных заявок, используется цена отсечения;
- *облигации, выраженные в иностранной валюте* — синдицирование;
- *коммерческие бумаги* — прямые котировки в различных сетях и по телефону.

542. Помимо выпуска долговых обязательств, обращающихся на рынке, Итальянская Республика предоставляет гарантии по долговым обязательствам ссудо-сберегательной кассы “Cassa Depositi e Prestiti” (CDP), которые размещаются через почтовые отделения. CDP представляет собой государственное учреждение, отвечающее за финансирование местных официальных органов или конкретных проектов в области государственной инфраструктуры. Однако для обеспечения того,

чтобы займы CDP осуществлялись на тех же условиях, что и финансирование, которым управляет УГД, министр экономики и финансов, отвечающий за управление долгом, уполномочен определять финансовые условия, на которых CDP может выпускать долговые обязательства.

### *Аукционы*

543. Процедуры эмиссии постоянно совершенствуются для обеспечения их большей прозрачности и результативности. В конце 1994 года для повышения прозрачности и предсказуемости эмиссионной политики УГД начало раскрывать предварительный календарный график проведения аукционов на следующий год вместе с программой квартальных эмиссий, содержащей более полные сведения об облигациях и объемах выпуска в предстоящем квартале. За счет этого все участники рынка получают подробную информацию, которая является важнейшим условием точного планирования их деятельности на следующий год или квартал.

544. Начиная с 1995 года аукционы проводятся в Банке Италии с помощью полностью автоматизированной процедуры. Благодаря постоянному совершенствованию системы временной лаг между сбором заявок и объявлением результатов был сокращен до нескольких минут. Число учреждений, которым разрешено участвовать в аукционах, со временем увеличивалось, и сегодня на каждый аукцион подают заявки в среднем 40 участников, включая иностранные учреждения, которые могут подавать заявки, даже не являясь резидентами на территории Италии.

### *Дополнительные аукционы*

545. Дополнительные аукционы проводятся по окончании каждого обычного аукциона по продаже средне- и долгосрочных облигаций. В этой части аукциона разрешено участвовать только специалистам (см. ниже). Каждый специалист, которому были выделены облигации в ходе обычного аукциона, вправе добровольно подать заявку на дополнительное количество облигаций. Дополнительное распределение в сумме составляет 25 процентов от количества, предлагаемого на обычном аукционе, если речь идет о новой выпускаемой серии облигаций (то есть о первом транше), и 10 процентов в остальных случаях. Цена на дополнительном аукционе равна цене на обычном аукционе (средневзвешенной величине для аукционов по казначейским векселям или предельной цене для аукционов с единой ценой). Эта привилегия, которая переводит рыночный риск на Казначейство, даже если это происходит всего на несколько часов, высоко ценится избранными учреждениями-участниками.

546. Заявки на дополнительный аукцион могут подаваться до 12 часов рабочего дня, следующего за обычным аукционом, и для них используется та же процедура, что и в случае обычного аукциона. Каждый специалист имеет право на выделение ему на дополнительном аукционе доли, равной отношению совокупного объема ценных

бумаг, выделенных этому специалисту на последних трех аукционах, к совокупному объему ценных бумаг, выделенному всем специалистам на тех же трех аукционах.

547. С помощью дополнительных аукционов УГД нашло способ увеличить объемы выпуска на каждом аукционе, не беря на себя заранее обязательств по выпуску более крупных объемов облигаций, которые, возможно, было бы трудно разместить. Вместо этого возможность увеличения выпускаемого объема ценных бумаг частично оказывается определяемой условиями на рынке. Если рыночная доходность снижается, то специалистам будет выгодно принять участие в дополнительных аукционах и, таким образом, объем выпуска увеличится. И наоборот, если в течение нескольких часов после обычного аукциона ситуация на рынке ухудшится, то никаких действий предпринято не будет.

#### *Специалисты по государственным облигациям*

548. Очень важное нововведение касалось учреждения категории специалистов по государственным облигациям. Эта категория операторов, введенная в 1994 году, была отобрана из числа первичных дилеров, работающих на итальянском регулируемом рынке торговли через электронные мониторы (MTS), с целью повышения спроса на аукционах итальянских государственных облигаций, повышения ликвидности вторичного рынка и консультационной помощи Казначейству по вопросам политики управления долгом.

549. Специалисты по государственным облигациям получают исключительное право на участие в дополнительных аукционах, а также могут, на эксклюзивной основе, принимать участие в операциях выкупа, проведение которых начато Казначейством с целью уменьшения объема непогашенного государственного долга.

#### *Стратегические руководящие принципы*

550. Как отмечалось ранее, в 2000 году было начато использование документа по стратегическим руководящим принципам, которые должны соблюдаться в политике управления долгом на следующий год. Такой документ подлежит выпуску в конце каждого года и предназначен для раскрытия максимально возможного объема информации об основаниях решений, определяющих деятельность УГД в сфере управления долгом. Таким образом в распоряжение участников рынка предоставляются полезные инструменты, которые помогают им сформировать ожидания в отношении эмиссии ценных бумаг на предстоящий год.

#### **Вторичный рынок**

551. На вторичном рынке ключевой реформой стало создание в 1988 году MTS, рынка торговли государственными облигациями через электронные мониторы. Модель MTS была основана на очень простой концепции, заключающейся в том, чтобы предоставить маркет-мейкерам простой и экономичный доступ к рынку облигаций

итальянского правительства, с тем чтобы в максимально возможной степени облегчить проведение таких операций. Эти условия оказали огромное положительное воздействие на рост ликвидности и способствовали стабильности рынка, так как инвесторы всегда могли рассчитывать на эффективный инструмент для продажи своих позиций. Эти меры также привлекли на итальянский рынок новых инвесторов. В настоящее время итальянский вторичный рынок является одним из наиболее ликвидных в мире, с очень высокими объемами торговли и узкими спредами между курсами предложения и спроса. Более того, рынок торговли через электронные мониторы очень надежен в периоды серьезных кризисов. Вследствие дискреционного характера операций, проводимых через внебиржевые системы, их объем, как правило, снижается в периоды неопределенности или нарушений в деятельности финансовых рынков. С другой стороны, на рынке торговли через электронные мониторы стандартной практикой является принятие маркет-мейкерами конкретных обязательств по выставлению двусторонних котировок. Такое обязательство имеет большое значение для эмитента, который может извлечь пользу из этой информации (даже если ее объем очень невелик в условиях существенного снижения ликвидности), по-прежнему поставляемой системами торговли через электронные мониторы даже в периоды нарушений нормальной деятельности рынка.

### **Порядок налогообложения**

552. Еще одним ключевым аспектом развития итальянского рынка стал порядок налогообложения государственных ценных бумаг. В середине 1980-х годов было принято решение положить конец многолетней практике освобождения от налогов облигаций итальянского правительства и взимать у источника налог на доходы по новым облигациям по ставке 12,50 процента. Эта мера определила фрагментацию рынка, поскольку она ввела практику котировки чистой — в отличие от валовой — доходности, в зависимости от порядка налогообложения владельца облигаций. Более того, она снизила привлекательность итальянских облигаций для иностранных инвесторов, так как официальные органы Италии решили установить довольно сложную процедуру для избежания двойного налогообложения. Такая процедура предполагала, что иностранные инвесторы должны уплачивать удерживаемый у источника налог, как если бы они были лицами, подлежащими налогообложению, а затем обращаться за возвратом налога. Принимая во внимание длительный период времени, который обычно требовался для обработки заявлений о возврате налога, на базе этого механизма на некоторое время произошла существенная активизация арбитражных операций с итальянскими облигациями. Поэтому УГД начало процесс, первоначально нацеленный на рационализацию процедуры возмещения налога, удержанного у источника, и со временем (в 2001 году) провело крупную реформу, которая предоставила освобождение от налогов практически всем инвесторам-нерезидентам, не являющимся резидентами стран, представляющих собой налоговые убежища. Эта реформа подтверждает предположение о том, что в управлении долгом и, особенно, в вопросах налогообложения, связанного с управлением долгом, действует принцип «чем проще — тем лучше».

## **Отношения с инвесторами**

553. Реформа налогообложения нерезидентов была одним из побочных результатов более тесного и регулярного диалога, который УГД наладило с инвесторами, и, в частности, с международными инвесторами, которые могли не знать о возможностях, предоставляемых итальянским рынком. Например, благодаря прямым контактам с заинтересованными инвесторами, лица, занятые в сфере управления долгом, смогли хорошо понять нерешенные проблемы, вызванные техническими особенностями административного регулирования удерживаемого у источника налога. На основе этого опыта УГД расширило данное направление деятельности. В настоящее время проводятся регулярные встречи с маркет-мейкерами для получения более точной информации о тенденциях рынка, Казначейство проводит выездные презентации, чтобы предложить вниманию инвесторов новые инструменты или рыночные нововведения, а также, по запросу, организует видеоконференции для облегчения обмена мнениями, предпочтениями и информацией между УГД и инвесторами.

## **Поведение в исключительных ситуациях и в периоды финансовых кризисов**

554. Система аукционов, расчетов и торговли ценными бумагами итальянского правительства в прошлом продемонстрировала высокую устойчивость к финансовым кризисам и нарушениям европейского или мирового масштаба. Например, в 1992 году, когда произошла девальвация итальянской лиры, и она вышла из режима фиксированного валютного курса Европейской валютной системы (ЕВС), что вызвало продолжительное давление на итальянский финансовый рынок и привело к увеличению спреда процентных ставок относительно долговых обязательств крупнейших суверенных эмитентов, рынок показал свою эффективность и продолжал котировку ценных бумаг итальянского правительства, несмотря на некоторые проблемы, связанные с процедурами проведения аукционов.

555. Еще одной важной и решающей проверкой вскоре после этого, в 1995 году, стали события, последовавшие за мексиканским кризисом 1994 года, когда система первичных дилеров и специалистов и новые критерии котировки ценных бумаг на MTS оказались желанной защитой от серьезных международных кризисов. В этом случае выгоды были перенесены со вторичного рынка на первичный, где не наблюдалось никаких сбоев в работе механизма аукционов. Казначейский департамент имел возможность продолжать размещение своих облигаций без каких-либо особенных отрицательных эффектов.

556. В самое последнее время, после террористических актов 11 сентября 2001 года, Казначейский департамент и УГД продолжили свою деятельность на первичном рынке и выполнили все свои планы в отношении аукционов. В этом случае бесперебойное функционирование вторичного рынка было обеспечено за счет интервенции на европейском уровне (особенно со стороны ЕЦБ) и благодаря проверенной инфраструктуре рынка.



## **D. Выводы**

557. На основании описанного выше опыта можно сформулировать несколько выводов. Во-первых, за развитие рынка эмитентам первоначально может потребоваться заплатить определенную цену. Например, когда УГД приняло решение увеличить срок погашения государственных долговых обязательств, то вначале это делалось главным образом посредством выпуска казначейских векселей с плавающей ставкой (ССТ). Этот инструмент, вследствие присущей ему особенности индексации купона, некоторые аналитики считали слишком дорогим для Казначейства. Однако приверженность развитию рынка этих векселей, продемонстрированная УГД, определила хороший рост ликвидности и позволила Казначейству начать процесс увеличения срока погашения государственных долговых обязательств.

558. Во-вторых, желательно, чтобы управляющие долгом раньше времени не предлагали слишком сложных ценных бумаг или ценных бумаг, рассчитанных на опытных инвесторов. Например, в 1988 году, когда казначейский департамент начал выпуск долгосрочных облигаций со встроенным опционом (СТО), рынок был еще не в состоянии правильно определить стоимость этого опциона. Инвесторы были не знакомы с такими ценными бумагами, модели расчета цен были не столь широко распространены, как сегодня, не было доступных результатов исследований в области изменчивости, и потому инвесторы относились к этим облигациям как к облигациям с единовременным погашением, игнорируя стоимость опциона. Это означало, что эмитент, неся риск досрочного погашения, связанного с опционом, не мог получить связанной с ним премии в денежном выражении.

559. В-третьих, может существовать неизбежный выбор между мерами, необходимыми для создания эффективного рынка, и краткосрочными выгодами. Обеспечение устойчивого функционирования требует организации эффективного рынка, на котором применяются простые и стандартизированные процедуры, чтобы поведение эмитента было предсказуемым и не приводило к нарушениям нормальной деятельности. Италия следовала этим рекомендациям, начав, например, выпускать ежегодный календарный график аукционов по государственным облигациям, распространять официальные руководящие принципы, которые предвещали нововведения в политике управления долгом на каждый год, а также публиковать ежеквартальные календарные графики с подробными характеристиками всех новых предлагаемых к продаже облигаций. В результате такого уровня раскрытия информации УГД может столкнуться с ситуациями, когда выполнение определенного формального обязательства может быть связано со значительными издержками. Однако репутация является очень важной характеристикой эмитента: в долгосрочном плане принятие обязательств приносит свои выгоды, даже если в краткосрочной перспективе это может быть связано с определенными затратами.

## **VII. ЯМАЙКА<sup>39</sup>**

560. Перед Ямайкой стоят серьезные проблемы в области обеспечения долгосрочного экономического роста и развития, обусловленные чрезмерной задолженностью. Как и для многих других стран Латинской Америки и Карибского бассейна, период 1980-х годов закончился для Ямайки накоплением значительного внешнего долга. В то время основное внимание уделялось действенному управлению портфелем внешних долговых обязательств. Сочетание внешних факторов, таких как низкие поступления от экспорта, сокращение возможностей получения долгосрочных займов на льготных условиях, и внутренней экономической ситуации, которая характеризовалась низкими показателями производства и низким сбором доходов государства, привело к тому, что органы государственного управления стали в значительной степени полагаться на внутреннее финансирование. Поэтому к 1990-м годам высокие уровни внешнего долга и сопутствующие проблемы, в сочетании с затратами на оздоровление финансового сектора после кризиса середины 1990-х годов, привели к высоким и растущим уровням внутреннего долга, высоким процентным ставкам и дефициту бюджета.

561. Для того чтобы решить эти проблемы, Ямайка приняла меры, направленные на создание устойчивой базисной экономической среды. Главный упор в экономической программе правительства делался на сокращении общего объема долга. Учитывая тот факт, что высокие уровни государственного долга и затрат на обслуживание долга серьезно ограничивают возможности правительства вкладывать средства в физическую и социальную инфраструктуру, необходимую для стимулирования инвестиций и экономического роста, со второй половины 1990-х годов главной задачей для Правительства Ямайки было управление динамикой долга. Основное внимание уделялось управлению внутренним долгом, который являлся более крупной и более дорогостоящей частью государственного долга.

### **A. Основа макроэкономической политики**

562. В начале 1990-х годов Ямайка ускорила реализацию своей программы структурных реформ, которая предусматривала, в частности, либерализацию валютного рынка, отмену регулирования цен, снижение торговых барьеров и реформу налоговой системы. Сдерживание инфляции и поддержание относительной стабильности валютного рынка стали центральными задачами программы макроэкономической стабилизации, начатой в 1991 году. Эти задачи предполагалось решить за счет сочетания жестких мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

---

<sup>39</sup> Данное целевое исследование подготовлено Подразделением по управлению долгом Министерства финансов и планирования.

563. Правительству удалось снизить инфляцию до уровней ниже 10 процентов и обеспечить сохранение относительной стабильности на валютном рынке. Однако такая стабилизация была достигнута, в частности, за счет заметного повышения уровня внутреннего долга начиная с 1994/1995 бюджетного года. Помимо финансирования дефицита увеличение объема внутреннего долга было в значительной мере связано с необходимостью оказания помощи центральному банку, Банку Ямайки, в достижении поставленных им целей управления ликвидностью и покрытия убытков Банка Ямайки. Увеличение долга также было обусловлено тем, что государство приняло на себя долговые обязательства полугосударственных образований. Проблема долга обострилась из-за кризиса финансового сектора, который начался в 1996 году, и затрат правительства на финансовое оздоровление и реструктуризацию этого сектора. С 1 апреля 2001 года государство приняло на себя все непогашенные условные обязательства по результатам финансового оздоровления и реструктуризации сектора (примерно 35 процентов ВВП).

564. На конец 2001/2002 бюджетного года отношение государственного долга к ВВП Ямайки составило 130 процентов по сравнению со 110 процентами на конец 1994/1995 бюджетного года. Внутренний долг в процентах от ВВП вырос с 32,6 процента на конец 1994/1995 бюджетного года до 63,9 процента на конец 2000/2001 бюджетного года. После того как государство приняло на себя оставшиеся обязательства, связанные с оздоровлением и реструктуризацией финансового сектора, внутренний долг увеличился 1 апреля 2001 года до 87,5 процента. К концу 2001/2002 бюджетного года внутренний долг достиг 77,5 процента ВВП. В 2001/2002 бюджетном году затраты на обслуживание долга составили 66,1 процента бюджетных расходов, при этом затраты на обслуживание внутреннего долга составили 54,8 процента бюджетных расходов.

565. За последние 10 лет были достигнуты значительные успехи в снижении уровня внешней задолженности и связанного с ней бремени обслуживания долга. Внешний долг Ямайки уменьшился со 109,3 процента ВВП на конец 1991/1992 бюджетного года до 52,4 процента ВВП на конец 2001/2002 бюджетного года. Коэффициент обслуживания внешнего долга Ямайки (совокупные затраты на обслуживание долга в процентах от экспорта товаров и услуг) снизился с 29,2 процента в 1990/1991 бюджетном году до 12,3 процента в 2001/2002 бюджетном году.

566. Вследствие устойчивого снижения внешнего долга и улучшения его показателей в 1999 году Всемирный банк перевел Ямайку из категории стран с чрезмерно высокой задолженностью в категорию стран с умеренной задолженностью. Этот успех является результатом целого ряда достижений, среди которых:

- завершение реструктуризации коммерческих банков Ямайки в 1990 году;
- успешное окончание процесса реоформления задолженности Парижскому клубу на двусторонней основе в середине 1990-х годов;
- возобновление доступа на международные рынки капитала в 1997 году, который впоследствии был поддержан присвоением кредитных рейтингов

агентствами Moody's Investors Service (Ba3) и Standard and Poor's (B) в 1998 и 1999 годах, соответственно. В мае 2001 года агентство Standard and Poor's повысило кредитный рейтинг Ямайки до уровня B+.

567. Несмотря на эти положительные изменения, Ямайка по-прежнему имеет высокое бремя задолженности, что обусловлено ускорением темпов накопления внутреннего долга. Поэтому, несмотря на заметное изменение структуры долга за прошедшее десятилетие, общее бремя задолженности остается тяжелым из-за увеличения доли внутреннего долга с 26 процентов на конец 1990/1991 бюджетного года до 60,7 процента на конец 2001/2002 бюджетного года.

568. Признавая важность снижения долга до экономически приемлемых уровней, официальные органы Ямайки предприняли шаги, необходимые для укрепления потенциала страны в области управления долгом, и начали осуществление мер, направленных на реализацию стратегий сокращения долга и внедрение практики благоразумного управления долгом. Кроме того, были приняты меры, призванные способствовать развитию внутреннего рынка капитала.

### **Централизация функций по управлению долгом**

569. Для разработки и реализации заслуживающей доверие стратегии и мер политики по управлению долгом решающее значение имела необходимость институционального строительства и развития потенциала органов государственного управления в области управления долгом. С апреля 1998 года функции по управлению долгом сосредоточены в Подразделении по управлению долгом (ПУД) Министерства финансов и планирования. Ранее функции по управлению долгом были разделены между этим Министерством и центральным банком.

570. Ответственность за выполнение основных функций по управлению долгом — разработка и анализ политики и стратегии управления долгом, деятельность по привлечению займов, функция ведения реестра и осуществления платежей по государственным ценным бумагам, а также ведение учета долга и текущее наблюдение за ним — в настоящее время полностью возложена на ПУД указанного Министерства. Центральный банк в качестве агента отвечает за осуществление платежей по внешнему долгу, размещение долговых обязательств на первичном рынке и выпуск и погашение казначейских векселей. Управление генерального контролера, которое является подразделением Министерства финансов и планирования, несет ответственность за осуществление казначейских операций, в том числе за обслуживание долга.

571. На операционном уровне результатом централизации основных функций по управлению долгом в рамках одного подразделения Министерства финансов и планирования стало существенное укрепление процесса реализации стратегии управления долгом. Это объясняется несколькими факторами, наиболее важными из которых являются повышение квалификации в области управления долгом,

достижение большей четкости в целях управления долгом и более высокая консолидация информации, требуемой для управления долгом.

### **Цели и координация управления долгом**

572. Были сформулированы четкие цели управления долгом. Главная цель управления долгом заключается в следующем:

*«Привлекать достаточные объемы финансирования от имени Правительства Ямайки с минимальными затратами, используя при этом методы, призванные гарантировать, что в среднесрочной перспективе национальный государственный долг будет расти в направлении экономически приемлемых уровней и будет поддерживаться на этих уровнях».*

573. В условиях финансирования дефицита и проведения финансового оздоровления и реструктуризации финансового сектора управление долгом и меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики оказывали друг на друга значительное взаимное влияние, тем самым усиливая необходимость тесной координации политики. В Ямайке координация управления долгом и денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики осуществляется в контексте четко определенной и согласованной макроэкономической основы, ориентированной на снижение инфляции, достижение экономической стабильности, устойчивого роста и развития страны.

574. Передача той части функций по управлению долгом, которую выполнял Банк Ямайки, Министерству финансов и планирования также привела к более тесной координации целей налогово-бюджетной политики и управления долгом. Кроме того, это позволяет более четко определить набор целей управления долгом и сформулировать их независимо от соображений денежно-кредитной политики. Несмотря на такое раздельное установление целей, существует высокая степень координации деятельности между органами налогово-бюджетного и денежно-кредитного регулирования.

575. На политическом уровне проводятся регулярные совещания высших должностных лиц органов планирования — Министерства финансов и планирования, Банка Ямайки, Института планирования Ямайки и Института статистики Ямайки, — чтобы обеспечить согласованность экономической и финансовой программы Правительства. На техническом уровне проводятся регулярные заседания, где происходит обмен информацией о потребностях органов государственного управления в кассовых средствах и программе финансирования, а также о текущем положении в денежно-кредитной сфере и динамике ситуации на денежном и валютном рынках. Проводятся еженедельные совещания в рамках Министерства между ПУД, Подразделением по управлению налогово-бюджетной политикой, Подразделением по управлению кассовыми средствами и Управлением генерального контролера, а также между Министерством и Банком Ямайки.

## **Правовая основа**

576. Для управления долгом в стране существует развитая правовая и институциональная основа. В соответствии с Конституцией Ямайки все займы, которые относятся на счет Консолидированного фонда, в том числе все платежи по погашению внешнего и внутреннего долга, представляют собой установленные законом затраты, покрываемые за счет доходов и активов Ямайки. Данное положение позволяет осуществлять платежи по долгу без какого-либо обязательного утверждения парламентом и до предоставления средств на реализацию других мер политики и программ. Кроме того, Конституция и Закон о финансовом управлении и аудите (ФУА) возлагают на Министерство финансов и планирования общую ответственность за управление государственным долгом Ямайки.

577. Потребности правительства в заимствованиях на каждый финансовый год определяются Министерством финансов и планирования и закладываются в бюджет, представляемый Парламенту в начале финансового года.

578. Полномочия по осуществлению заимствований устанавливаются законами. Закон о займах 1964 года и последующие поправки к нему предоставляют правительству полномочия по осуществлению заимствований на внутренних и внешних рынках. Закон о займах устанавливает общие количественные лимиты на сумму займов, которую может привлечь правительство. Для повышения верхнего лимита требуется утверждение парламента.

579. В отношении внутренних заимствований действуют специальные законы, регулирующие выпуск различных долговых инструментов. Это законы о казначейских векселях, внутренних именных облигациях, обеспеченных активами долговых обязательствах, земельных облигациях и сберегательных облигациях.

580. Права субъектов государственного сектора на осуществление заимствований устанавливаются Законом о ФУА и законодательными актами, регулирующими деятельность корпораций, и дополняются недавно принятым Законом об управлении и подотчетности государственных органов. Совет директоров государственного предприятия определяет масштабы заимствования, однако Министерство, которое несет ответственность за данное предприятие, должно утвердить план привлечения заемных средств. Вместе с тем все субъекты государственного сектора, нуждающиеся в финансировании своей деятельности за счет заемных средств, должны получать утверждение Министерства финансов и планирования.

## **Прозрачность**

581. В последние годы была проделана значительная работа по повышению прозрачности и подотчетности деятельности по управлению долгом.

582. Разработанная правительством стратегия управления долгом представляется в Парламент в начале финансового года. С 1999/2000 бюджетного года эта стратегия

публикуется в форме министерского доклада, который широко распространяется среди общественности. Текст этого документа размещается на веб-сайте Министерства финансов и планирования ([www.mof.gov.jm](http://www.mof.gov.jm)).

583. Всесторонняя и регулярно обновляемая информация о долге Ямайки публикуется на веб-сайте Министерства. Помимо информации о прошлых долговых операциях, включая данные о непогашенном долге, платежах в счет обслуживания долга, структуре и составе долга, указанный веб-сайт используется и как средство публикации объявлений о будущих долговых операциях, прежде всего об операциях, касающихся эмиссии долговых обязательств на внутреннем рынке.

584. Кроме того, широко раскрывается информация о правилах участия в первичном размещении долговых обязательств, особенно в аукционах по среднесрочным государственным ценным бумагам. Уведомления о будущих выпусках внутренних долговых обязательств также публикуются в печатных средствах информации. Аналогичным образом итоги размещения государственных долговых обязательств широко публикуются в печатных и электронных средствах информации и на веб-сайте Министерства.

585. Осуществляется также регулярное распространение информации среди участников международных рынков капитала, кредитных рейтинговых агентств и международных и региональных финансовых учреждений.

## **В. Укрепление потенциала в области оценки затрат и риска и управления ими**

### **Стратегия управления долгом**

586. Главная цель стратегии управления долгом Ямайки — гарантировать поддержание общего объема заимствований на разумном уровне и получать займы на наиболее выгодных условиях из возможных. Предполагается, что в среднесрочной перспективе стратегии управления долгом будут поддержаны продолжительным снижением процентных ставок, достаточно стабильной ситуацией в области валютного курса, сокращением дефицита бюджета и возвратом к профициту бюджета.

587. Стратегия управления государственным долгом Ямайки определяется в контексте макроэкономической основы, предусматривающей сбалансированность бюджета, стабильность цен и экономический рост. В соответствии с этим стратегическая цель заключается в том, чтобы в среднесрочной перспективе довести совокупный объем долга до экономически приемлемых уровней. Задача достижения экономически приемлемых уровней долга вызвала необходимость разработки и реализации комплексной стратегии управления долгом.

588. Государственная стратегия управления долгом ориентирована на достижение в среднесрочной перспективе пяти общих целей, а именно:

- удовлетворение годовых потребностей правительства в заемных средствах;
- минимизация затрат на привлечение займов и обслуживание долга;
- достижение сбалансированной структуры сроков погашения;
- создание и содействие развитию ликвидного и эффективного рынка государственных ценных бумаг;
- обеспечение непрерывного или более широкого доступа к рынкам, как внутренним, так и внешним.

### **Система управления рисками**

589. Повышенное внимание уделяется регулированию степени подверженности органов государственного управления воздействию неожиданных изменений процентных ставок и валютных курсов, которые затрагивают портфели как внутренних, так и внешних долговых обязательств. По состоянию на конец 2001/2002 бюджетного года свыше 57 процентов портфеля внутренних долговых обязательств Ямайки составляли инструменты с плавающей ставкой. Это создавало уязвимость органов государственного управления по отношению к повышениям процентных ставок, с сопутствующим ростом затрат на обслуживание долга. Для того чтобы снизить процентный риск, текущая стратегия управления долгом ориентирована на повышение доли инструментов с фиксированной ставкой в портфеле внутренних долговых обязательств страны. В этом направлении были достигнуты определенные успехи, так как все внутренние именные облигации, размещенные через аукционы, были выпущены с фиксированной ставкой. В среднесрочной перспективе выпуск долговых обязательств с фиксированной ставкой продолжится, результатом чего станет более разумное соотношение между долговыми инструментами с фиксированной и плавающей ставкой. В среднесрочной перспективе правительство будет стремиться к тому, чтобы доля инструментов с фиксированной ставкой в портфеле внутренних долговых обязательств сохранялась на уровне целевого показателя в 60 процентов, в соответствии с оптимальной международной практикой.

590. Управление валютным риском портфеля долговых обязательств Ямайки будет включать ограничение доли позиции по долларам США в портфеле внутренних долговых обязательств. Выпуск Ямайкой ценных бумаг, выраженных в долларах США и индексированных по курсу доллара США, на внутреннем рынке привел к увеличению доли портфеля внутренних долговых обязательств, подверженной риску неблагоприятного изменения курса доллара США. По состоянию на конец 2001/2002 бюджетного года эти категории инструментов в совокупности составляли 15,5 процента внутреннего долга по сравнению с 8,1 процента на конец 2000/2001 бюджетного года. Хотя правительство приняло на себя обязательство выпустить на внутренние рынки целый набор различных инструментов, поддержание рациональной структуры внутреннего долга требует, чтобы позиция по долларам



США в портфеле сохранялась на низком уровне. В соответствии с этим стратегическая цель будет заключаться в снижении данной открытой позиции в среднесрочной перспективе.

### ***Внешний долг***

591. Валютный состав внешнего долга Ямайки, который на протяжении ряда лет оставался постоянным, в настоящее время меняется. Введение евро и замена множества европейских валют единой валютой привели к существенному изменению состава портфеля внешних долговых обязательств Ямайки. Кроме того, успешная диверсификация портфеля за счет привлечения средств на международных рынках капитала повлияла на валютный состав этого долга. Хотя более 75 процентов портфеля внешних долговых обязательств выражено в долларах США, растет доля долга, выраженного в евро. В настоящее время евро является вторым крупнейшим компонентом внешнего долга Ямайки, на долю которого по состоянию на март 2002 года приходится 14 процентов внешнего долга.

592. Кажущаяся сложность инструментов хеджирования (свопов и опционов), наряду с необходимостью специальных знаний для результативного применения таких инструментов и издержками, которые связаны с их использованием, привели к тому, что Ямайка, подобно многим другим развивающимся странам, избегает активного применения этих механизмов. Заметное изменение валютного состава внешнего государственного долга делает для правительства целесообразным принятие стратегий управления валютным риском, связанным с открытой валютной позицией, так как нехеджированные позиции могут вызвать существенный рост затрат на обслуживание долга. Поэтому будут приняты меры по минимизации уязвимости портфеля по отношению к неблагоприятным изменениям курса евро, с использованием в соответствующих случаях механизмов хеджирования, чтобы свести к минимуму подверженность портфеля валютному риску.

### ***Условные обязательства***

593. В последние годы необходимость учета и оценки воздействия условных обязательств органов государственного управления приобретает все большее значение. Органы государственного управления заинтересованы не только в ограничении совокупной номинальной стоимости условных обязательств, но также в том, чтобы свести к минимуму вероятность обращений за исполнением условных обязательств и объем государственных затрат в случае таких обращений. При оценке правомерности принятия условных обязательств рассматривается вопрос о том, как будут израсходованы соответствующие ресурсы, чтобы гарантировать их использование на цели развития в соответствии с экономической стратегией государства.

594. Реализуется целый ряд мер, призванных минимизировать подверженность органов государственного управления риску, связанному с условными обязательствами. Важнейшей из них является совершенствование текущего контроля и

анализа условных обязательств, с тем чтобы иметь возможность в полном объеме оценить их потенциальное будущее воздействие на уровень затрат на обслуживание долга. Введено в действие законодательство, призванное повысить подотчетность и прозрачность в деятельности организаций государственного сектора. Кроме того, ведется работа по обеспечению всестороннего охвата данных по условным обязательствам и созданию надлежащей системы управления рисками. Еще один способ ограничить степень подверженности органов государственного управления риску — ввести требование о некотором распределении риска при выдаче государственных гарантий.

### **С. Развитие и поддержание работы эффективного рынка государственных ценных бумаг**

#### **Первичный рынок**

595. Основная цель управления долгом — обеспечить привлечение средств с максимально возможной экономической эффективностью. Одним из шагов в этом направлении на внутреннем рынке было введение рыночного механизма продажи внутренних именных облигаций (ВИО)<sup>40</sup>, представляющих собой средне- и долгосрочные инструменты. В октябре 1999 года была введена система аукционов с множественными ценами. Ранее ставки по таким инструментам устанавливало правительство. Нередко это приводило к ценовым диспропорциям на внутреннем рынке, что время от времени проявлялось в неполном удовлетворении потребностей правительства в финансировании за счет рыночного размещения ВИО, вызывая необходимость частного размещения.

596. Более конкурентное установление цен на средне- и долгосрочные ценные бумаги было обеспечено за счет использования системы аукционов. Результатом применения этого механизма стало значительное сужение расхождений между процентными ставками по долгосрочным и краткосрочным внутренним ценным бумагам. После введения системы аукционов спрос на выпуски ВИО существенно превысил предложение. Со временем произошло сужение разброса цен в заявках. Вследствие такого изменения политики правительство стало удовлетворять свои потребности в финансировании по конкурентным ставкам. Если обстоятельства обуславливают необходимость привлечения правительством средств путем частного размещения долговых обязательств, то для этого используется процесс конкурентных торгов.

597. Еще одним важным результатом было расширение возможностей правительства по увеличению сроков погашения долговых обязательств после

---

<sup>40</sup> ВИО могут представлять собой ценные бумаги как с фиксированной, так и с плавающей ставкой.

введения аукционной системы. По данным на март 2002 года 35,1 процента совокупного внутреннего долга подлежало погашению более чем через пять лет. Это в положительную сторону отличается от ситуации, имевшей место годом ранее, когда погашению более чем через пять лет подлежало 23,3 процента совокупного внутреннего долга. В то же время погашению более чем через десять лет подлежало 17,5 процента внутреннего долга, по сравнению с 6,6 процента на конец марта 2001 года.

598. Готовность инвесторов приобретать более долгосрочные ценные бумаги привела к позитивному изменению в структуре сроков погашения внутреннего долга. Этапное событие произошло в августе 2000 года, когда был успешно проведен аукцион по размещению первых 10-летних ВИО. Из новых долговых обязательств, выпущенных в 2001/2002 бюджетном году, примерно 86,4 процента ВИО, размещенных через аукционную систему, имели сроки погашения не менее 5 лет, по сравнению с 53,5 процента новых выпусков, размещенных с использованием того же метода в предыдущем бюджетном году. В 2001/2002 бюджетном году 15,5 процента новых выпущенных внутренних долговых обязательств имели сроки погашения не менее 10 лет. В условиях постоянного улучшения макроэкономической ситуации и восстановления доверия инвесторов, правительство смогло успешно разместить через аукцион ВИО со сроками погашения 30 лет.

599. Готовность участников рынка приобретать долгосрочные ценные бумаги также отразилась в том, что стране удалось успешно выпустить гарантированные государством 30-летние облигации на развитие инфраструктуры, индексированные по темпам инфляции, для финансирования строительства первой в Ямайке платной автомобильной дороги.

600. Конверсия условных обязательств, связанных с финансовым оздоровлением и реструктуризацией финансового сектора, в обращающиеся на рынке государственные ценные бумаги обеспечила возможность дальнейшего общего удлинения сроков погашения внутренних долговых обязательств. Эти обязательства были конвертированы в ценные бумаги со сроками погашения до 25 лет.

### ***Объявления о выпуске ценных бумаг***

601. Для содействия развитию упорядоченного и надлежащим образом функционирующего внутреннего рынка ценных бумаг был избран подход, предусматривавший не только регулярный выход на рынок, но и предоставление его участникам информации о предстоящих выпусках ценных бумаг. Были достигнуты значительные успехи в предоставлении информации и повышении предсказуемости проводимых органами государственного управления операций с долгом. Помимо публикации в начале каждого бюджетного года календарного графика тендеров и дат выпуска казначейских векселей, объем публикуемых сведений был расширен за счет включения календарного графика выпуска ВИО через аукционы. Такое распространение информации и проведение регулярных консультаций с первичными

дилерами позволили повысить прозрачность и предсказуемость внутреннего рынка капитала.

### *Диверсификация портфеля*

602. Портфель внутренних долговых обязательств состоит из краткосрочных казначейских векселей; средне- и долгосрочных ВИО с фиксированной и плавающей ставками; среднесрочных долговых обязательств, обеспеченных активами; внутренних облигаций с фиксированной ставкой, выраженных в иностранной валюте, и индексированных облигаций; сберегательных облигаций, облигаций на цели развития и коммерческих займов.

603. Существенную часть портфеля внутренних долговых обязательств составляют инструменты с плавающей ставкой, однако использование аукционного механизма для установления цен на основные государственные инструменты привлечения заемных средств, ВИО, означает, что в среднесрочной перспективе все большая доля долга будет приходиться на инструменты с фиксированной ставкой. Это защитит портфель от риска в случае резких колебаний в процентных ставках и риска, связанного с пролонгацией долга.

604. Основными держателями государственных ценных бумаг являются центральный банк, коммерческие банки, страховые компании, пенсионные фонды и управляющие фондов денежного рынка. В последние годы в программе эмиссии государственных долговых обязательств ставилась задача удовлетворить потребности участников рынка. Приоритет отдавался введению новых инструментов, характеристики которых более полно учитывают потребности различных сегментов рынка. Помимо развития рынка капитала в целом, органы государственного управления выигрывают от создания более крупного общего фонда ресурсов, из которого может привлекаться финансирование на более выгодных условиях.

605. Введение новых инструментов началось в 1999 году, когда Ямайка предложила участникам внутреннего рынка небольшой объем облигаций, индексированных по курсу доллара США. Эти инструменты оказались привлекательными для тех институциональных и розничных инвесторов, которым будущая динамика валютного курса представляется неопределенной и которые активно стремятся поддерживать стоимость своих активов на стабильном уровне. Этот шаг направлен на возобновление использования сберегательных облигаций, которые, благодаря своей структуре и методу распространения привлекательны для более широкого круга инвесторов из разных секторов, в том числе для физических лиц. В январе 2002 года Ямайка представила на внутреннем рынке 30-летние облигации, привязанные к темпам инфляции, которые предназначены для финансирования первой платной автомобильной дороги. Эти облигации были приобретены главным образом пенсионными фондами.

606. Диверсификация портфеля также имела место в отношении внешних долговых обязательств. Восстановление с 1997 года доступа к финансированию, поступающему с международных рынков капитала, позволило Ямайке расширить базу инвесторов с точки зрения географической структуры и типа инвесторов, принимающих участие в международных выпусках облигаций Ямайки. Помимо выпуска еврооблигаций на сумму 1375 миллионов долларов США, размещенных в основном среди инвесторов США, в феврале 2000 года и феврале 2001 года Ямайка успешно вышла на европейские рынки капитала, выпустив выраженные в евро облигации на общую сумму 375 миллионов евро. Этот рынок обеспечил для Правительства Ямайки превосходную альтернативу и сравнительно более дешевый источник финансирования, а также бóльшую гибкость и расширение вариантов удовлетворения потребностей в финансировании. В то время как облигации, выраженные в долларах США, приобретались в основном юридическими лицами и управляющими фондами, операции с инструментами, выраженными в евро, охватили широкий круг розничных инвесторов. Регистрация будущих размещений еврооблигаций в Комиссии по ценным бумагам и биржам США в феврале 2002 года также позволит Ямайке еще больше расширить свою базу инвесторов, поскольку такая регистрация предоставляет более широкий доступ к инвесторам США.

### **Вторичный рынок**

607. Первичные дилеры играли крайне важную роль в развитии рынка ценных бумаг в Ямайке. В 1994 году Банк Ямайки создал новый механизм финансового рынка с участием первичных дилеров. Эти дилеры должны были быть посредниками, через которых центральный банк проводит свои операции на открытом рынке. Ожидалось, что они также будут оказывать постоянную поддержку, выступая в качестве гарантов размещения новых выпусков государственных ценных бумаг, тем самым обеспечивая ликвидность вторичного рынка. Несмотря на то что данное требование не является обязательным, дилеры, число которых в настоящее время равно 14, должны приобретать в совокупности 45 процентов всех выпусков на первичном рынке.

608. Развитие вторичного рынка в Ямайке сдерживается отсутствием биржевой торговли ценными бумагами. Центральный депозитарий ценных бумаг Ямайки (JCSD), дочернее предприятие Фондовой биржи Ямайки, начал свою деятельность в 1998 году. Тем не менее в настоящее время этот депозитарий проводит операции только с инструментами участия в капитале. Начат процесс, направленный на сокращение выпуска бумажных сертификатов государственных ценных бумаг. Такой перевод ценных бумаг в безбумажную форму, обеспечиваемый центральным депозитарием ценных бумаг, повысит эффективность торговли на вторичном рынке и снизит риск, связанный с хранением ценных бумаг, проведением операций купли-продажи и расчетов по ним. В рамках стратегии управления долгом на 2002/2003 бюджетный год будут реализованы меры, направленные на сокращение выпуска бумажных сертификатов государственных ценных бумаг. На начальном этапе это будет включать проведение консультаций с участниками рынка и соответствующими учреждениями, которые будут задействованы в процессе хранения

ценных бумаг в электронной форме. Имобилизация государственных ценных бумаг сделает возможным дальнейшее развитие внутреннего рынка капитала благодаря повышению эффективности и снижению риска, связанного с хранением ценных бумаг, осуществлением операций купли-продажи и расчетов по ним.

### **Налогообложение**

609. Хотя ставки налогов на процентные доходы были установлены на уровне 33,3 процента для корпораций и 25 процентов для физических лиц, до 1999 года налоги удерживались у источника только при начислении процентов на сберегательные депозиты. В 1999 году Правительство увеличило число финансовых учреждений, обязанных удерживать налоги на процентные доходы, а также расширило перечень инструментов, на которые распространяются эти налоги. Взимаемый у источника налог на процентные доходы был повышен с 15 процентов в 1999 году до 25 процентов в 2000 году по всем финансовым инструментам. Корпорации обязаны уплачивать оставшиеся 8,3 процента при подаче налоговых деклараций. Помимо увеличения доходов из этого источника, наблюдалось уменьшение диспропорций на внутреннем рынке. Стремясь стимулировать долгосрочные сбережения физических лиц, Правительство предоставило освобождение от налогов по утвержденным долгосрочным сберегательным счетам. Эти счета представляют собой депозиты, основная сумма которых хранится не менее пяти (5) лет. В случае изъятия средств с депозитов до истечения минимального пятилетнего срока, налог подлежит уплате по ставке 25 процентов.

### **Развитие технологий**

610. Внедрение новых и усовершенствованных технологий также способствует развитию внутреннего рынка капитала. Одним из таких усовершенствований является внедрение новой системы, которая позволяет первичным дилерам и другим финансовым учреждениям подавать заявки на покупку ценных бумаг в электронном виде. Непосредственная выгода заключается в повышении эффективности проведения аукционов по государственным ценным бумагам. Таким образом, модернизация систем управления долгом, текущего наблюдения и платежных систем способствует регистрации более полной информации, расширению выбора возможных инструментов анализа долга и повышению скорости обработки платежей по долгу.

## **D. Резюме**

611. Ямайка признает необходимость внедрения надежной практики управления долгом. Хотя в данном направлении еще предстоит дальнейшая работа, в последние годы были достигнуты значительные успехи в укреплении потенциала органов государственного управления в области управления долгом. Постановка четких целей управления долгом позволила сформулировать комплексную стратегию управления долгом; результатом более широкого использования рыночных механизмов для продажи государственных ценных бумаг стал выпуск более долгосрочных ценных

бумаг при более низких затратах на проценты. Кроме того, повышение доступности информации, лучшая предсказуемость выпусков ценных бумаг и более активный диалог с участниками рынка привели к повышению доверия рынка.

612. Безусловно, необходимо проведение дальнейшей деятельности с опорой на эти достижения, чтобы со временем взвешенные меры политики и надежная практика управления долгом обеспечили устойчивый экономический рост и развитие Ямайки. Ниже перечислен ряд факторов, которые будут способствовать дальнейшему развитию рынка.

- Восстановление устойчивости финансового сектора. Деятельность по финансовому оздоровлению и реструктуризации привела к консолидации учреждений данного сектора и уменьшению числа учреждений, в результате чего каждое из них будет обладать бóльшим весом.
- Дальнейшее совершенствование законодательной основы, регулирующей деятельность финансового сектора. В апреле 2001 года был создан новый орган регулирования — Комиссия по финансовым услугам (КФУ). КФУ отвечает за эффективное регулирование деятельности субъектов, ведущих операции с ценными бумагами, фондов коллективных инвестиций (то есть взаимных фондов и паевых инвестиционных фондов), инвестиционных советников, страховой отрасли и пенсионных фондов, а также за надзор над ними.
- Запланированная реформа пенсионной системы, которая приведет к объединению большего объема ресурсов для долгосрочных инвестиций.
- Планы по возобновлению выпуска государственных долговых обязательств для создания эталонных ценных бумаг на всех участках кривой доходности, что приведет к повышению ликвидности инструментов, дальнейшему удлинению сроков погашения долговых инструментов, а также к снижению стоимости заимствований.

## **VIII. Япония<sup>41</sup>**

### **A. Система управления**

#### **Цели управления долгом**

613. Меры политики Японии в области управления долгом преследуют две основные цели. Во-первых, обеспечить сглаженное и стабильное привлечение средств для управления государственными финансами. Во-вторых, ограничить затраты на средне- и долгосрочное финансирование и тем самым облегчить бремя, возлагаемое на налогоплательщиков.

614. Сглаженность привлечения средств призвана гарантировать, что выпуск государственных облигаций (ЯГО) не будет оказывать дестабилизирующего воздействия на рынок. Этого можно добиться, поддерживая на высоком уровне прозрачность и предсказуемость, а также учитывая тенденции финансового рынка. Стабильность привлечения средств означает выпуск облигаций в соответствии с запланированным объемом эмиссии государственных облигаций.

615. Совершенствование вторичного рынка является еще одним существенным аспектом, который следует принимать во внимание при разработке политики управления долгом. Именно на рынке государственных облигаций происходит установление процентных ставок по инструментам с нулевым кредитным риском. Поэтому он служит основой для более широкого финансового рынка. Кроме того, как по объему выпуска, так и по объему торговли японские государственные облигации составляют подавляющее большинство ценных бумаг, обращающихся на внутреннем рынке облигаций и долговых обязательств. Поэтому усилия, направленные на повышение ликвидности и эффективности работы вторичного рынка, а не только на совершенствование первичного рынка, крайне важны для развития финансового рынка в целом. В конечном итоге это поможет повысить конкурентоспособность японского рынка в международном масштабе. Другой аспект заключается в том, что более эффективный вторичный рынок также поможет сделать процесс эмиссии государственных облигаций более гладким и стабильным и сократить затраты, связанные с выпуском государственных облигаций.

#### **Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой**

616. Как указывалось выше, основные цели политики управления долгом заключаются в том, чтобы обеспечить сглаженное и стабильное привлечение средств при одновременном ограничении затрат на финансирование для снижения налогового

---

<sup>41</sup> Данное целевое исследование подготовил Кунимаса Антоку из Отдела государственного долга Финансового бюро Министерства финансов.



бремени. Соответственно, политика управления долгом должна содействовать процессу управления государственными финансами.

617. Как меры политики по управлению долгом, так и меры денежно-кредитной политики могут воздействовать на экономику через процентные ставки. Поэтому, если не обеспечена согласованность между этими двумя сферами, невозможно проводить надлежащие меры экономической политики. Следовательно, правительству и центральному банку необходимо обеспечить соответствующие уровни согласованности и прозрачности проводимых ими мер политики, полностью учитывая их взаимное влияние при разработке и проведении экономической политики.

618. Что касается взаимодействия с денежно-кредитной политикой, важно запретить центральному банку приобретать государственные облигации на первичном рынке и строго придерживаться принципа размещения государственных облигаций на рынке. Это требование, которое носит обязательный характер в контексте соблюдения налогово-бюджетных ограничений и обеспечения независимости центрального банка, юридически закреплено в Законе Японии о финансах (статья 5). Существует одно исключение: при наступлении срока погашения ЯГО, держателем которых является Банк Японии, с одобрения Парламента разрешена продажа выпускаемых облигаций рефинансирования непосредственно Банку Японии. Это исключение допускается, поскольку такое размещение облигаций рефинансирования не приводит к увеличению денежной массы.

619. Правительство не должно иметь права обращаться к центральному банку с просьбой о смягчении денежно-кредитной политики, ослаблении налогового бремени или приобретении государственных облигаций с целью помочь в размещении ЯГО. Просьбы подобного рода оказали бы негативное влияние на политику управления долгом, поскольку они подрывали бы доверие инвесторов к государственным облигациям, а также могли бы подхлестнуть инфляционные ожидания. Поэтому правительство никогда не обращается с такими просьбами. Более того, разработка денежно-кредитной политики является прерогативой Совета по политике Банка Японии, и окончательное решение о покупке государственных облигаций принимает Банк Японии.

### **Правовая основа управления государственным долгом**

620. Статья 85 Конституции гласит, что государство не имеет права расходовать какие-либо денежные средства и брать на себя какие-либо финансовые обязательства, за исключением утвержденных Парламентом. Соответственно, все без исключения японские государственные облигации выпускаются в порядке, установленном законом.

***Законодательная база выпуска облигаций зависит от направления использования средств***

621. В принципе, объем эмиссии государственных облигаций определяется на каждый бюджетный год, который начинается 1 апреля и заканчивается 31 марта следующего года. В настоящее время основания для выпуска государственных облигаций определяются четырьмя основными законами, перечисленными ниже.

- *Закон о государственных финансах, регламентирующий выпуск строительных облигаций.* Хотя Закон о государственных финансах устанавливает, что государственные расходы, в принципе, должны финансироваться за счет налоговых доходов (основная часть, пункт 1 статьи 4), он разрешает выпуск государственных облигаций или привлечение займов только как средство финансирования общественных работ (оговорка, пункт 1 статьи 4). Максимальный объем эмиссии на каждый бюджетный год устанавливается общими положениями бюджета и подлежит утверждению Парламентом.
- *Специальные законы, регламентирующие выпуск специальных облигаций для финансирования дефицита.* Как указывалось выше, Закон о государственных финансах разрешает выпуск государственных облигаций только для финансирования общественных работ. Однако в случае дефицита бюджета специальный закон, принимаемый на каждый бюджетный год в соответствии со статьей 4 Закона о государственных финансах, дает правительству право выпускать специальные облигации для финансирования дефицита. В этом случае максимальный объем эмиссии на каждый бюджетный год устанавливается общими положениями бюджета и должен утверждаться Парламентом.
- *Закон о специальном счете Государственного фонда консолидации долга, регламентирующий выпуск облигаций рефинансирования.* Правительство имеет право выпускать облигации рефинансирования (за исключением облигаций специального счета Фонда бюджетных ссуд) в объеме, не превышающем тот, который необходим для консолидации или погашения государственных облигаций в течение данного бюджетного года (статьи 5 и 5-2 Закона о специальном счете Государственного фонда консолидации долга). Поскольку выпуск облигаций рефинансирования не оказывает влияния на размер непогашенного государственного долга, максимальный объем эмиссии не требует утверждения Парламентом. Фактический объем выпуска определяется в соответствии с так называемым «правилом 60-летнего погашения» (см. ниже).
- *Закон о специальном счете Фонда бюджетных ссуд, регламентирующий выпуск облигаций специального счета Фонда бюджетных ссуд.* В результате проведенной в апреле 2001 года реформы системы реализации Программы бюджетных инвестиций и ссуд (ПБИС) в настоящее время правительство имеет право выпускать облигации или привлекать займы для финансирования программ бюджетных ссуд (статья 11 Закона о специальном счете Фонда бюджетных ссуд). (В рамках прежней системы все средства почтово-сберегательной системы и пенсионные резервы помещались в Бюро трастовых фондов для финансирования ПБИС. Такая схема, предусматривавшая обязательное депонирование средств,

более не существует. Вместо этого в рамках новой системы каждое учреждение, принимающее участие в реализации ПБИС, в принципе, должно привлекать средства на рынке путем выпуска собственных облигаций, то есть облигаций учреждения ПБИС. Однако при необходимости средства могут частично привлекаться путем выпуска государственных облигаций.)

622. Перечисленные законы определяют порядок использования привлеченных средств. Однако с точки зрения инвестора нет никаких различий между строительными облигациями, облигациями для финансирования дефицита, облигациями рефинансирования и облигациями специального счета Фонда бюджетных ссуд.

#### *Регулирование операций с государственными облигациями посредством законов и указов*

623. Закон о государственных облигациях наделяет министра финансов полномочиями определять порядок выпуска и регистрации государственных облигаций, а также иные базовые процедуры, связанные с государственными облигациями. Конкретные процедуры определяются министерскими указами, принимаемыми в соответствии с Законом о государственных облигациях. Данный Закон также определяет роль Банка Японии в проведении операций с государственными облигациями.

#### *Фонд консолидации государственного долга*

624. Основным инструментом сокращения государственного долга в Японии является Фонд консолидации государственного долга (ФКГД). Бюджетные ресурсы, предназначенные для осуществления любых процентных платежей и погашения государственных облигаций, направляются в ФКГД, где они накапливаются и выплачиваются из ФКГД по назначению.

625. Средства переводятся с общего счета на специальный счет ФКГД. Доходы от размещения облигаций рефинансирования также хранятся в ФКГД с целью их использования для выплаты средств по облигациям при наступлении срока их погашения. Независимое управление кассовыми потоками в связи с процентными платежами и погашением призвано повысить уверенность инвесторов в надежности процентных платежей и погашения.

#### *Правило 60-летнего погашения*

626. Так называемое «правило 60-летнего погашения», означающее, что каждый выпуск долговых обязательств должен быть погашен за 60-летний период, играет центральную роль в системе уменьшения объема долга. Эта концепция основана на том, что средний срок экономической амортизации активов, приобретаемых за счет строительных облигаций и специальных облигаций финансирования дефицита,

составляет примерно 60 лет, так что их погашение должно быть завершено в течение этого периода.

627. Данное правило позволяет рассчитать чистую сумму, подлежащую погашению, из валовой суммы облигаций с наступающим сроком погашения. Иными словами, это правило используется для того, чтобы определить, какой объем бюджетных ресурсов должен финансироваться путем выпуска облигаций рефинансирования (для чистого погашения). Правило 60-летнего погашения не применяется в отношении облигаций специального счета Фонда бюджетных ссуд, так как для их погашения используются средства, получаемые от инвестиций ПБИС.

628. Приводимый ниже пример показывает, как фактически работает это правило. Выпускаются новые 10-летние облигации финансирования на общую сумму 60 миллиардов иен. При наступлении срока их погашения 10 миллиардов иен, или шестая часть объема первоначальной эмиссии, будут направлены на кассовое погашение (в ФКГД), а на оставшиеся 50 миллиардов иен будут выпущены облигации рефинансирования. Предположим, что эти новые облигации рефинансирования представляют собой 5-летние облигации. Когда через пять лет наступит срок погашения облигаций рефинансирования, 5 миллиардов иен, или 5/60 от объема первоначальной эмиссии, будут выплачены в счет погашения, а на оставшиеся 45 миллиардов иен будут вновь выпущены облигации рефинансирования. В результате повторения этой процедуры через 60 лет после первоначальной эмиссии все выпущенные облигации будут полностью погашены.

### **Организационная структура**

629. Объем выпускаемых ЯГО определяется в рамках бюджетного процесса на каждый финансовый год. В рамках Министерства финансов деятельностью, связанной с привлечением займов для правительства, заняты следующие департаменты:

- *Бюджетное бюро.* Бюджетное бюро рассчитывает объем нового выпуска облигаций финансирования, средства от размещения которых поступают в доходы общего счета.
- *Отдел по реализации Программы бюджетных инвестиций и ссуд Финансового бюро.* В силу возложенных на него обязанностей по управлению ПБИС это подразделение определяет объем эмиссии облигаций специального счета Фонда бюджетных ссуд, средства от размещения которых поступают в доходы специального счета Фонда бюджетных ссуд.
- *Отдел государственного долга Финансового бюро.* Как видно из названия, этот отдел играет центральную роль в разработке политики управления долгом, от составления плана эмиссии государственных облигаций и определения условий каждого выпуска до разработки новых схем и программ, таких как STRIPS (должна быть введена в действие в 2002 бюджетном году). Отдел государственного долга также рассчитывает объем выпуска облигаций рефинансирования, исходя из правила 60-летнего погашения.

- *Отдел казначейства Финансового бюро.* Этот отдел отвечает за текущее управление кассовыми потоками общего счета, исходя из ситуации в области эмиссии долговых обязательств. Кроме того, он выпускает векселя финансирования для краткосрочного покрытия дефицита средств.
- *Налоговое бюро.* В компетенцию этого бюро входят системы налогообложения, касающиеся государственных облигаций.

630. Банк Японии выполняет всю процедурную работу, связанную с государственными облигациями, от эмиссии до погашения. Он играет роль центрального депозитария ценных бумаг по государственным облигациям, а также является оператором Системы финансовой сети банка Японии (BOJ-NET) — работающей в режиме реального времени системы, в которой участвует целый ряд финансовых учреждений и через которую проводятся расчеты по государственным облигациям и денежные расчеты.

631. Агентство финансовых услуг, отвечающее за надзор над финансовыми рынками, играет ведущую роль в установлении правил и создании систем торговли, а также в осуществлении надзора за вторичным рынком.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

### **Стратегия управления долгом**

632. Как указывалось выше, цели управления долгом можно свести к трем пунктам:

- во-первых, обеспечить сглаженное и стабильное привлечение средств для управления государственными финансами;
- во-вторых, ограничить затраты на средне- и долгосрочное финансирование и тем самым облегчить бремя, возлагаемое на налогоплательщиков;
- в-третьих, обеспечить развитие высокоэффективного и высоколиквидного рынка долговых обязательств.

633. Для достижения совокупности этих целей важно, чтобы политика управления долгом основывалась на двух разных, хотя и тесно взаимосвязанных подходах — удобство для рынка и содействие его развитию.

634. В данном разделе в общих чертах описывается стратегия управления долгом, уделяя основное внимание реализации мер политики, удобных для рынка. Развитию рынка посвящен следующий раздел.

### ***Укрепление связей с рынком***

635. Для обеспечения сглаженного и стабильного финансирования крайне важно полностью учитывать тенденции и потребности рынка, чтобы не оказывать на него дестабилизирующего воздействия. Поэтому для реализации удобных для рынка мер

политики абсолютно необходимо должное понимание рыночных тенденций и потребностей. Для осуществления любого крупного изменения в политике в равной мере важно направлять ожидания рынка, поддерживая двустороннюю связь с его участниками.

636. В Отделе государственного долга, который входит в состав Министерства финансов и отвечает за выпуск государственных облигаций и ведение текущей работы с ними, работают несколько должностных лиц, ответственных за оперативное наблюдение, которые поддерживают ежедневные контакты с участниками рынка облигаций. Важнейшая информация, получаемая через этот канал, передается на более высокие уровни управления. Во время размещения облигаций, перед самой подачей заявок, проводятся собеседования с рядом участников рынка, с тем чтобы иметь возможность уточнить условия эмиссии с учетом потребностей рынка.

637. Хотя такое текущее наблюдение за рынком со стороны ответственных за это официальных лиц имеет большое значение для рыночного управления долгом, был сделан вывод о том, что для многостороннего обмена мнениями было бы полезно создать консультативную группу из широкого круга участников. Поэтому в сентябре 2000 года Министерство финансов создало Конференцию по рынку японских государственных облигаций — форум ведущих участников рынка, ученых и экспертов. Эта Конференция не наделена директивными полномочиями, однако она стимулирует активное участие членов в ее работе благодаря надлежащему отражению содержания проводимых дискуссий о политике управления долгом. Более того, в ходе обсуждения в рамках Конференции орган управления долгом может прямо или косвенно информировать рынок о направленности этой политики. Поэтому на заседаниях обсуждаются разнообразные темы, от краткосрочных мер, таких как определение структуры сроков погашения, до вопросов более долгосрочного характера, таких как институциональное совершенствование рынка государственных облигаций.

638. Заседания этой группы проходят примерно раз в месяц. Участники рынка, принимающие участие в таких заседаниях, выбираются раз в шесть месяцев, исходя из результатов их участия в торгах. В то же время важно, чтобы совместные заседания с представителями органа управления долгом не приводили к тому, чтобы присутствующим на таких заседаниях участникам рынка уделялось особое внимание. Поэтому сразу после каждого заседания Конференции по рынку японских государственных облигаций председатель проводит пресс-конференцию, на которой рассказывает о содержании проведенного обсуждения. Более того, еще до открытия рынка на следующее утро публикуются подробные протоколы заседаний, за счет чего обеспечивается равная информированность членов Конференции и других участников рынка.

### ***Размещение по номинальной стоимости***

639. Как правило, японские инвесторы предпочитают, чтобы цена размещения равнялась номиналу или была близка к нему. Соответственно, при определении условий эмиссии купонная ставка и срок погашения должны определяться с учетом

фактической ситуации на рынке, чтобы цена размещения была близка к номиналу. Как следствие, доразмещение находящегося в обращении выпуска облигаций возможно только в том случае, если рыночная ставка непосредственно перед аукционом близка к купонной ставке по этим находящимся в обращении облигациям. Поэтому вплоть до объявления условий эмиссии в день проведения торгов неизвестно, будет ли применено правило доразмещения. Одно из следствий такой практики заключается в том, что итоговый объем находящихся в обращении облигаций каждого выпуска довольно трудно предсказать. Эту проблему еще предстоит решить, — например, путем введения правила регулярного доразмещения, подобного тому, которое применяется в некоторых других странах. В результате такого изменения цена размещения может оказаться значительно выше или ниже номинала. Таким образом, очень важно понять, изменится ли склонность японских инвесторов к приобретению облигаций по номиналу, когда практика учета по текущей стоимости получит более широкое распространение.

### *Размещение облигаций через аукцион*

640. Для того чтобы процедура размещения государственных облигаций была удобной для рынка, желательно, чтобы была связь между первичным и вторичным рынком. Поэтому действенным подходом к размещению государственных облигаций с использованием рыночных механизмов является проведение аукционов среди множества участников рынка.

641. В Японии 10-летние облигации (это наиболее распространенный срок облигаций с самого начала выпуска ЯГО) размещаются исключительно через эмиссионные синдикаты. Однако в настоящее время 60 процентов выпуска размещаются среди участников синдиката через аукцион по конкурентным ценам, чтобы максимально использовать рыночный механизм. Оставшиеся 40 процентов распределяются среди участников синдиката по фиксированной цене и в фиксированной пропорции. Что касается объема, предлагаемого на аукционе по конкурентным ценам, то, если сумма поданных заявок меньше намеченного объема выпуска, участники синдиката обязаны выкупить остаток облигаций в соответствии с их фиксированными долями и по цене, равной средней цене продажи на аукционе с конкурентными ценами<sup>42</sup>.

642. Все прочие облигации размещаются с использованием аукционов. В результате, 90 процентов государственных облигаций, размещенных на финансовом рынке в течение 2001 бюджетного года, предлагались через аукционы.

---

<sup>42</sup> Для проведения аукционов по публичному размещению принципиально важно, чтобы вторичный рынок был достаточно зрелым и крупным. Поэтому, если этот рынок находится на сравнительно ранней стадии развития, то приемлемым вариантом может быть введение механизма, обеспечивающего стабильность финансирования, такого как система эмиссионных синдикатов в Японии.

643. Еще один вопрос, требующий рассмотрения, — это выбор метода проведения аукциона (аукцион по цене или по доходности), и размещение всех облигаций по единой цене или же продажа каждому участнику по цене его заявки. В Японии метод ценового аукциона принят для всех видов государственных облигаций, кроме 30-летних облигаций и 15-летних облигаций с плавающей ставкой<sup>43</sup>, и все они размещаются по договорной цене.

644. В случае 30-летних облигаций нет непосредственных данных о текущей рыночной доходности, на основе которой рассчитывается купонная ставка, поскольку вторичный рынок 30-летних облигаций является еще не полностью функционирующим. Поэтому такие облигации предлагаются через аукционы по доходности, а потом по результатам аукциона определяется купонная ставка, что гарантирует размещение облигаций по цене, близкой к номиналу. Все успешные участники аукциона могут приобрести облигации по цене, обеспечивающей максимальную доходность (то есть используется метод единой цены). Этот метод считается результативным при размещении облигаций с длительными сроками погашения.

### **Управление рисками**

645. Наиболее крупные риски, с которыми может столкнуться официальный орган, выпускающий долговые инструменты, — это риски колебаний процентных ставок и риск рефинансирования. Например, преобладание выпусков с одним сроком погашения при определении структуры сроков погашения может увеличить риск роста доходности, а преобладание облигаций, выкуп которых будет происходить примерно в одно и то же время, может повысить будущие риски рефинансирования. Таким образом, важно поддерживать надлежащее равновесие между различными зонами сроков погашения в портфеле долговых обязательств. Это достигается за счет оценки широты рынка для каждой зоны (например, короткие, средние, длинные и сверхдлинные сроки погашения).

646. В последние годы ЯГО со сроками погашения, отличными от 10 лет, быстро зарекомендовали себя как новые эталонные облигации с повышающейся ликвидностью, что облегчило управление рисками. Однако в результате равновесие между различными зонами сроков погашения также было неустойчивым. Поэтому в настоящее время не существует фиксированного стандарта ни для соотношений сроков погашения, ни для среднего срока погашения облигаций.

647. Принципиально важной задачей является также максимальное сглаживание структуры погашения долговых обязательств в составе портфеля. В 2002 бюджетном

---

<sup>43</sup> Для 15-летних облигаций с плавающей ставкой аукционы проводятся по отклонению от справочной ставки (то есть доходности по 10-летним облигациям, зафиксированной на последних торгах).



году ожидается реализация программы выкупа, призванной скорректировать структуру сроков погашения портфеля долговых обязательств.

648. Результатом изменения в распределении выпусков долговых облигаций по зонам сроков погашения может стать повышение рисков колебаний процентных ставок. Таким образом, изменение систем, связанных с долгом, то есть систем, регламентирующих деятельность на рынке долговых обязательств (таких как правовые или расчетные системы), может повысить риски колебаний процентных ставок, если рынок не ожидает такого изменения. Поэтому при изменении политики желательно подготовить проведение соответствующих мер, проинформировав рынок по различным каналам, чтобы это изменение было заблаговременно учтено в ожиданиях рынка. Например, при составлении плана эмиссии государственных облигаций на каждый бюджетный год участники рынка особенно заинтересованы в том, чтобы знать объемы выпуска облигаций для каждой зоны сроков погашения. Именно в таких ситуациях может оказаться полезной Конференция по рынку японских государственных облигаций. Возможность обсуждений с участниками рынка, которые помогут органам управления долгом лучше понять потребности рынка, а также незамедлительное обнародование содержания этих обсуждений должны способствовать большей предсказуемости еще не объявленной структуры сроков погашения.

### **С. Развитие рынка государственных ценных бумаг**

#### **Диверсификация сроков погашения государственных облигаций и привлекательность продуктов**

649. Для развития эффективного рынка государственных облигаций важно добиться гладкой кривой доходности путем создания эталонной облигации для каждой зоны сроков погашения, что повысит ликвидность по всей кривой доходности. В прошлом в структуре сроков погашения преобладали 10-летние облигации, что делало их по существу единственным видом эталонных облигаций в Японии. Однако в последние годы внедрение новых видов государственных облигаций со сроками погашения, отличными от 10 лет, привело к диверсификации зон сроков погашения<sup>44</sup>. Кроме того, при составлении плана эмиссии на каждый бюджетный год увеличивались объемы

---

<sup>44</sup> В последние годы проводились аукционы по публичному размещению следующих государственных облигаций: однолетних казначейских векселей (в апреле 1999 года); 30-летних купонных облигаций (в сентябре 1999 года); 5-летних купонных облигаций (в феврале 2000 года); 15-летних облигаций с плавающей ставкой (в июне 2000 года); 3-летних дисконтных облигации (в ноябре 2000 года).

выпуска 2-летних, 5-летних<sup>45</sup>, 10-летних и 20-летних облигаций, с целью сделать их новыми эталонными инструментами, одновременно принимая во внимание необходимость обеспечить баланс между ними. Как упоминалось выше, при определении условий размещения, исходя из ситуации на рынке, возможность или невозможность применения правила доразмещения зависит от обстоятельств на момент размещения. Однако в случае применения правила доразмещения цели и ожидания заключаются в повышении ликвидности данного конкретного выпуска облигаций.

650. С другой стороны, чрезмерная диверсификация зон сроков погашения несовместима с задачей создания эталонных облигаций. В настоящее время было бы неоправданным введение еще новых эталонных инструментов путем создания облигаций с новыми сроками погашения в дополнение к 2-летним, 5-летним, 10-летним и 20-летним облигациям.

651. Чтобы предоставить инвесторам разнообразные возможности для вложения средств, рассматриваемые исключительно с точки зрения сроков погашения, также необходимо рассматривать диверсификацию с позиций введения инструментов, которые удобны для рынка и отвечают его потребностям с точки зрения привлекательности. Например, в настоящее время на публичных аукционах предлагаются 15-летние облигации с плавающей ставкой, полугодовой купон которых привязан к процентной ставке по 10-летним облигациям. Это было сделано в ответ на повышение потребностей инвесторов в продуктах, которые могут позволить им застраховаться от рисков колебаний процентных ставок.

652. Кроме того, в скором будущем ожидается введение системы STRIPS (раздельная торговля зарегистрированными процентами и основной суммой ценных бумаг). Это должно не только расширить возможности, доступные для инвесторов, но и поможет сформировать более точную кривую доходности бескупонных облигаций, повысив тем самым эффективность рынка долговых обязательств.

## **Информация о размещении облигаций**

### ***План эмиссии на каждый бюджетный год***

653. Чтобы сделать выпуск долговых обязательств прозрачным и предсказуемым, Министерство финансов разрабатывает план эмиссии государственных облигаций на предстоящий бюджетный год и обнародует его одновременно с бюджетом. План

---

<sup>45</sup> Выпускались и облигации со сроком погашения четыре и шесть лет, однако их эмиссия была прекращена в 2001/2002 бюджетном году, и эталонным инструментом для среднесрочной зоны стали 5-летние облигации. Это было сделано в ответ на повышение ликвидности 5-летних купонных облигаций, введенных в феврале 2000 года.

эмиссии состоит из двух частей: 1) классификации по целям финансирования; 2) классификации по методам выпуска и срокам погашения.

654. Последняя классификация подразделяется на две части — общую сумму, подлежащую размещению в частном секторе, и общую сумму, подлежащую размещению в государственном секторе. Общий объем выпуска, подлежащий размещению в частном секторе, дополнительно разбивается по срокам погашения, а общая сумма, подлежащая размещению в государственном секторе, — по государственным структурам.

655. Поскольку Министерство финансов придерживается правила выравнивания объема каждого выпуска для заданного срока погашения, участники рынка должны быть в состоянии предсказать примерный объем одного выпуска по общему объему эмиссии в разбивке по срокам погашения.

#### ***Календарный график проведения аукционов***

656. В марте 1999 года Министерство финансов начало предварительную публикацию календарного графика аукционов с указанием объема предложения, с целью сделать размещение долговых обязательств более прозрачным и предсказуемым. Ранее ежеквартально объявлялся календарный график на предстоящие три месяца. Однако этот метод имел тот недостаток, что инвесторы лишь в последний момент получали информацию о первом аукционе наступающего квартала. Поэтому в октябре 2001 года метод объявления был изменен на ежемесячную публикацию календарного графика проведения аукционов на предстоящие три месяца. Это сделало эмиссию долговых обязательств более предсказуемой.

#### ***Условия эмиссии***

657. Общий объем предложения ценных бумаг каждого выпуска публикуется примерно за неделю до каждого аукциона. Однако купонная ставка и дата погашения объявляются лишь в день аукциона, поскольку эти два параметра определяются в зависимости от рыночной конъюнктуры, которая отслеживается вплоть до последнего момента перед началом аукциона.

658. Эта информация доводится до сведения участников рынка в заранее определенные сроки как через Интернет, так и через информационные агентства.

#### ***Результаты аукциона***

659. Для того чтобы свести к минимуму риски участников рынка, желательно объявлять результаты аукциона как можно быстрее. С мая 2001 года результаты аукциона готовятся в течение полутора часов. Ранее для этого требовалось до двух с половиной часов, однако к апрелю 2000 года время было сокращено до двух часов.

### **Налогообложение, связанное с государственными облигациями**

660. Из процентных доходов по купонным облигациям у источника удерживается налог в размере 20 процентов. Однако, если держателями этих облигаций являются определенные финансовые учреждения (например, банки и компании, ведущие операции с ценными бумагами), то они освобождаются от уплаты данного налога.

661. Более того, в сентябре 1999 года была введена система освобождения от уплаты удерживаемого у источника налога на процентные доходы по государственным облигациям, держателями которых являются инвесторы-нерезиденты. В апреле 2001 года эта налоговая льгота была еще больше расширена. Согласно новой схеме освобождение от данного налога также распространяется на процентные доходы по государственным облигациям, депонированным инвесторами-нерезидентами в системах безбумажного обращения Банка Японии через иностранные финансовые учреждения (в том числе через так называемых глобальных кастодианов).

662. В случае дисконтных облигаций прибыль, получаемая при их погашении, подлежит обложению налогом в размере 18 процентов, который удерживается автоматически во время покупки. Однако прибыль по казначейским векселям и векселям финансирования освобождается от данного налога (поскольку они теперь хранятся в системе переводов и расчетов).

### **Диверсификация участников рынка**

663. Развитие высоколиквидного рынка долговых обязательств требует максимально возможной диверсификации его участников, что увеличивает емкость рынка.

664. Одна из характерных особенностей рынка долговых обязательств Японии заключается в том, что держателями большей части находящихся в обращении японских государственных облигаций являются субъекты государственного сектора (в том числе государственного финансового сектора, например, почтово-сберегательной системы) вместе с частным банковским и страховым сектором, тогда как доля ЯГО, держателями которых являются индивидуальные инвесторы и инвесторы-нерезиденты, остается низкой по сравнению с другими странами<sup>46</sup>. Возможно, одним из факторов, определяющих такое положение, является ориентация финансовой структуры Японии на опосредованные вложения. Даже в настоящее время значительный объем финансовых активов домашних хозяйств (в сумме составляющий 1400 триллионов иен) инвестируется в государственные облигации косвенно, через банковские вклады и почтово-сберегательные счета. Одной из причин, усиливших эту тенденцию, было уменьшение спроса на денежные средства в частном секторе из-за наблюдающейся в последние годы стагнации в экономике.

---

<sup>46</sup> На 31 марта 2000 года физическим лицам принадлежало 2,5 процента, а инвесторам-нерезидентам — 5,2 процента находящихся в обращении ЯГО.

665. По существу, структура держателей долговых обязательств в любой стране имеет столь глубокие корни, уходящие в финансовую систему, что невозможно с полной уверенностью утверждать, какой она должна быть. Однако в ситуации, когда большинство находящихся в обращении ЯГО находятся в собственности ограниченного числа институциональных инвесторов, увеличивается вероятность более резких изменений на рынке долговых обязательств в случае потрясения. Поэтому для повышения стабильности рынка долговых обязательств намного предпочтительнее максимально диверсифицировать состав держателей долговых обязательств.

666. Кроме того, ожидается, что введение в апреле 2002 года системы компенсации (которая представляет собой страхование депозитов, гарантирующее срочные вклады на сумму до 10 миллионов иен, по сравнению с неограниченным страхованием в прошлом) повысит степень осведомленности общественности о кредитных рисках. В результате в общих макроэкономических потоках капитала, возможно, будут в большей степени учитываться риски. Если это произойдет, то повысятся потребности в государственных облигациях, поскольку они представляют собой финансовые активы без кредитного риска.

667. В области диверсификации участников рынка приоритеты текущей политики заключаются в содействии дальнейшему расширению круга участников за счет индивидуальных инвесторов, инвесторов-нерезидентов и нефинансовых корпораций.

668. Что касается индивидуальных инвесторов, то стали проводиться различные мероприятия по связям с общественностью с целью ознакомить этих инвесторов с преимуществами вложения средств в государственные облигации. На конец 2001 года, например, была разработана ориентированная на индивидуальных инвесторов пропагандистская кампания в средствах массовой информации с использованием телевидения, радио, газет, журналов и рекламных плакатов. Кроме того, в 2002 бюджетном году планируется ввести нерыночные государственные облигации, специально рассчитанные на индивидуальных инвесторов.

669. Что касается инвесторов-нерезидентов, то перечисленные выше налоговые льготы уже привели к облегчению их выхода на рынок ЯГО, и при этом разработаны планы по дальнейшему углублению представлений этих инвесторов о системах налогообложения и других смежных нормативных системах Японии. Одним из действенных способов информирования иностранной аудитории, в частности, считается Интернет.

### **Улучшение системы расчетов**

670. Банк Японии выполняет функции центрального депозитария ценных бумаг для государственных облигаций и оказывает расчетные услуги по ЯГО. Расчеты по ценным бумагам, обращающимся в безбумажной форме, производятся на основе системы BOJ-

NET. Процедуры, связанные с проведением торгов при размещении этих ценных бумаг, также осуществляются в режиме реального времени через систему BOJ-NET<sup>47</sup>.

671. Расчеты по ценным бумагам, обращающимся в безбумажной форме, производятся в режиме реального времени с помощью Системы перевода японских государственных ценных бумаг (JGS), которая является частью системы BOJ-NET. Другая часть BOJ-NET — это Система перевода средств, которая работает в режиме реального времени и предназначена для электронного перевода средств между текущими счетами в Банке Японии. В апреле 1999 года эти две независимые системы были объединены, что позволило ввести в действие метод расчетов «поставка против платежа» (ППП). Метод ППП имеет большое значение для обеспечения надежности расчетной системы, позволяя избежать рисков, возникающих из-за разницы во времени расчетов по денежным средствам и ценным бумагам.

672. Более того, в январе 2001 года был изменен метод расчетов по государственным облигациям и текущим счетам в Банке Японии — вместо проводимых в определенное время расчетов на чистой основе теперь используются валовые расчеты в режиме реального времени (ВРРВ). В такой системе используется метод расчетов, который ограничивает прямые последствия неспособности одного финансового учреждения произвести платеж (например, если это учреждение не может по какой-либо причине перевести средства или государственные облигации) контрагентам по операции. Иными словами, переход на систему ВРРВ был направлен на снижение системного риска, присущего чистым расчетам, проводимым на определенные моменты времени<sup>48</sup>.

673. Введение системы ВРРВ решило и другую проблему, связанную с прежним методом проведения чистых расчетов на определенные моменты времени. В прежней расчетной системе каждый платеж через процедуру неттинга был связан с другими платежами, проходящими в тот же расчетный момент, тогда как в системе ВРРВ каждый платеж проводится отдельно.

674. Кроме того, при использовании метода расчетов в режиме реального времени расчеты по большинству операций в Банке Японии в настоящее время завершаются уже в начале дня. Проведение расчетов в более раннее время также способствовало снижению системного риска, значительно уменьшив объем операций, остающихся неурегулированными в расчетный день. Однако ВРРВ не полностью гарантирует от задержек в расчетах и возможности роста числа «круговых операций» (ситуаций,

---

<sup>47</sup> Банк Японии первым ввел в действие подобную компьютерную систему проведения торгов по государственным облигациям в режиме реального времени. Эта система значительно сократила время на процедурную работу, связанную с проведением торгов, позволив публиковать результаты аукциона уже в день его проведения.

<sup>48</sup> Этот риск включает системные нарушения, сказывающиеся на работе финансовых учреждений и в конечном итоге всей финансовой системы и вызываемые цепочкой отказов или задержек в расчетах.

когда, например, три контрагента продают друг другу какую-либо ценную бумагу без покрытия, и сделка не может быть завершена, потому что ни у кого из них нет ценной бумаги для перевода) вследствие увеличения объема расчетов или удлинения цепочки операций. Следовательно, необходимо допустить определенный уровень отказов<sup>49</sup>.

675. Ранее нормой для японского рынка облигаций были чистые расчеты на определенные моменты времени. Поэтому, чтобы избежать свойственных этому методу системных рисков, отказы по операциям обычно не допускались. Соответственно, не было необходимости в так называемом правиле «добросовестного отказа» (единая деловая практика для урегулирования ситуаций отказа по операциям). Однако с вводом системы ВРРВ ситуация изменилась, что побудило Ассоциацию дилеров по ценным бумагам Японии изучить вопрос и ввести правило «добросовестного отказа» (см. объяснение в приложении), аналогичное существующим на ведущих зарубежных рынках.

### **Развитие смежных рынков**

676. Повышение удобств, связанных с рынками фьючерсов и РЕПО, должно облегчить проведение хеджированных и арбитражных операций на трех рынках, включая наличный рынок (то есть рынок базовых активов), что повысит ликвидность рынка государственных облигаций в целом.

677. Японский рынок фьючерсов на государственные облигации был создан в 1985 году на Токийской фондовой бирже. Торговля фьючерсами на долгосрочные (10-летние) ЯГО, на долю которых приходится большая часть фьючерсных операций, характеризуется чрезвычайно высокой ликвидностью в контрактный месяц<sup>50</sup>. Отчасти это объясняется тем фактом, что многие участники ведут операции на этом рынке, преследуя самые различные цели, такие как арбитраж между контрактными месяцами или между операциями спот и фьючерсами, хеджирование и спекуляции.

678. На рынке РЕПО в Японии ранее проводилось два типа операций — «соглашения РЕПО старого образца» и «операции РЕПО с ЯГО под денежный залог» (иначе называемые «РЕПО с ЯГО»). Каждый из этих видов операций имел некоторые нерешенные проблемы. Раньше операции РЕПО с ЯГО под денежный залог использовались для купонных государственных облигаций, а соглашения РЕПО первого типа были нормой для краткосрочных государственных облигаций. Иными

---

<sup>49</sup> Отказом называется ситуация, когда сторона, которая по контракту должна получить государственные облигации, не получает эти государственные облигации от поставщика в расчетный день.

<sup>50</sup> Хотя также ведется торговля фьючерсами по сверхдолгосрочным (20-летним) ЯГО и среднесрочным (5-летним) ЯГО, фактический объем таких операций в настоящее время пренебрежимо мал.

словами, японский рынок РЕПО был разделен на две части этими двумя разными типами операций.

679. С июля 1998 года участники рынка стали изучать вопрос о введении новых принципов для соглашений РЕПО. В результате Ассоциация дилеров по ценным бумагам Японии составила генеральное соглашение о РЕПО<sup>51</sup>, тем самым подготовив почву для введения в апреле 2001 года ориентированного на мировые стандарты метода (то есть «соглашения РЕПО нового образца»), который безопаснее и удобнее, чем метод проведения операций, использовавшийся ранее. Главные характеристики соглашения РЕПО нового образца приведены ниже.

- Этот метод удобен для нерезидентов, поскольку он базируется на международных стандартах и юридически представляет собой операцию купли-продажи.
- Более высокий уровень безопасности благодаря улучшенным методам управления рисками (в том числе положению о корректировке стоимости залога с учетом риска и требованию о внесении гарантийного депозита, которые включались и в соглашения РЕПО с ЯГО) и оговариваемым в соглашении мерам на случай дефолта контрагента.
- Новое введенное право на замену (право заменить ценную бумагу другой в течение срока операции РЕПО), чтобы облегчить операции со срочными ссудами и депозитами.

680. Предполагается, что в дальнейшем все операции будут оформляться по единому новому образцу соглашения РЕПО. Новый единый метод проведения операций должен также способствовать эффективному определению эталонных краткосрочных безрисковых процентных ставок.

---

<sup>51</sup> Генеральное соглашение о РЕПО основано на глобальном генеральном соглашении о РЕПО (GMRA) — стандартной согласованной форме соглашения РЕПО, используемой в Европе и США, которая была составлена Ассоциацией рынка облигаций (АРО) и Международной ассоциацией рынка ценных бумаг (МАРЦБ).



### **Правило «добросовестного отказа»**

681. В соответствии с правилом «добросовестного отказа» сторона, которая не в состоянии своевременно выполнить свои обязательства по операции, не наказывается и не облагается штрафными сборами. Это обусловлено тем, что данное правило основано на понимании того, что такой «отказ» сопровождается экономическим эффектом, который сам по себе служит фактором, сдерживающим возникновение отказов, и стимулом для урегулирования ситуации, если отказ все-таки имеет место.

682. Иллюстрацией этого правила служит следующий пример. Предположим, что X (поставщик) не в состоянии поставить Y (получателю) ЯГО в расчетный день. Тогда, естественно, X не может получить деньги за эти ЯГО. Вследствие этого X, возможно, придется понести дополнительные расходы на привлечение средств, необходимых для дальнейшего хранения этих ценных бумаг, или же X будет вынужден отказаться от возможности инвестировать денежные средства, которые Y должен был уплатить ему в расчетный день. Кроме того, X будет иметь право на получение процентного платежа только за период, который заканчивается в расчетный день, независимо от того, как долго он намерен держать эти ЯГО. Проще говоря, для X такой отказ невыгоден во всех отношениях. С другой стороны, Y будет иметь право на получение процентного платежа за период с расчетной даты до даты фактического получения облигаций, несмотря на то что ЯГО еще не находятся в распоряжении Y. Более того, до дня фактического получения ценных бумаг он может продолжать инвестировать денежные средства, которые он предполагал заплатить в расчетный день. Таким образом, Y выигрывает в результате отказа со стороны X.

683. Однако в сегодняшней ситуации, когда в течение длительного времени сохраняются низкие процентные ставки, упомянутые экономические причины менее эффективно выполняют функцию сдерживающего фактора. Поэтому с целью создания дополнительного стимула для выполнения операции была введена временная мера, которая в данное время дает Y право требовать от X компенсации своих затрат на получение эквивалентного количества ценных бумаг путем заимствования ЯГО под денежный залог.

## IX. МЕКСИКА<sup>52</sup>

### А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы

#### Цели

684. Цели управления государственным долгом состоят в том, чтобы обеспечить удовлетворение потребностей органов государственного управления в финансировании и выполнении их обязательств по платежам при минимально возможных затратах в средне- и долгосрочной перспективе с разумной степенью риска.

685. Важность стратегии управления государственным долгом заключается в содействии достижению макроэкономической стабильности и укреплению государственных финансов. Политика управления долгом на 2002 год имеет целью надлежащее управление государственным долгом, содействие созданию стабильных макроэкономических условий и укрепление государственных финансов. Это еще более важно в год, когда большинство стран испытывают трудности, часто характеризующиеся низкими темпами экономического роста и неопределенностью на международном рынке капитала. В этой связи правительство приняло на 2002 год следующую политику управления долгом:

- Как и в прошлые годы, дефицит бюджета будет финансироваться на внутреннем рынке. Неопределенность на международном рынке также подчеркивает необходимость именно такой стратегии на 2002 год.
- Стратегия в отношении внутреннего долга будет сосредоточена на трех направлениях:
  - улучшение структуры сроков погашения;
  - увеличение среднего срока внутренних долговых обязательств;
  - развитие долгосрочной кривой доходности. Важно отметить, что эмиссия 10-летних облигаций с номинальной фиксированной ставкой была начата лишь в июле 2001 года.
- Стратегия в отношении внешнего долга, как ожидается, будет и далее заключаться в увеличении сроков погашения при одновременном снижении затрат за счет реализации стратегий активного управления долгом, направленных на уменьшение рыночных искажений в кривой доходности суверенных долговых обязательств. Эта стратегия также направлена на устранение риска рефинансирования, возникающего из-за высокой концентрации сроков погашения в любом отдельно взятом году.

---

<sup>52</sup> Данное целевое исследование подготовлено Отделом государственного долга Министерства финансов Мексики.

## **Правовая основа**

686. Правовая основа управления долгом определена в перечисленных ниже статьях.

- *Статья 73 раздела VIII Политической Конституции Мексиканских Соединенных Штатов (МСШ)* наделяет Конгресс полномочиями по определению основы, на которой органы исполнительной власти могут осуществлять заимствования от имени государства, утверждать такие заимствования и отдавать распоряжения о погашении национального долга.
- *Статья 89 раздела I Политической Конституции МСШ* уполномочивает и обязывает Президента обнародовать и исполнять законы, принятые Конгрессом, с целью обеспечения неукоснительного соблюдения законов органами государственного управления.
- *Статья 31 разделов V и VI Основного закона Федеральной государственной администрации* устанавливает, что Министерство финансов и государственного кредита управляет государственным долгом Федерации, осуществляет и санкционирует все операции, связанные с государственным кредитом.
- *Статья I Общего закона о государственном долге* устанавливает, что осуществлять заимствования имеют право следующие субъекты: 1) органы федеральной исполнительной власти и их отделения, действующие через Министерство финансов и государственного кредита; 2) децентрализованные государственные учреждения и государственные корпорации (то есть корпорации, в которых контрольный пакет принадлежит государству); 3) государственные кредитные учреждения и вспомогательные кредитные организации, государственные страховые компании и компании-гаранты; 4) трасты, средства в которые выделены федеральным правительством или любым из упомянутых выше учреждений.
- *Статья 4 раздела V Общего закона о государственном долге* определяет, что органы федеральной исполнительной власти, действующие через Министерство финансов и государственного кредита, наделяются полномочиями по заключению контрактов и управлению государственным долгом федерального правительства и предоставлению гарантий федерального правительства в кредитных операциях.

## **Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой**

687. Политика управления долгом определяется налогово-бюджетной политикой. Если налогово-бюджетная политика координируется с денежно-кредитной политикой, то политика управления долгом будет косвенно связана с денежно-кредитной политикой. В связи с этим программы заимствований основываются на экономических и бюджетных прогнозах, содержащихся в государственном бюджете. Финансовые прогнозы, используемые в государственном бюджете, например в

отношении темпов инфляции и процентных ставок, согласуются с денежно-кредитной программой Банка Мексики, центрального банка страны. Кроме того, как будет описано ниже, во многих операциях Банк Мексики выступает в качестве финансового агента федерального правительства (далее — правительства). Это требует постоянных рабочих отношений между органами налогово-бюджетного и денежно-кредитного регулирования по вопросам политики управления долгом.

### **Руководящие принципы управления долгом**

688. При принятии бюджета в конце каждого года Конгресс утверждает годовой лимит чистого внешнего и внутреннего заимствования, представляемый правительством через Министерство финансов и государственного кредита. Этот лимит отражает политику управления долгом на следующий год, также представляемую в Конгресс, который тщательно анализирует эту информацию. Такая институциональная основа имеет целью способствовать реализации благоразумной стратегии управления государственным долгом.

689. Кроме того, каждая новая администрация предлагает общую программу заимствований и управления долгом, которая непосредственно соотносится с целями в налогово-бюджетной сфере, определенными на данный период.

### **Институциональная структура управления долгом**

#### ***Институциональная структура управления долгом в рамках правительства***

690. Основным учреждением, осуществляющим управление долгом, является Министерство финансов и государственного кредита, действующее через Главное управление государственного кредита. Основные полномочия, переданные этому подразделению, включают обсуждение условий и исполнение всех документов, относящихся к следующим областям:

- государственному кредиту;
- санкционированию и регистрации заимствований, осуществляемых государственными образованиями, в том числе банками развития;
- финансовым операциям и производным инструментам, в которых правительство является одной из сторон.

691. Президент Мексиканских Соединенных Штатов назначает генерального директора по государственному кредиту. Это назначение должно быть утверждено Сенатом.

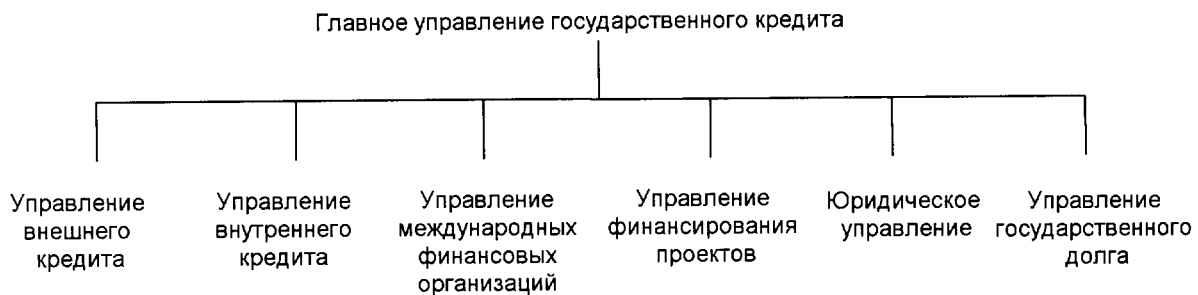
692. Генеральный директор по государственному кредиту подотчетен заместителю министра финансов и государственного кредита. Программа эмиссии внутренних

долговых обязательств ежеквартально обсуждается с заместителем министра до ее публикации. Более того, эта подотчетность распространяется на переговоры, связанные с санкционированием заимствований государственных структур, и финансовыми операциями, в которых участвует правительство. К ним относятся, например, все новые операции правительства на международном рынке капитала. Частота представления отчетности зависит от того, когда проводятся эти переговоры.

693. Как уже отмечалось, центральный банк выступает в качестве финансового агента правительства в размещении и обслуживании внутренних облигаций, а также в другой деятельности по управлению обязательствами. Банк Мексики также отвечает за платежи по государственному долгу, включающему большую часть внешнего долга, используя средства федерального правительства и в соответствии с распоряжениями Главного управления государственного кредита. Это влечет за собой постоянные рабочие отношения между этими двумя учреждениями.

#### *Организационная структура отдела по управлению долгом*

694. Отдел по управлению долгом организован следующим образом:



- *Управление внешнего кредита* регулирует эмиссию ценных бумаг на международных рынках капитала и осуществляет управление обязательствами и рисками, относящимися к портфелю долговых обязательств.
- *Управление внутреннего кредита* формулирует политику и управляет программами, относящимися к финансированию на внутреннем рынке.
- *Управление международных финансовых организаций* обсуждает условия займов со Всемирным банком, Межамериканским банком развития и другими финансовыми организациями.
- *Управление финансирования проектов* ведет переговоры и осуществляет политику в отношении финансовых операций, особых программ и проектов развития инфраструктуры.

- *Юридическое управление* отвечает за решение вопросов, связанных с правовой основой, регулирующей управление государственным долгом, и предоставляет юридические консультации Главному управлению государственного кредита и другим Управлениям.
- *Управление государственного долга* обсуждает, утверждает и регистрирует государственные долговые обязательства. Это управление также занимается сбором и регистрацией статистической информации, относящейся к государственному долгу.

### **Удержание квалифицированных сотрудников**

695. Новые принимаемые на работу директора, заместители директоров и руководители отделов должны иметь глубокие знания по крайней мере в одной из следующих областей: государственные финансы, экономическая теория, бухгалтерский учет, управление государственным долгом, право, статистика и любая другая область, связанная с управлением государственным долгом.

696. Для сотрудников существуют внутренние программы обучения в области государственных финансов, права и бухгалтерского учета. Кроме того, сотрудникам предлагаются программы стипендий для обучения по тем направлениям, в которых они работают.

697. За исключением заместителей генерального директора, директоров и заместителей директоров, текучесть кадров в Главном управлении государственного кредита является низкой. Экономические условия одинаковы для всех государственных служащих, то есть какие-либо дополнительные экономические стимулы для сотрудников Управления государственного кредита отсутствуют. Однако ввиду наличия возможностей для изучения различных аспектов управления долгом, — таких как меры привлечения финансирования на международных рынках капитала и на внутреннем рынке, правовая основа, относящаяся к управлению государственным долгом, и/или управление рисками портфеля долговых обязательств, — Управление государственного кредита считается привлекательным местом работы.

### **Прозрачность и подотчетность**

698. В течение каждого года одно из подразделений Министерства контроля и административного развития ведет текущее наблюдение за счетами, финансовой отчетностью, деятельностью и операциями Главного управления государственного кредита. Также в течение каждого года Конгресс — через свою ревизионную организацию — проверяет счета, финансовую отчетность и рассматривает другие специальные вопросы, которые представляют интерес для его членов. Аудит проводится в соответствии с общепринятыми стандартами аудита и общепринятыми

принципами бухгалтерского учета, применимыми к государственным финансам и управлению долгом.

699. Кроме того, важно отметить, что Мексика является членом Группы распространения данных Международного Валютного Фонда. В связи с этим данные Министерства финансов о государственном долге Мексики за прошлые годы размещаются на его веб-сайте ([www.shcp.gob.mx](http://www.shcp.gob.mx)).

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

700. Правительству удалось снизить уязвимость страны по отношению к цепному распространению международных финансовых кризисов главным образом благодаря взвешенной макроэкономической политике и налогово-бюджетной дисциплине. Дефицит бюджета в течение последних нескольких лет снижался, и правительство продолжит реализацию своей среднесрочной цели, заключающейся в достижении сбалансированного бюджета. В области денежно-кредитной политики дисциплина способствовала тому, что в последние два года было обеспечено достижение целевого показателя инфляции, установленного Банком Мексики, что, соответственно, привело к повышению стабильности внутренних финансовых рынков.

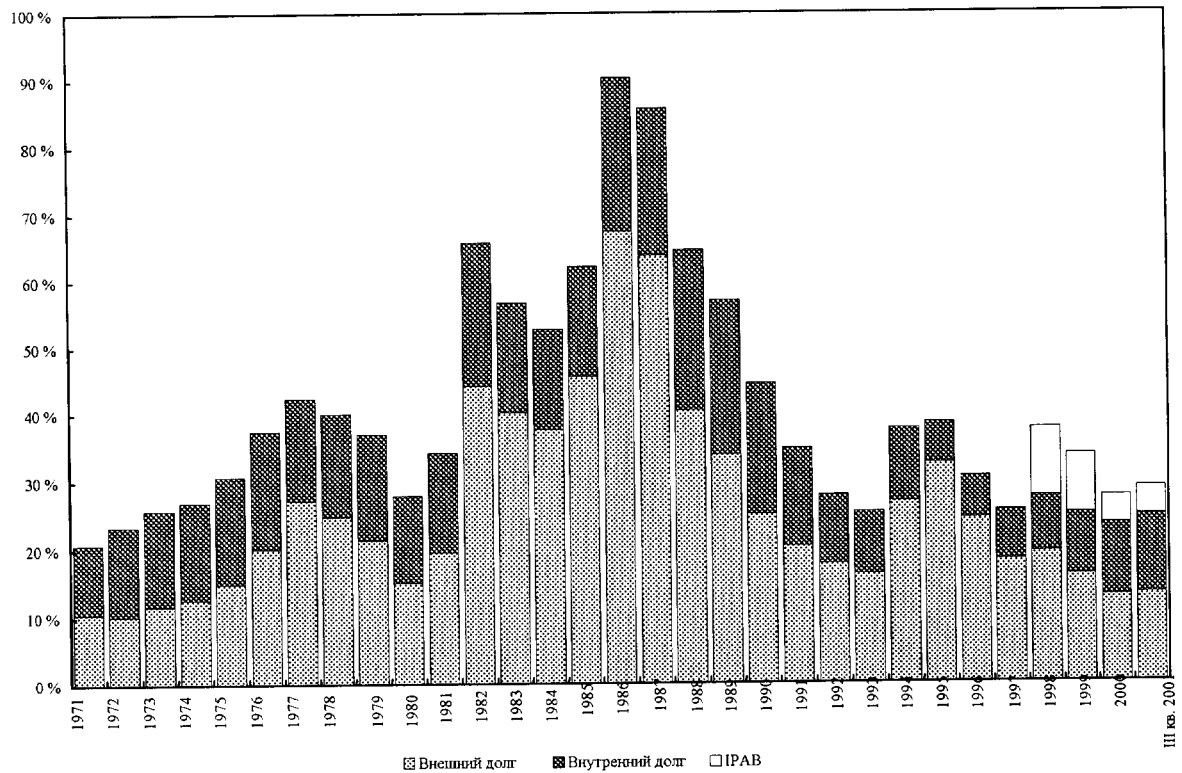
701. Благоразумная и последовательная политика управления долгом также являлась важным инструментом реализации цели снижения уязвимости страны. С конца 1980-х годов вопросы, касающиеся государственного долга, приобрели большой вес в стратегии, осуществляемой мексиканским руководством. Акцент был сделан на стратегическом управлении долгом, которое дает возможность контроля над долгом и в то же время позволяет добиться более выгодных условий долговых обязательств.

702. С 1995 года происходило существенное снижение государственного долга относительно ВВП до уровней, которых он не достигал с середины 1970-х годов (см. рисунок 1). В результате этого существенно сократились ассигнования на обслуживание долга, снизилась уязвимость экономики по отношению к внешним потрясениям, а также уменьшилось давление на государственные финансы. Кроме того, благодаря действенному механизму передачи мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики наблюдалось также снижение процентных ставок.

703. Естественно, что политика управления долгом должна согласовываться с экономической политикой. Рост внутренней задолженности может оказать давление на процентные ставки и привести к увеличению стоимости финансирования для частного сектора, что ведет к образованию одной из форм эффекта «вытеснения» на внутреннем рынке. Кроме того, более высокая внешняя задолженность повышает риск рефинансирования и может привести к росту курса национальной валюты, что повлияет на конкурентоспособность частного сектора и будет стимулировать импорт

товаров и услуг. Поэтому ежегодная политика управления долгом, утверждаемая Конгрессом, определяет, какими будут источники финансирования, в котором нуждается правительство, — будет ли оно привлекать финансирование за рубежом, на внутреннем рынке или из обоих источников, — в соответствии с экономической политикой. В политике управления долгом должна учитываться эмиссия долговых обязательств как правительством, так и государственными учреждениями, с тем чтобы избежать концентрации выплат в счет погашения долга в одном и том же году. Консолидированные отчеты об эмиссии долговых обязательств также представляются в Конгресс.

Рисунок 1. Динамика государственного долга, 1971–2001 годы  
(в процентах от ВВП)



Примечание: IPAB — Институт защиты банковских сбережений (Instituto de Protección al Ahorro Bancario). Правительство создало это учреждение с целью поддержки банков в случае дефолтов по кредитам, предупреждая тем самым крах банковской системы.

704. Следует также отметить, что правительство очень активно способствовало развитию внутренних рынков долговых обязательств, разрабатывая новые нормативные положения и инструменты. Такая политика позволила Мексике финансировать свои бюджетные потребности за счет внутренних долговых обязательств, что в свою очередь также способствовало развитию внутренних рынков



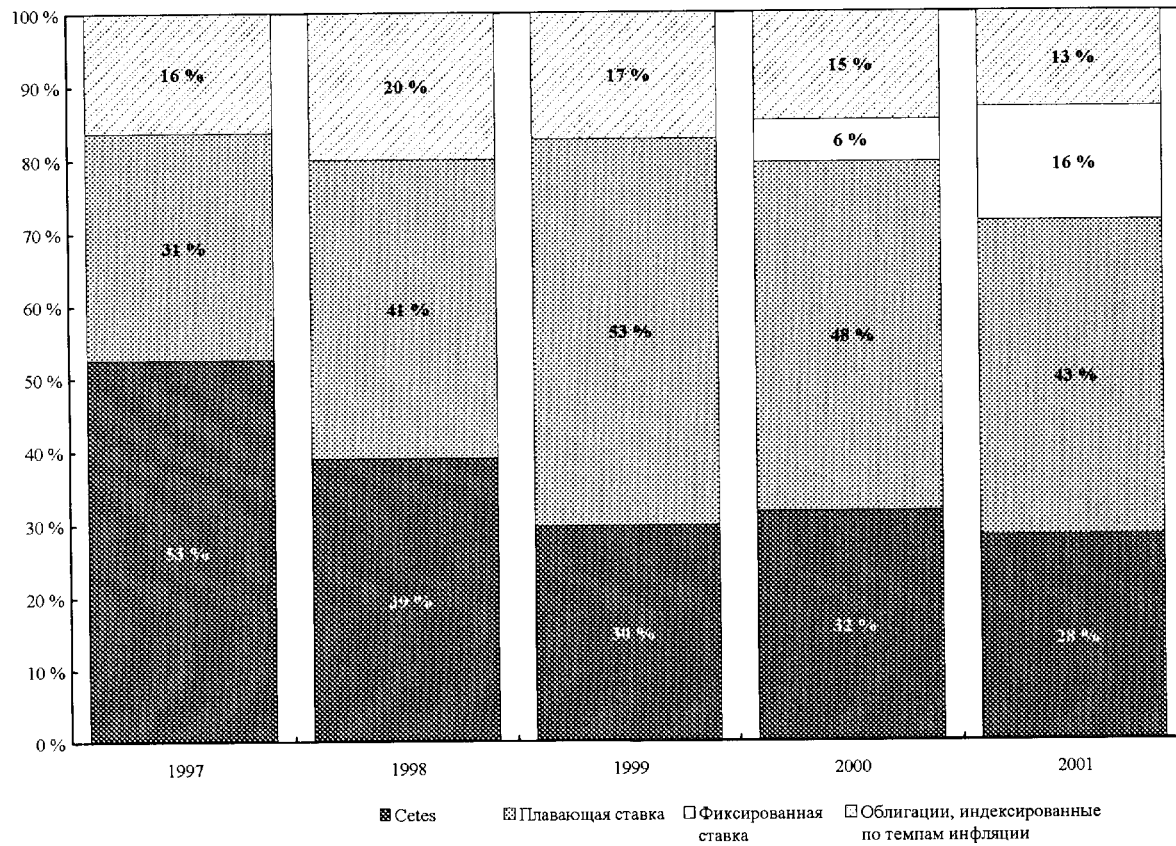
долговых обязательств и позволило сократить внешний долг. В этом смысле доля внешнего долга в совокупном долге показывала четкую тенденцию к снижению благодаря уменьшению лимитов чистой внешней задолженности.

### **Внутренний долг**

705. В отношении внутреннего долга правительство Мексики сегодня подвержено двум различным видам рисков.

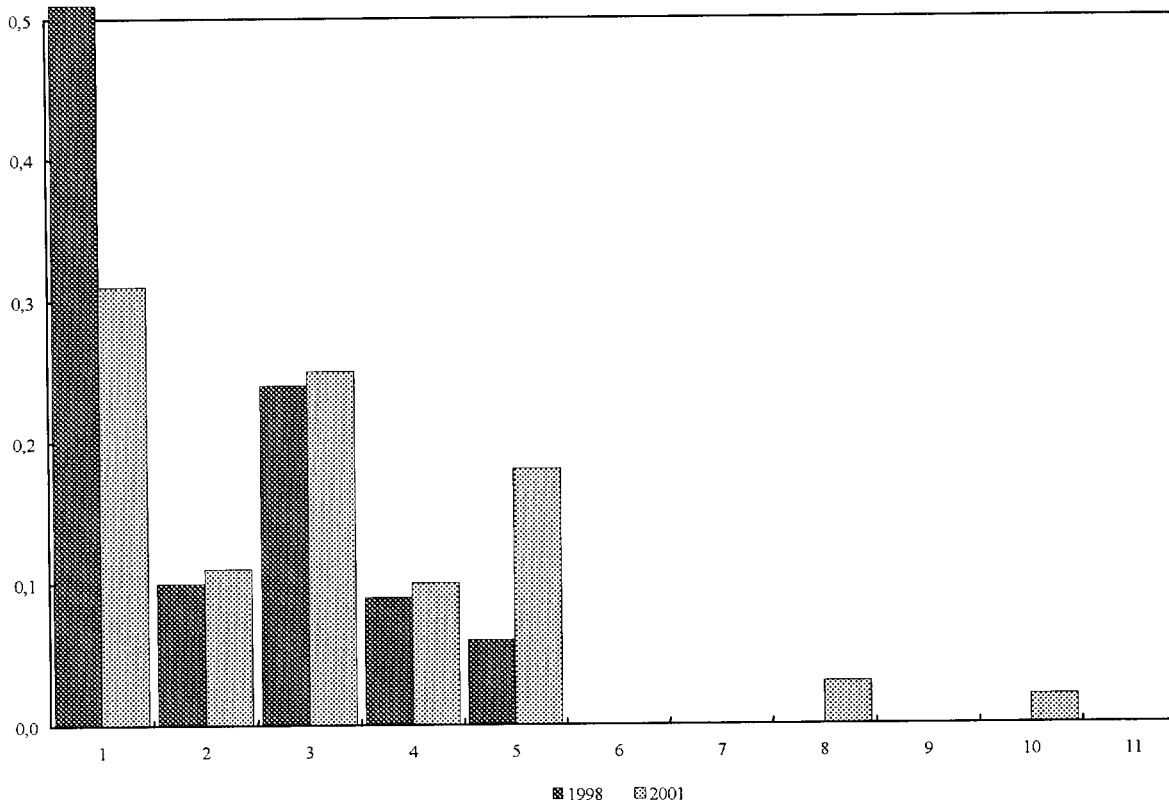
- *Процентный риск.* Учитывая наличие значительного объема непогашенного долга с плавающей ставкой, неизбежно существует риск того, что рост процентных ставок приведет к более высоким финансовым затратам. Однако, как можно видеть на рисунке 2, относительная значимость долга с плавающей ставкой в последние годы уменьшилась.
- *Риск рефинансирования.* Источником этого риска является возможность неблагоприятного развития событий на глобальном рынке капитала, где правительство может столкнуться с трудностями пролонгации на выгодных условиях своих долговых обязательств с наступающим сроком погашения. Учитывая улучшение графика амортизации за последние несколько лет (см. рисунок 3), риск рефинансирования в настоящее время поддается управлению.

Рисунок 2. Состав внутреннего долга по типам инструментов



Примечание: Cetes — казначейские сертификаты (Certificados de la Tesorería), краткосрочные бескупонные инструменты со сроками погашения 1, 3, 6 и 12 месяцев.

Рисунок 3. График амортизации внутреннего долга



706. С целью управления процентным риском и риском рефинансирования правительство применяет эмиссионную стратегию, основанную на следующих мерах:

- в 1997 году с целью снижения риска рефинансирования был начат выпуск долгосрочных долговых обязательств с плавающей ставкой и сроками погашения от 3 до 5 лет;
- постепенный выпуск долгосрочных инструментов с фиксированной ставкой и сроками погашения 3, 5 и 10 лет с целью дальнейшего снижения риска рефинансирования и одновременного снижения процентных рисков.

707. Ввиду недостаточной емкости рынка инструментов с большой дюрацией Правительство Мексики продолжает выпускать долговые обязательства с плавающей ставкой. Когда позволит ситуация на рынке, будет продолжен постепенный переход к выпуску долговых обязательств с фиксированной ставкой.

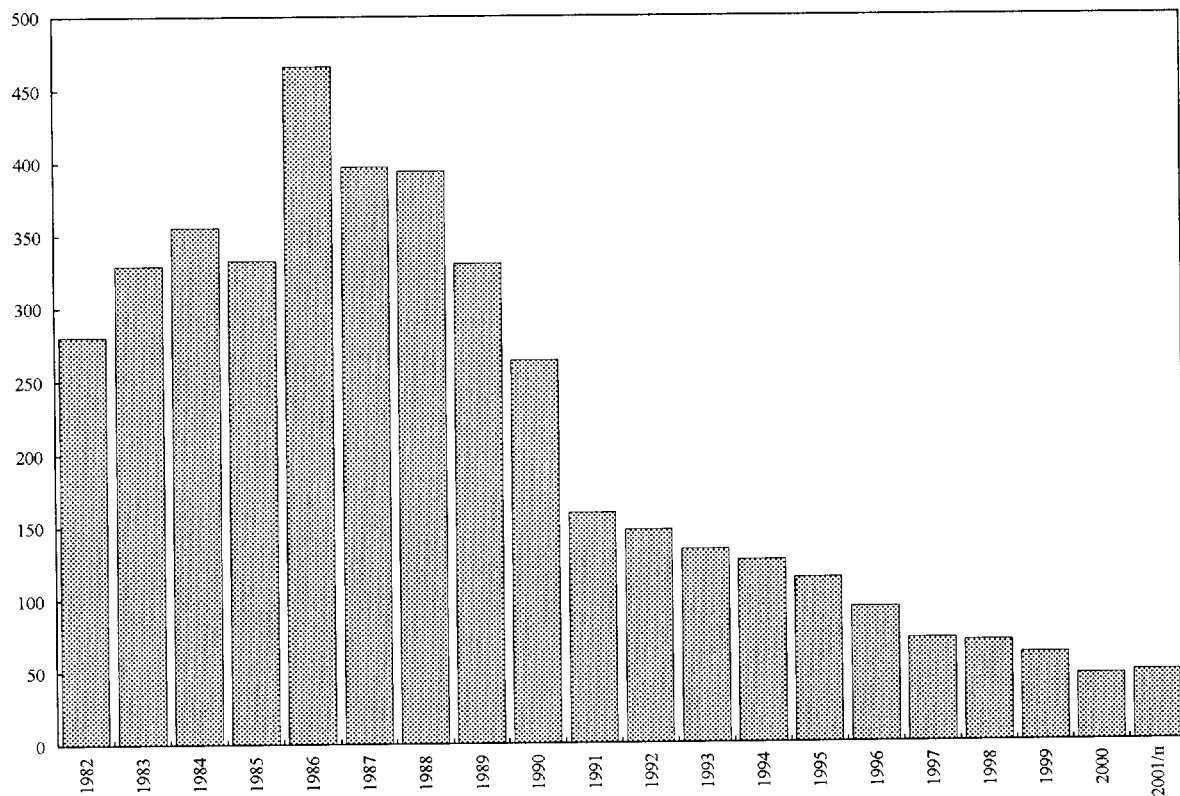
708. Такая эмиссионная стратегия является частью общей стратегии управления долгом, принятой правительством. Для того чтобы обеспечить устойчивость реализуемой в настоящее время стратегии на внутреннем рынке, правительство делает особый акцент на осуществлении мер макроэкономической политики, нацеленных на

повышение стабильности как в налогово-бюджетной, так и в денежно-кредитной сфере.

### Внешний долг

709. Наблюдаемое в самые последние годы устойчивое состояние бюджета, наряду со структурными реформами, нацеленными на открытие экономики для внешнего сектора, улучшили ликвидность государственного сектора для его внешних кредиторов. Такое развитие событий привело к снижению уязвимости Мексики. В настоящее время весь объем государственного внешнего долга может быть покрыт полугодовой стоимостью экспорта — такого уровня не наблюдалось с 1950-х годов. Правительство считает чрезвычайно важным сохранять такую ситуацию с помощью благоразумного управления государственными финансами и внешним долгом. Эмиссия правительством и государственными учреждениями внешних долговых обязательств ограничена верхним пределом, который устанавливается Конгрессом в бюджете в начале года.

Рисунок 4. Отношение чистого государственного внешнего долга к совокупному экспорту (в процентах)



710. Система управления рисками, используемая в контексте управления внешним долгом, ориентирована на покрытие потребностей правительства в рефинансировании, обслуживании существующего долга и улучшение структуры сроков погашения, а также на снижение стоимости финансирования долга. Главные риски, которым подвержено правительство в связи со своим портфелем внешних долговых обязательств, — это риск рефинансирования, валютный риск и процентный риск.

- Управление риском рефинансирования осуществляется за счет поддержания разумной структуры сроков погашения (см. рисунки 5 и 6) и недопущения того, чтобы в один год наступали сроки погашения больших объемов долговых обязательств.
- Доллар США является естественным источником внешнего финансирования ввиду значительного притока долларов США в Мексику в результате прямых иностранных инвестиций, портфельных инвестиций и переводов средств в долларах от мексиканцев, живущих в США. Следовательно, долг, выраженный в других валютах, представляет более высокий риск для правительства.
- Правительство благоразумно подходит к выбору соотношения долговых обязательств с плавающей и фиксированной ставками в составе портфеля, который, таким образом, состоит главным образом из инструментов с фиксированной ставкой. Для хеджирования любого риска, связанного с долговыми обязательствами с плавающей ставкой, правительство может использовать рынок производных инструментов. При хеджировании ценных бумаг с помощью производных инструментов правительство преимущественно использует межвалютные свопы, встроенные опционы и процентные форвардные контракты.

711. Портфель государственного внешнего долга включает как рыночный, так и нерыночный долг. Часть государственного внешнего долга гарантируется залоговыми депозитами, в основном это облигации Брейди. Эти гарантированные долговые обязательства обычно выкупаются или отзываются всегда, когда возникает возможность получения экономии за счет чистой текущей приведенной стоимости, при этом залог обращается в денежные средства, и правительство получает дополнительные ресурсы. В настоящее время правительство пытается погасить этот долг, увеличивая долю рыночного долга в общем объеме долга (см. рисунок 7), повышая ликвидность своего портфеля и добиваясь его включения в большее число контрольных кредитных индексов как портфеля крупного и ликвидного эмитента, что увеличивает стоимость государственных облигаций.

712. Правительство использует рыночные возможности по мере их возникновения. В последние несколько лет, вследствие благоприятной рыночной конъюнктуры, оно завершало свои меры по привлечению финансирования в начале года. Поскольку потребности в финансировании были достаточно низкими, риск рефинансирования не

был сконцентрирован в каком-то конкретном месяце года. Как только потребности во внешнем финансировании удовлетворены, либо на рынках капитала, либо за счет получения средств от двусторонних или многосторонних учреждений, правительство сосредоточивает внимание на управлении долгом в соответствии с верхним пределом, установленным Конгрессом. Процедуры управления обязательствами используются главным образом для погашения долговых обязательств с залогом (то есть облигаций Брейди) и долговых обязательств со встроенными опционами, что позволяет федеральному правительству получить экономию в форме чистой текущей приведенной стоимости.

713. Для того чтобы оценить риски и найти возможность снизить затраты, правительство ведет постоянное текущее наблюдение за финансовыми рынками, особенно рынками ценных бумаг, выпущенных суверенными и корпоративными заемщиками, имеющими аналогичный рейтинг. Тем не менее главными факторами, помогающими правительству снизить затраты и риски, связанные с его портфелем долговых обязательств, несомненно, являются взвешенная налогово-бюджетная и макроэкономическая политика.

Рисунок 5. График амортизации внешнего долга федерального правительства по состоянию на 30 сентября 2001 года (в миллиардах долларов США)

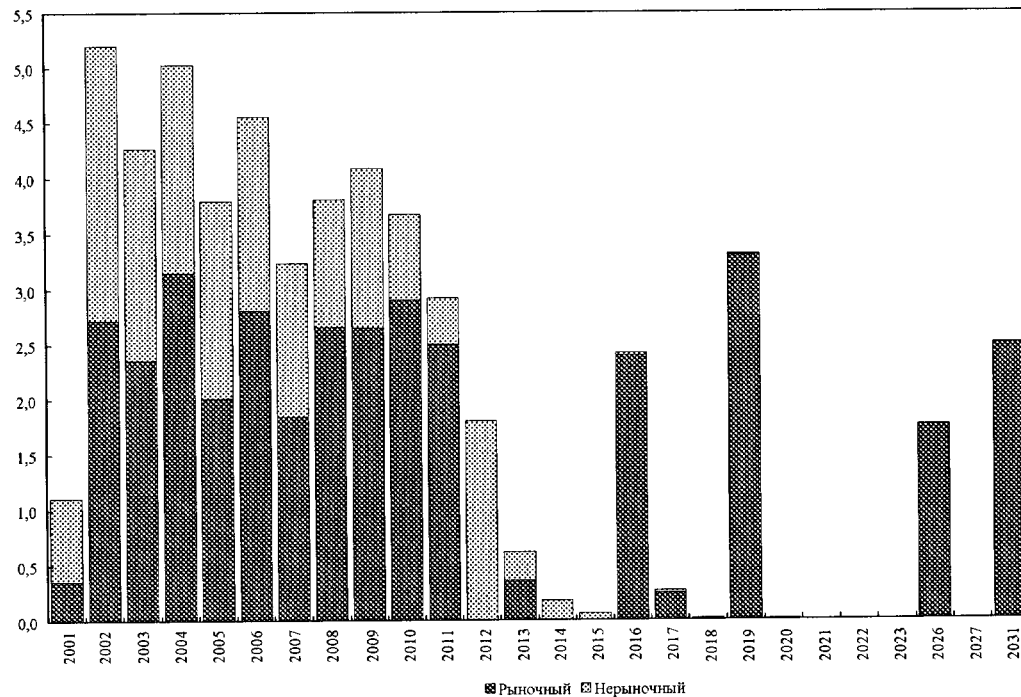


Рисунок 6. График амортизации внешнего долга государственных учреждений по состоянию на 30 сентября 2001 года (в миллиардах долларов США)

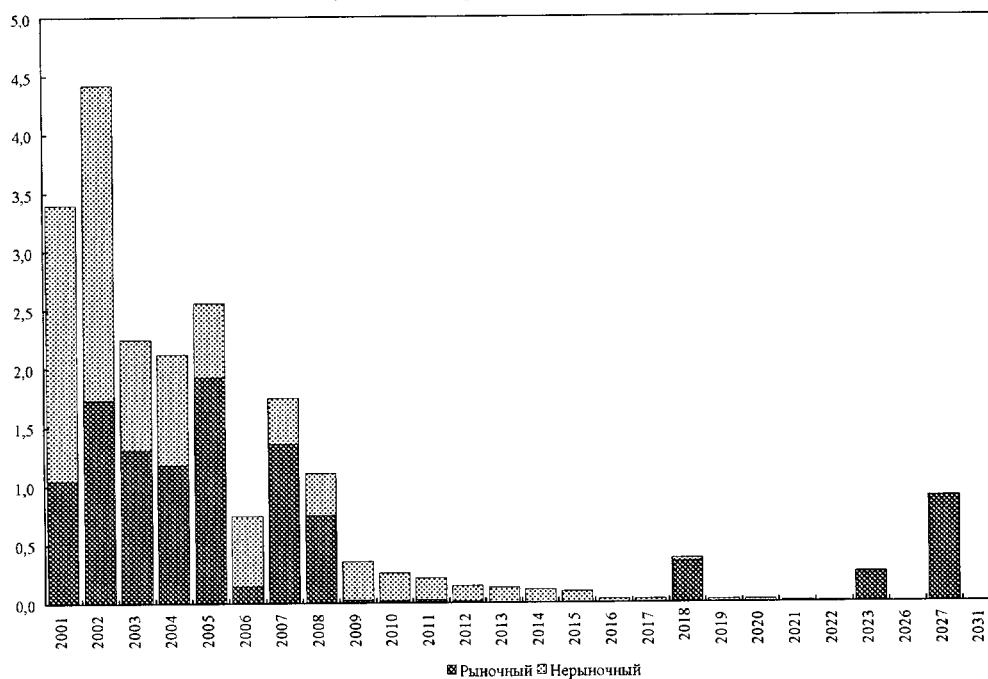
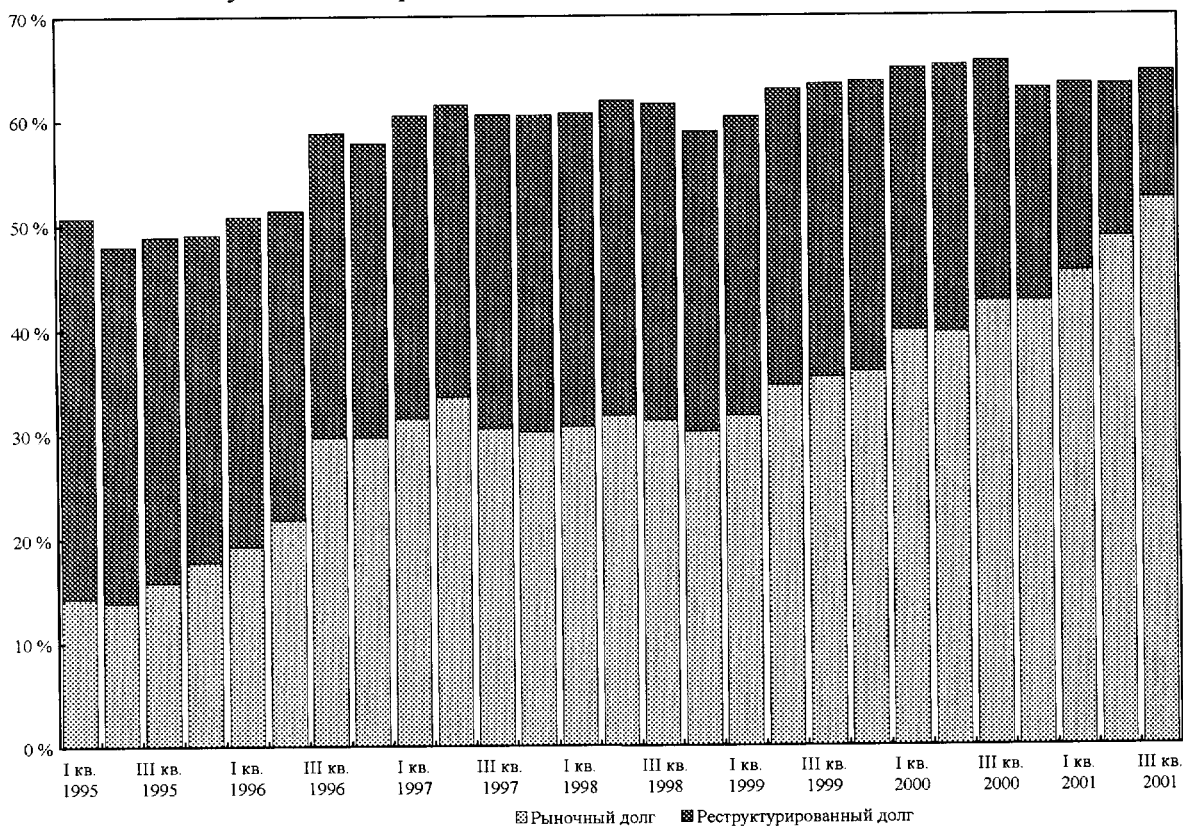


Рисунок 7. Распределение государственного внешнего долга



### **Условные обязательства**

714. Правительство также гарантирует долговые обязательства, выпускаемые государственными учреждениями. Каждые три месяца оно представляет в Конгресс отчет, содержащий всю значимую информацию о государственном долге, включая данные об объеме долга государственного сектора, выплатах в счет погашения, новом финансировании и другую аналогичную информацию.

### **Управленческие информационные системы**

715. Управляющие государственным долгом имеют необходимые инструменты для работы с информацией, позволяющие им анализировать профиль риска портфеля долговых обязательств. Это достигается главным образом путем ежедневного наблюдения за разнообразными финансовыми и экономическими показателями, а затем употреблением этой информации для проведения различных стресс-тестов с использованием текущих процентных ставок и валютных курсов и последующим анализом результатов, полученных в рамках каждого сценария, и оценкой вероятности неблагоприятного результата. Кроме того, дополнительно используются периодические отчеты и базы данных.

716. Естественно, что любой анализ зависит от непрерывности и достоверности информации, что придает особую важность различным информационным системам, используемым правительством. В настоящее время оно использует, через свой отдел по управлению долгом, такие службы, как Bloomberg, Reuters и Infotel, а также имеет доступ к различным базам данных, оценочным программам и онлайн-котировкам как с внутреннего, так и с внешнего рынков.

## **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

### **Внутренний долг**

717. В дополнение к упомянутой выше стратегии, которой правительство следует для развития внутреннего рынка долговых обязательств, центральные официальные органы приняли меры, направленные на содействие развитию эффективного вторичного рынка.

#### *Удлинение кривой доходности*

718. Как можно видеть из рисунка 8, средний срок погашения долговых обязательств в составе портфеля за последние годы существенно увеличился. С целью дальнейшего развития рынка долгосрочных государственных ценных бумаг кривая доходности была удлинена с помощью выпуска облигаций с более длительным



сроком погашения. В январе и мае 2000 года и июле 2001 года были выпущены инструменты с фиксированной ставкой и сроками погашения 3, 5 и 10 лет (см. рисунок 9). Реализация этой стратегии будет продолжена с целью консолидации кривой доходности и, возможно, ее дальнейшего удлинения. Развивая кривую доходности, правительство также создает условия для эмиссии ценных бумаг частного сектора и способствует развитию ликвидного рынка производных инструментов.

Рисунок 8. Средний срок обращения  
(в днях)

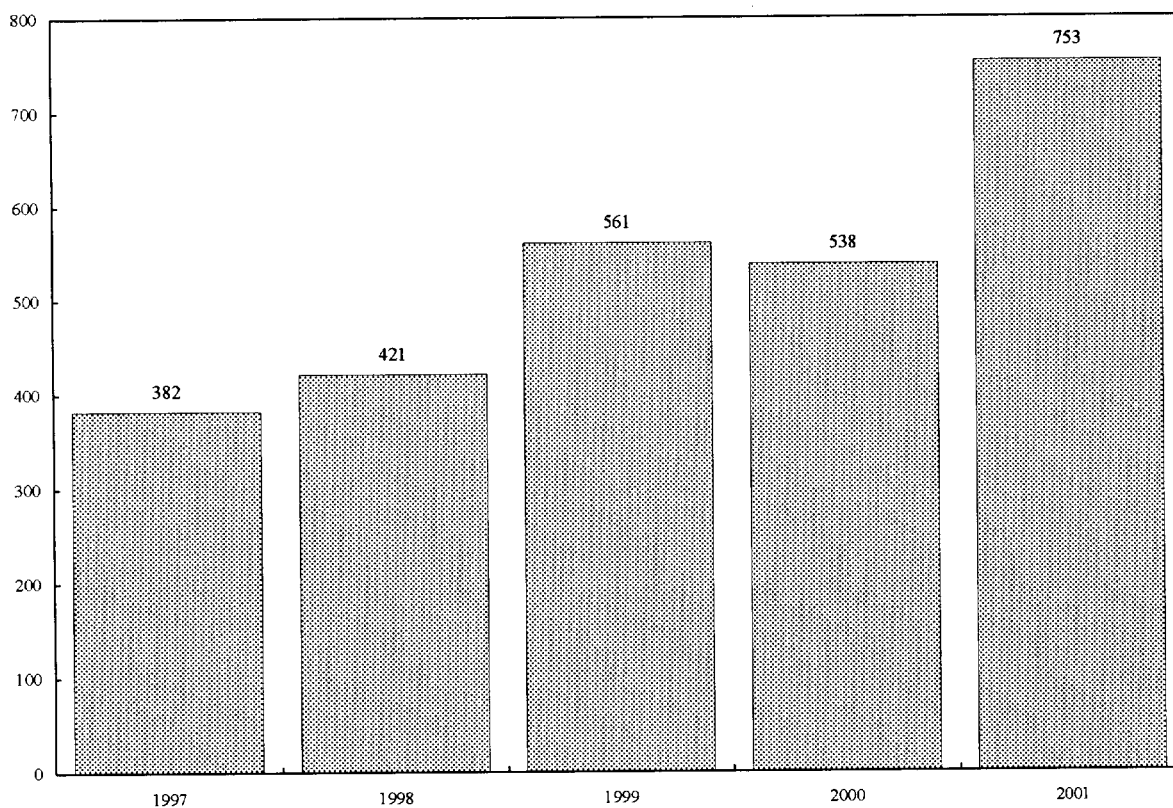
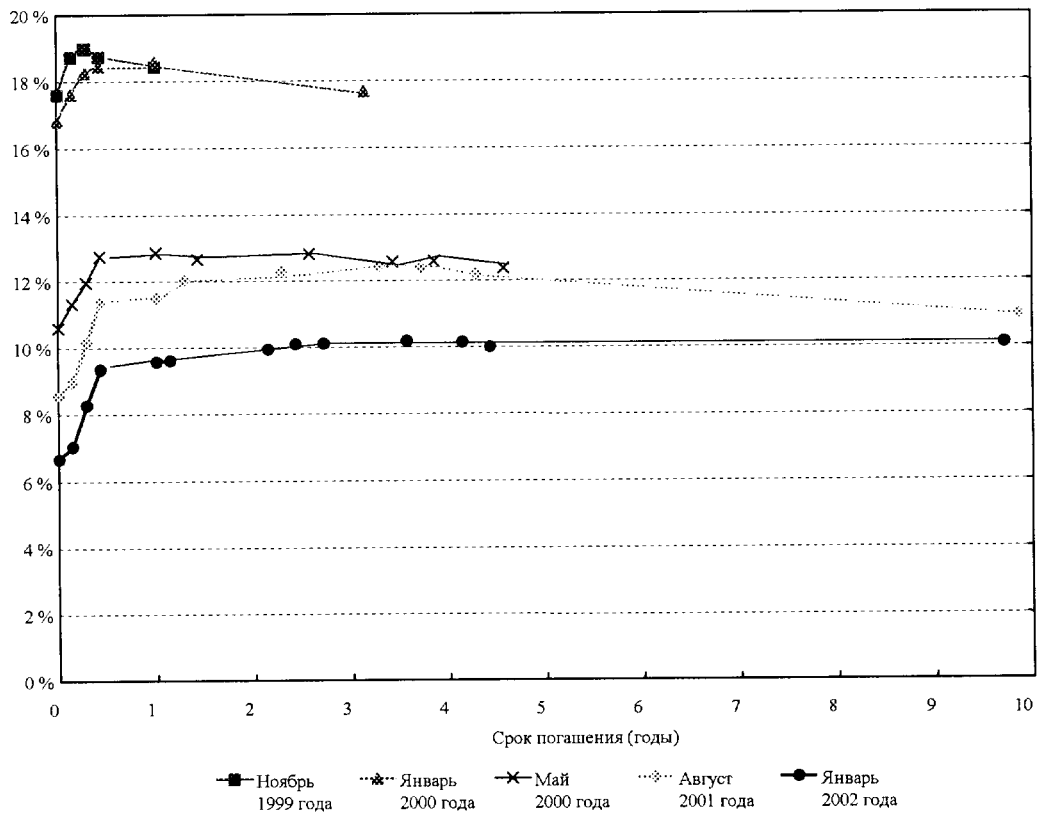


Рисунок 9. Динамика кривой процентных ставок



### *Создание института маркет-мейкеров (первичных дилеров)*

719. В октябре 2000 года для повышения ликвидности, снижения операционных издержек и для того, чтобы облегчить конечным покупателям приобретение государственных ценных бумаг, был создан институт маркет-мейкеров. Маркет-мейкерами могут назначаться брокерские фирмы и финансовые учреждения, исходя из их активности на первичном и вторичном рынках. Кроме того, проводится постоянная оценка развития рынка относительно деятельности маркет-мейкеров для гарантии того, что они и далее будут играть важную роль в развитии внутреннего рынка.

720. Маркет-мейкеры имеют следующие основные обязанности:

- подавать заявки на первичном аукционе на каждый тип инструмента с фиксированной ставкой на сумму не менее 20 процентов от выставленного на аукцион объема;
- постоянно давать котировки курсов покупки и продажи по инструментам с фиксированной ставкой уполномоченным брокерам на сумму не менее

20 миллионов песо и с максимальным спредом между курсами покупки и продажи в 125 базисных пунктов (по доходности);

- предоставлять официальным органам любую запрашиваемую информацию, необходимую для количественной оценки их деятельности.

В обмен на принятие перечисленных обязательств маркет-мейкеры получают следующие привилегии:

- право покупать ценные бумаги после первичного аукциона. Этот опцион на покупку (соглашение о праве на покупку дополнительных ценных бумаг по первоначальной цене), имеет следующие характеристики:
  - распространяется только на инструменты с фиксированной ставкой, предлагаемые на первичном аукционе;
  - может быть исполнен только маркет-мейкерами, представившими заявки с конкурентным курсом на первичном аукционе;
  - дополнительные ценные бумаги распределяются по средневзвешенному курсу, зарегистрированному на первичном аукционе;
  - максимальный объем ценных бумаг, который может быть приобретен посредством опциона на покупку, составляет 20 процентов от объема, распределенного через аукцион;
- маркет-мейкеры могут заимствовать у центрального банка следующий минимальный объем ценных бумаг с фиксированной ставкой — казначейских сертификатов или облигаций:
  - 2 процента от общего объема находящихся в обращении казначейских сертификатов или облигаций каждого выпуска;
  - 4 процента от общего объема находящихся в обращении казначейских сертификатов и облигаций.

721. С созданием института маркет-мейкеров произошел существенный рост ликвидности вторичного рынка (см. рисунок 10 ниже). Вследствие этого также значительно сократились спреды между курсами покупки и продажи по всем ценным бумагам с фиксированной ставкой. В среднем спреды уменьшились с 36 базисных пунктов в январе 2000 года до 27 базисных пунктов в ноябре 2001 года. Это способствовало распределению государственных ценных бумаг по всей цепочке посредников до конечных покупателей и мелких клиентов.

### ***Доразмещение находящихся в обращении выпусков с целью увеличения их объема и ликвидности***

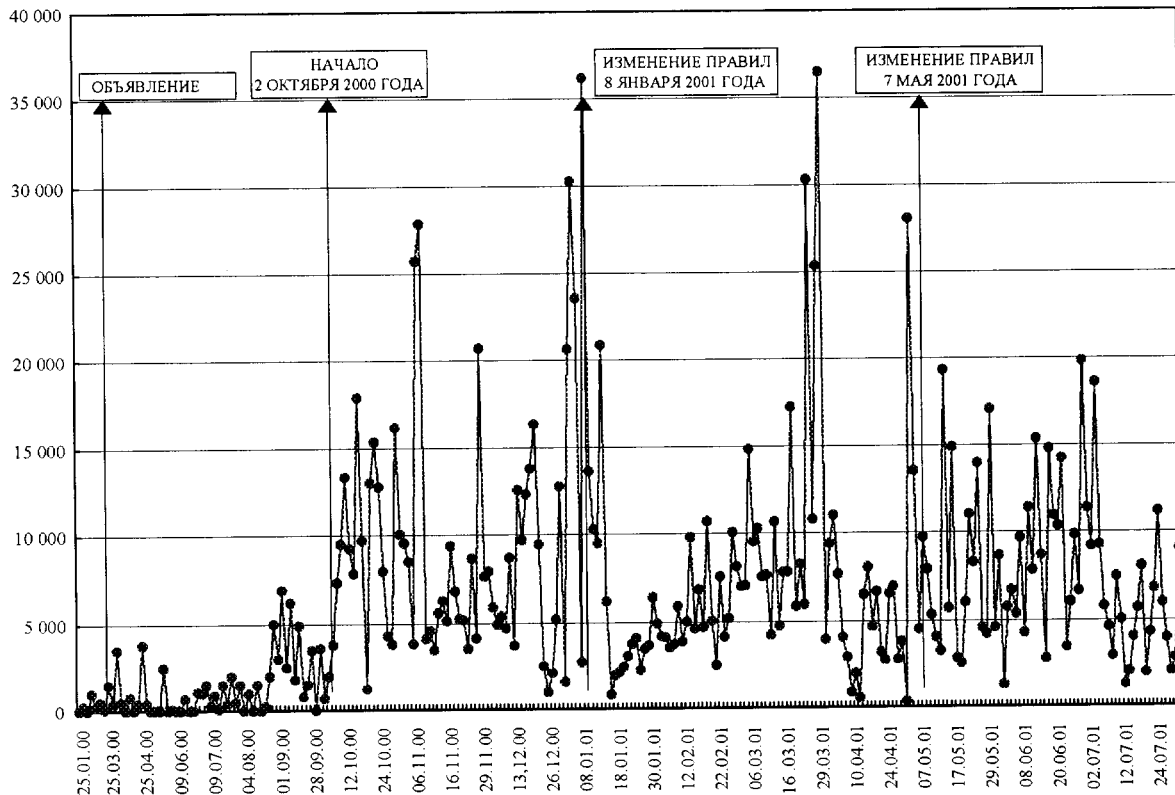
722. Для повышения ликвидности вторичного рынка государственных ценных бумаг правительство прибегает к доразмещению находящихся в обращении выпусков. Это позволяет создать выпуски более крупных размеров и в то же время уменьшить число выпусков на рынке, тем самым концентрируя ликвидность. В настоящее время

средний объем долгосрочных ценных бумаг в обращении составляет 17 000 миллионов песо на выпуск, в сравнении с менее чем 4 000 миллионами песо на выпуск в 1999 году.

### *Ценные бумаги, привязанные к индексу инфляции*

723. В настоящее время правительство на регулярной основе выпускает 10-летние ценные бумаги, индексируемые по темпам инфляции. Вследствие установившейся на сегодняшний день стабильности цен относительная значимость этого типа инструментов уменьшилась (см. рисунок 2). Тем не менее, поскольку существует естественный спрос на инструменты, индексируемые по темпам инфляции, со стороны пенсионных фондов и страховых компаний, крайне высока вероятность того, что правительство будет и далее включать эти инструменты в эмиссионную программу.

Рисунок 10. Торговля облигациями на вторичном рынке  
(в миллионах песо)



### *Другие меры*

724. В соответствии с целью укрепления рынков государственных ценных бумаг правительство принимает также перечисленные ниже меры.

- Ежеквартальное объявление календарного графика проведения аукционов по государственным ценным бумагам.
- Постоянные контакты с финансовым сообществом. Проводятся ежемесячные совещания с маркет-мейкерами для обсуждения последних событий на внутренних рынках и общей макроэкономической ситуации. Кроме того, периодически проводятся совещания или телеконференции с другими институциональными инвесторами с целью обсуждения насущных проблем и получения отзывов относительно реализуемой на текущий момент программы эмиссии государственных ценных бумаг.
- Совершенствование рынка РЕПО и порядка предоставления ценных бумаг в ссуду. С финансовым сообществом обсуждается возможность существенных изменений текущего порядка функционирования рынка РЕПО. Некоторые из этих изменений касаются стандартной документации, служащей средством саморегулирования этого рынка (образца Международной ассоциации свопов и производных инструментов), которая в настоящее время не используется в отношении операций РЕПО.

### **Внешний долг**

725. Мексика всегда учитывает потребности рынка, когда инвесторы проявляют заинтересованность во вложении средств в новый выпуск. По возможности всегда принимаются меры для удовлетворения пожеланий инвесторов, которые идут на риск, предоставляя финансирование, и в конечном счете, для стимулирования эффективной работы вторичного рынка. Это позволяет Мексике лучше определить свою кривую доходности и, следовательно, снизить стоимость своего финансирования. Другая мера, которая была принята правительством для обеспечения хорошего состояния и эффективности портфелей, заключалась в том, чтобы объемы выпуска новых облигаций были меньше совокупного спроса на эти новые облигации со стороны инвесторов. Таким способом правительство может избежать избыточного предложения на рынке облигаций нового выпуска, что некоторым образом могло бы повлиять на показатели работы вторичного рынка. Информация о спросе и предложении, предоставляемая инвестиционными банками, крайне важна для более точного определения времени осуществления нового выпуска и его объема. Правительство также пытается улучшить состав портфеля долговых обязательств посредством погашения или замены облигаций, вызывающих искажения кривой доходности. Это позволяет правительству добиться экономии на затратах и отвечает потребностям инвесторов.

726. Важно отметить, что при выборе оптимального варианта заимствований на международном рынке правительство должно учитывать потребности частного сектора. Это осуществляется путем выбора такого срока погашения, который будет закрывать существующий пробел в суверенной кривой доходности на международном рынке и, по возможности, путем установления ориентиров — в форме эталонных выпусков — для участников рынка из частного сектора. Когда правительство четко определит кривую доходности, мексиканским корпорациям будет легче определять цены на новые выпуски облигаций. Так как компонент суверенного риска установлен и количественно определен суверенной кривой доходности, корпорациям остается только оценить свой собственный риск, главным образом кредитный. Это позволяет добиться более точного установления цен на корпоративные облигации.

727. Для получения финансирования за рубежом правительство в основном использует три разных рынка, предоставляющих различные преимущества. Это рынки доллара, евро и иены (см. рисунок 11).

728. Вследствие крупных потоков долларов в Мексику и из страны, связанных с внешней торговлей, и по причине того, что некоторые доходы бюджета также связаны с долларом, важнейшим внешним рынком для финансирования правительства является долларовый рынок. Кривая доходности портфеля долговых обязательств на этом рынке самая сложная из всех кривых, построенных правительством на внешних рынках, — с ценными бумагами со сроком погашения до 30 лет и высоколиквидными эталонными выпусками (см. рисунок 12).

729. Четко определенная кривая доходности на долларовом рынке позволяет правительству осуществлять выпуск долговых обязательств в те периоды, когда существует потребность в рефинансировании долга или получении нового финансирования. Она также помогает представителям частного сектора привлекать финансирование за рубежом, устанавливая ориентиры, на которые они могут равняться, что облегчает для них оценку собственного кредитного риска. Правительство смогло построить кривую доходности, которая обеспечивает рынок информацией и тем самым позволяет правительству правильно устанавливать цены на свои рыночные долговые обязательства с любым заданным сроком погашения. Хотя правительство добилось важных успехов в достижении этой цели на долларовом рынке, оно планирует продолжить работу в этом направлении, обеспечивая этой информацией другие рынки, такие как рынок евро.

Рисунок 11. Эмиссия внешних рыночных долговых обязательств Мексиканских Соединенных Штатов, 1996–2002 годы (по состоянию на 14 января 2002 года)

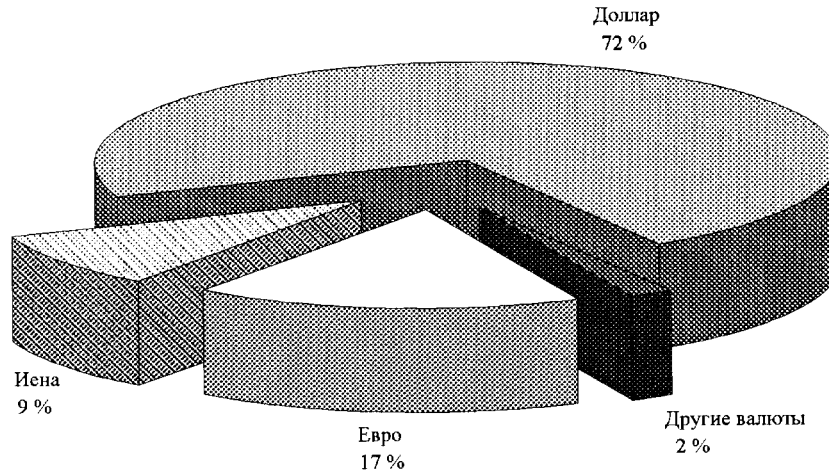
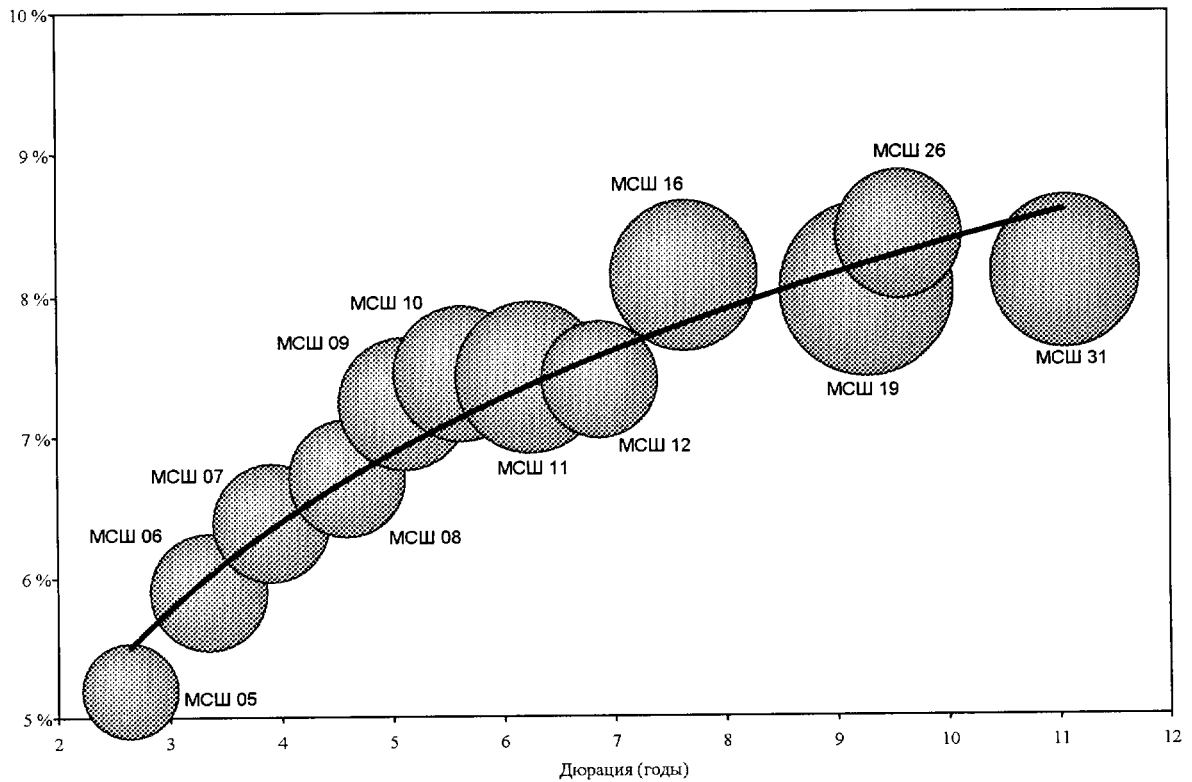


Рисунок 12. Кривая доходности долговых обязательств Мексиканских Соединенных Штатов, выраженных в долларах США (по состоянию на 13 февраля 2002 года)



730. Хотя рынки евро и иены меньше долларového рынка в пропорциональном отношении, иногда они предоставляют возможности арбитража по спреду с казначейскими долговыми обязательствами США, реализуемого путем свопов инструментов в евро и иенах на инструменты, выраженные в долларах США, что дает возможность снизить стоимость финансирования по сравнению с финансированием на долларовом рынке.

### **Информация**

731. Мексика придает большое значение предоставлению точной и прозрачной информации как международному, так и внутреннему финансовому сообществу. С этой целью высшие государственные должностные лица регулярно проводят выездные презентации в финансовых столицах, где они представляют самые последние изменения в экономике страны и прогнозы на ближайшее будущее. В ходе этих презентаций представители правительства также объявляют о любых новых мерах политики, которые были приняты.

732. Всякий раз, когда правительство выходит на международный рынок с новым выпуском долговых обязательств, оно распространяет в средствах массовой информации пресс-бюллетень, содержащий самые существенные характеристики выпуска облигаций с комментариями относительно того, как этот выпуск согласуется с политикой в отношении долга и экономической политикой.

733. Правительство также публикует важную для инвесторов информацию на своем веб-сайте ([www.shcp.gob.mx](http://www.shcp.gob.mx)). Эта информация включает квартальные отчеты, содержащие статистику долга, таблицы и т.п. С 2001 года Правительство также ежемесячно публикует отчеты по долгу. Хотя эти ежемесячные отчеты содержат менее подробную информацию, они часто полезны для текущего наблюдения за государственными финансами и долгом.

### **Порядок налогообложения государственных ценных бумаг**

734. Налоговый режим для держателей облигаций, выпущенных правительством, также может быть привлекательным для инвесторов тем, что любые выплаты основной суммы или процентов освобождаются от каких-либо удерживаемых у источника налогов, если их держателем является нерезидент Мексики или временное заведение, созданное в Мексике.



## Х. КОРОЛЕВСТВО МАРОККО<sup>53</sup>

735. В качестве предисловия к описанию управления государственным долгом в Марокко было бы полезно представить некоторые агрегированные показатели, иллюстрирующие тенденции в динамике бремени государственной задолженности Марокко и связанных с ней расходов.

736. На конец 2000 года внешний государственный долг (прямой долг и гарантированный долг) составлял 16 миллиардов долларов США, что эквивалентно 48 процентам ВВП, или 121 проценту текущих доходов платежного баланса. Внешний государственный долг распределяется между прямым долгом Казначейства и гарантированным долгом в соотношении примерно 70 и 30 процентов, соответственно. Произведенные в течение 2000 года расходы по внешнему государственному долгу составили более 2,5 миллиарда долларов США, то есть 19 процентов текущих доходов платежного баланса.

737. На конец 2000 года прямой долг Казначейства (внутренний и внешний) составлял сумму, эквивалентную 25,2 миллиарда долларов США, или 76 процентам ВВП, включая 14,1 миллиарда долларов США, или 42 процента ВВП, внутреннего долга.

738. Затраты на обслуживание прямого долга Казначейства составляли 3,7 миллиарда долларов США, в том числе 2 миллиарда долларов США по внутреннему долгу и 1,7 миллиарда долларов США по внешнему долгу. На процентные платежи, которые составили сумму, равную 1,7 миллиарда долларов США, было израсходовано 22 процента текущих доходов бюджета.

739. В период 1983–1992 годов руководство Марокко заключило шесть соглашений о реоформлении долга с Парижским клубом и три с Лондонским клубом, которые определяют порядок реоформления задолженности на сумму 12,7 миллиарда долларов США, в том числе 6,9 миллиарда долларов США Парижскому клубу и 5,8 миллиарда долларов США Лондонскому клубу. В 1993 году Марокко завершило цикл реоформления задолженности.

---

<sup>53</sup> Данное целевое исследование подготовили Лабиб Эль-Идрисси Лалами и Ахмед Зубейн из Департамента казначейства и внешнего финансирования Министерства экономики, финансов, приватизации и туризма.

## **А. Основа управления государственным долгом**

### **Цели управления государственным долгом**

740. Цели в области управления государственным долгом устанавливались с учетом тенденций в экономическом и финансовом положении Марокко и ограничений, которые должна была учитывать страна. Соответственно, до начала 1980-х годов преимущественное внимание уделялось привлечению средств, необходимых для финансирования масштабной программы инвестиций центрального правительства. В этих условиях для компенсации недостатка внутренних сбережений официальные органы опирались главным образом на международный финансовый рынок, где в избытке можно было получить ликвидные средства по выгодным процентным ставкам.

741. После того как разразился долговой кризис начала 1980-х годов, цели управления долгом заметно сместились в сторону снижения давления на платежный баланс и бюджет за счет реоформления расходов по долгу, мобилизации льготного финансирования и опоры на использование внутренних ресурсов для покрытия потребностей Казначейства.

742. Начиная с 1993 года, после восстановления макроэкономической устойчивости Марокко, официальные органы избрали более динамичный подход к управлению долгом, ставя перед собой следующие цели:

- финансирование потребностей Казначейства при оптимальных затратах и рисках за счет арбитража между внутренними и внешними ресурсами;
- уменьшение бремени существующего государственного долга и расходов по нему до приемлемых с экономической точки зрения уровней.

### **Правовая основа управления долгом**

743. На операции с государственным долгом, которые имеют форму привлечения займов (размещение внутренних займов и заключение соглашений о внешних ссудах) и осуществления расходов по долгу (выплата основной суммы, процентов и комиссионных), так же как и на государственные доходы и расходы, распространяется принцип предварительного утверждения, которое происходит ежегодно в рамках закона о бюджете.

744. Таким образом, утвержденный Парламентом закон о годовом бюджете содержит конкретные положения, наделяющие органы государственного управления полномочиями осуществлять внешние заимствования в рамках заложенной в программе максимальной общей суммы и внутренние заимствования для покрытия дефицита Казначейства и его потребностей в кассовых средствах. Парламент также утверждает бюджетные ассигнования, необходимые для выполнения обязательств по

уплате основной суммы по средне- и долгосрочному долгу и процентов по всему долгу.

745. На стороне доходов полномочия по осуществлению заимствований определяются двумя указами, сопровождающими закон о бюджете, в соответствии с которыми премьер-министр делегирует полномочия с этой целью министру экономики и финансов или его уполномоченному представителю, по первому указу — на осуществление внешних заимствований и предоставление государственных гарантий, а по второму указу — на выпуск внутренних долговых обязательств.

746. На стороне расходов министр финансов, который является должностным лицом, санкционирующим расчеты по обслуживанию внутреннего и внешнего долга, делегирует сотрудникам соответствующих подразделений полномочия по осуществлению предусмотренных графиком платежей по долгу.

### **Институциональная основа управления долгом**

747. Управление государственным долгом входит в сферу ответственности Департамента казначейства и внешнего финансирования Министерства экономики и финансов. Этот Департамент, в частности, отвечает за следующее:

- обеспечение потребностей Казначейства в финансировании путем мобилизации необходимых внутренних и внешних ресурсов;
- привлечение займов и осуществление платежей по обслуживанию долга;
- динамичное управление существующим долгом;
- предложение законодательных и нормативных документов и реформ, касающихся финансирования Казначейства и финансового рынка в целом.

748. В области внешней деятельности Департамент казначейства и внешнего финансирования определяет стратегию внешнего финансирования и координирует выполнение задач по ведению переговоров и мобилизации соответствующих ресурсов. Поэтому на Департамент возложена ответственность за обсуждение финансовых протоколов, мобилизацию заемных средств, связанных с платежным балансом и займами на структурную перестройку, а также за решение проблем, касающихся переуступки кредитов и предоставления гарантий по внешним займам. Департамент также обеспечивает централизацию данных по внешнему долгу государственного и частного секторов.

749. В области внутреннего долга в задачи данного Департамента входят:

- инициативные функции в отношении выпуска внутренних долговых обязательств, что включает надзор за операциями по выпуску казначейских инструментов, определение необходимых объемов привлечения заемных средств, условий выпуска и вариантов погашения;

- текущее наблюдение за накопленным долгом и осуществлением расходов по нему;
- обработка учетных записей, касающихся внутренних гарантий центрального правительства;
- осуществление надзора за программой модернизации и реформы финансового сектора и предложение проектов соответствующих законодательных и нормативных документов.

750. Роль Банка Аль-Магриб — центрального банка страны, выступающего в качестве финансового агента правительства, заключается в следующем:

- получении средств в иностранных валютах по внешним займам и надзоре за аукционами по казначейским инструментам (внутренними выпусками), при этом банк зачисляет на текущий счет Казначейства суммы в дирхамах, эквивалентные привлеченным средствам внешних займов, и суммы, полученные в результате размещения казначейских инструментов через аукционы;
- проведении расчетов на основе платежных поручений, полученных от Департамента казначейства и внешнего финансирования, для обслуживания долга перед иностранными кредиторами в иностранных валютах, а также долга перед местными держателями казначейских инструментов в дирхамах посредством списания средств с текущего счета Казначейства.

751. После перевода долговых сертификатов в безбумажную форму (в том числе казначейских инструментов) был создан центральный депозитарий Magoclear. Magoclear несет ответственность за хранение казначейских инструментов и надзор за расчетными операциями и операциями поставки, связанными с куплей-продажей казначейских долговых обязательств на вторичном рынке.

### **Организационная основа управления долгом**

752. Функции управления долгом возложены на Департамент казначейства и внешнего финансирования и выполняются главным образом тремя отделами.

- *Отдел казначейских операций*, в задачи которого, в частности, входит:
  - 1) подготовка бюджетных прогнозов, текущее наблюдение за сбалансированностью государственных финансов и определение потребностей Казначейства в финансировании;
  - 2) мобилизация внутренних ресурсов, необходимых для покрытия потребностей в финансировании, путем проведения аукционов по казначейским инструментам;
  - 3) внесение предложений по реформам и мерам, направленным на стимулирование рынка;
  - 4) обслуживание операций переуступки средств внешних займов и текущий контроль за этой деятельностью;
- *Отдел управления внешним долгом (ОУВД)*, который отвечает за следующее:
  - 1) покрытие государственных внешних заимствований и платежи по обслуживанию долга центрального правительства;
  - 2) подготовку статистики по долгу и анализ задолженности по секторам и в агрегированной форме (в разбивке

- по странам, секторам, валютам и т.д.); 3) анализ долга и финансовых условий займов и формулировку предложений по сокращению затрат на обслуживание долга и/или объема накопленного долга; 4) реализацию мер по облегчению бремени задолженности, таких как рефинансирование обременительного долга и проведение переговоров о пересмотре процентной ставки;
- *Отдел реструктуризации долга и международного финансового рынка*, который отвечает: 1) за проведение операций по облегчению бремени задолженности и реструктуризации долга, таких как конверсия долговых обязательств в государственные и частные инвестиции; 2) за подготовку к восстановлению позиций Марокко на международном финансовом рынке и инициирование эмиссионных операций на этом рынке; 3) за проведение операций своп с существующими долговыми обязательствами.

753. В Департаменте казначейства и внешнего финансирования также существует подразделение, ответственное за мобилизацию и координацию традиционного внешнего финансирования, отдел, ответственный за банковское регулирование и исследования в денежно-кредитной сфере, и отдел платежного баланса, который, в частности, отвечает за регулирование внешних финансовых и коммерческих операций.

754. Что касается кадровых ресурсов, то в подразделениях по управлению долгом работает группа из 30 специалистов с высоким уровнем подготовки, в том числе в области экономики, финансов, права, вычислительной техники и статистики. Эти специалисты достигли высокой квалификации в сфере управления долгом благодаря накопленному ими опыту в этих вопросах и за счет постоянного целенаправленного обучения, как внутреннего (учебные дни, практические занятия и учебные семинары), так и внешнего (обучение без отрыва от производства и курсы, организуемые международными банками и учреждениями).

### **Координация с бюджетной и денежно-кредитной политикой**

755. Координация политики управления долгом с бюджетной политикой центрального правительства и денежно-кредитной политикой, которую проводит центральный банк, не представляет особых проблем.

756. В связи с этим Департамент казначейства и внешнего финансирования, который несет ответственность за управление долгом, активно участвует в определении основных положений закона о бюджете, особенно в части дефицита бюджета и ресурсов на его покрытие; исполнения бюджета; а также мер по исправлению положения в случае возможных перерасходов средств. Он также готовит прогнозы государственных кассовых средств, образующихся в процессе исполнения бюджета, и определяет и реализует схемы финансирования.

757. В денежно-кредитной сфере координация с центральным банком является задачей объединенного комитета по надзору, который, в частности, отвечает за определение целей в области денежно-кредитной политики и инфляции, текущее наблюдение за их реализацией и выдвижение предложений по реформам и мерам, которые предстоит осуществить. Информация о руководящих принципах и намеченных мерах доводится до сведения участников совещаний Национального комитета по деньгам и сбережениям, которые проводятся в центральном банке под сопредседательством министра экономики и финансов и управляющего Банка Аль-Магриб.

758. Кроме того, будучи основным заемщиком на внутреннем рынке, Казначейство способствует укреплению стабильности денежного рынка, в первую очередь, за счет постоянного присутствия на аукционном рынке и объявлений о своих потребностях в финансировании, с тем чтобы обеспечить максимальную прозрачность своей деятельности на этом рынке. Такой подход приобретает все большее значение, поскольку кривая процентных ставок по государственным облигациям стала эталоном для финансового рынка Марокко в целом, особенно для вознаграждения по сбережениям и финансовым инструментам.

### **Прозрачность и обмен информацией**

759. В ходе ежегодной пресс-конференции по вопросам политики в области финансирования, которая проводится после принятия закона о бюджете, министр экономики и финансов оценивает размер задолженности, представляя основные результаты и статистические данные по долгу за прошедший год, объявляет цели, установленные для покрытия потребностей Казначейства в финансировании на текущий бюджетный год, и сообщает о мерах и действиях, которые предстоит реализовать в области финансирования.

760. Некоторые статистические данные по долгу Казначейства, такие как фактически полученные суммы заимствований, погашения и непогашенные остатки, публикуются в Интернете ([www.mfie.gov.ma/dtfe/tbstat.htm](http://www.mfie.gov.ma/dtfe/tbstat.htm)) в экономической сводке (Note de Conjoncture), которая ежемесячно готовится Департаментом казначейства и внешнего финансирования.

761. Официальные органы Марокко также ежегодно представляют данные о внешнем государственном долге Всемирному банку (формы представления данных I и II) для публикации в форме сводных ведомостей, а также планируют принять на себя обязательства по Специальному стандарту распространения данных МВФ.

762. Кроме того, Департамент казначейства и внешнего финансирования время от времени организует совещания различных представителей внутреннего рынка, в частности, центрального банка и участников операций (дилеров по казначейским ценным бумагам, взаимных фондов (OPCVM), брокерских компаний и т.д.) для

расширения обмена информацией и повышения прозрачности политики в области долга. Обсуждаемые темы преимущественно касаются основных макроэкономических показателей, динамики финансового рынка (например, ликвидности рынка и кривой процентных ставок) и предложений по реформам.

763. При этом, стремясь обеспечить достижение поставленных целей, Департамент казначейства и внешнего финансирования ежемесячно публикует сообщения о суммах средств, которые предполагается привлечь через аукционы, и результатах проведенного размещения — объемах, процентных ставках и сроках погашения ценных бумаг.

### **Сбор данных по долгу**

764. Департамент казначейства и внешнего финансирования отвечает за сбор и централизацию данных о государственном долге. Данные, имеющиеся в распоряжении Департамента, регулярно дополняются и проходят перекрестную проверку с учетом информации, представляемой:

- различными департаментами Министерства экономики и финансов, в частности, Бюджетным департаментом, Центральным гарантийным фондом и Валютным управлением;
- центральным банком — по уведомлениям о зачислении и списании средств в связи с фактическим получением займов и погашением долговых обязательств Казначейства;
- государственными предприятиями, которые пользуются государственными гарантиями, — относительно данных по их внешним заимствованиям;
- кредиторами.

765. В тех случаях, когда речь идет о государственном долге, сбор данных не представляет каких-либо особых проблем, поскольку существуют установившиеся каналы систематического представления информации, а связанные с задолженностью процессы — внешние (обязательство, фактическое предоставление средств и погашение) и внутренние (размещение и погашение) — централизованы в рамках Министерства экономики и финансов.

766. В случае внешнего долга, гарантированного центральным правительством, проблемы сбора данных были решены путем регистрации информации «снизу вверх» после выдачи гарантий, а также распространения циркуляра Министерства экономики и финансов, в котором установлено требование к государственным предприятиям регистрировать свои соглашения о внешнем финансировании в Отделе управления внешним долгом и направлять в этот Отдел ежемесячные или ежеквартальные отчеты по своему внешнему долгу с использованием предусмотренных для этой цели стандартных форм отчетности.

767. В случае внутреннего гарантированного долга сбор данных не представляет проблем, так как гарантии выдаются по указу премьер-министра и по решению министра экономики и финансов, в котором устанавливается максимальная сумма каждого выпуска долговых обязательств. Кроме того, в гарантийных операциях до настоящего времени участвовали лишь немногие государственные учреждения, а выпуски ценных бумаг были размещены среди государственных органов и страховых компаний.

768. Сбор статистики по частному долгу осуществляет Валютное управление на основе информации, собранной на уровне банковской системы, где для операций внешнего заимствования каждого клиента и связанных с ними перемещений средств должна заполняться соответствующая форма. В банковской системе была также проведена разъяснительная кампания, а ведущие предприятия были уведомлены о необходимости представлять указанную информацию непосредственно в Валютное управление.

#### **Компьютеризация управления долгом**

769. В середине 1993 года была введена в эксплуатацию компьютерная система управления долгом, разработанная марокканской исследовательской фирмой для внешнего государственного долга (как центрального правительства, так и государственных предприятий), которая позднее была распространена также на внутренний долг и операции по переуступке кредитов. Эта система, созданная на основе системы управления реляционными базами данных под названием Informix, функционирует в многозадачной многопользовательской среде операционной системы Unix. Для облегчения процессов обслуживания и развития системы управления, ответственность за которые возложена на подразделение вычислительной техники Департамента казначейства и внешнего финансирования, используется встроенный в программу информационный генератор.

770. В 1997 году была проведена проверка данной системы экспертом Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД), который признал ее удовлетворительной с точки зрения структуры, работоспособности и функциональных возможностей. В самом деле, она отвечает потребностям текущего управления, в том числе в таких аспектах, как создание комплексной базы данных по долгу, расчет и формирование графиков платежей в счет погашения, выдача платежных поручений и охват платежей. Она также может использоваться для подготовки полного комплекта статистической отчетности, необходимой для управления, анализа и подготовки докладов для использования в процессе принятия решений.



771. Недавно было проведено обновление данной системы, с тем чтобы:

- включить в нее проводимые операции по активному управлению долгом, такие как конверсия долговых обязательств в инвестиции, производство платежей до наступления их срока и аннулирование долгов;
- отразить введение евро, сохранив при этом учет всех ранее проведенных операций в исходной валюте;
- обеспечить учет операций своп и, в частности, валютных и процентных свопов, проводимых в связи с управлением рисками.

772. Что касается статистической обработки, система составляет стандартные статистические отчеты по долгу — теоретические (на основе первоначальных графиков и условий), фактические, или прогнозируемые, а также отчеты по непогашенным остаткам, обслуживанию долга (основная сумма, проценты и комиссионные) и фактическому перечислению заемных средств с разбивкой по кредиторам, заемщикам, валютам, процентным ставкам и т.д. Система также может использоваться для подготовки форм представления данных I и II Всемирного банка и расчета расходов Казначейства по долгу, подлежащих включению в закон о бюджете.

## **В. Стратегия управления долгом**

773. После десятилетия структурной перестройки и реоформления внешнего долга руководству Марокко удалось снизить уязвимость страны благодаря существенному повышению экономической и финансовой сбалансированности и завершению в 1993 году цикла реоформления задолженности.

774. Вместе с тем бремя внешней задолженности оставалось высоким, и баланс операций, связанных с внешним государственным долгом (сумма погашения и процентов за вычетом фактического получения заемных средств), в период 1993–1997 годов обусловил значительный чистый отток средств из страны, превышавший 1,5 миллиарда долларов США в год. Ожидалось также резкое увеличение этих внешних платежей с началом выплат основной суммы реоформленного долга — с 1999 года по соглашению с Лондонским клубом и пятому соглашению с Парижским клубом, а с 2001 года по шестому соглашению с Парижским клубом.

775. В результате описанных тенденций в динамике долга и с учетом улучшения базовых макроэкономических условий, Марокко избрало активную стратегию управления своим долгом, три основных аспекта которой обсуждаются ниже.

### **Меры в отношении внешнего долга Казначейства**

776. С 1996 года меры в отношении внешнего долга Казначейства распространялись на сумму накопленного долга, превышавшую 2 миллиарда долларов США

(20 процентов внешнего долга Казначейства). При этом использовались два механизма, описанные ниже.

### ***Конверсия долговых обязательств в инвестиции***

777. Этот механизм применяется в соответствии с протоколами Парижского клуба. Два последних соглашения о переоформлении долга (пятое и шестое), подписанные с Парижским клубом, фактически предусматривали право кредиторов продавать или обменивать — в рамках обмена долга на программы охраны природы, программы помощи, инструменты участия в капитале или в рамках других свопов на долговые обязательства в национальной валюте — суммы переоформленных и подлежащих переоформлению непогашенных ссуд, которые не превышают 100 процентов для государственного долга и 10 процентов или 10 миллионов долларов США для коммерческого долга. Последний верхний лимит в 1997 году был повышен до 20 процентов, а затем, в 1999 году, до 30 процентов или 40 миллионов долларов США.

778. Для реализации указанных положений требовалось определить:

1) переоформленные долговые обязательства, потенциально пригодные для операций конверсии, в разбивке по странам-кредиторам; 2) действия, которые следует предпринять, чтобы убедить эти страны в выгодности механизма конверсии долга как для кредитора, так и для должника.

779. В этой связи использовались две формы конверсии.

- Конверсия долговых обязательств в государственные инвестиции: кредитор аннулирует согласованную сумму переоформленного долга, а Марокко использует эквивалент аннулированной суммы для реализации проекта государственных инвестиций.
- Конверсия долговых обязательств в частные инвестиции: после заключения соглашения о конверсии долга иностранный инвестор представляет свой инвестиционный проект на утверждение официальных органов Марокко. В этом утверждающем документе устанавливается цена погашения определенной суммы долга. После этого инвестор приобретает указанную сумму долга у страны-кредитора по более низкой цене. Затем он переводит этот долг Марокко и получает за него согласованную цену после принятия на себя обязательств по реализации инвестиционного проекта.

### ***Меры в отношении обременительного долга***

780. Эти меры проводятся путем досрочного погашения обременительных долгов с использованием внутренних или внешних ресурсов, привлеченных на более выгодных условиях, или путем проведения переговоров о пересмотре процентных ставок по обременительным ссудам для их приведения в соответствие с действующими ставками финансового рынка.

Реализация этого механизма требует подготовительной работы в следующих областях:

- использование базы данных по долгу и применение актуарных методов для определения потенциального объема обременительного долга и выявления обременительных ссуд;
- анализ юридических оговорок в ссудных соглашениях для определения условий относительно досрочного погашения, рефинансирования или пересмотра процентных ставок;
- определение и выбор ресурсов для рефинансирования, которые могут быть мобилизованы на подходящих финансовых условиях;
- оценка приведенной стоимости выгод от операции — предполагаемой экономии на обслуживании долга — и потенциального сокращения ежегодных процентных расходов в результате такой операции.

781. В отношении операций, предусматривающих меры в отношении гарантированного долга государственных учреждений, инициатива может исходить от Департамента казначейства и внешнего финансирования или от учреждения-должника. В обоих случаях Департамент после консультаций с другими департаментами Министерства экономики и финансов готовит заключение по предполагаемой операции досрочного погашения, исходя из оценки финансового положения рассматриваемого учреждения и возможных последствий этой операции для бюджета.

### **Политика в области мобилизации финансирования**

782. После того как было завершено переоформление долга, для покрытия дефицита бюджета и отрицательных чистых трансфертов, связанных с внешними займами, привлекалось главным образом внутреннее финансирование. Несмотря на низкие уровни дефицита бюджета, такая ситуация привела к увеличению объема внутреннего долга, который на конец 2000 года достиг 14,1 миллиарда долларов США (что составляло 42 процента ВВП) по сравнению с суммой, эквивалентной 12,5 миллиарда долларов США (35 процентов ВВП), на конец 1996 года и 8,8 миллиарда долларов США (31 процент ВВП) на конец 1993 года.

783. Такая политика, которая объясняется осмотрительной позицией официальных органов по вопросам внешнего финансирования, подкреплялась доступностью ресурсов на внутреннем рынке по выгодным ставкам, а также стремлением официальных органов создать эффективный современный внутренний рынок, чтобы удовлетворить потребности всех участников операций в связи с общей реформой внутреннего финансового рынка, проведенной в 1993 году.

784. В отношении внешнего финансирования был сформулирован в высшей степени избирательный подход, который характеризовался:

- выбором новых обязательств, исходя из того, насколько льготными они являются;

- тщательным отбором инвестиционных проектов, для которых предполагается использовать финансирование из двусторонних источников или от многосторонних финансовых учреждений;
- установлением более высоких экономических показателей реализации проектов с внешним финансированием.

785. Кроме того, начался процесс, призванный дать Марокко возможность вновь получить доступ к международным финансовым рынкам. Стране были присвоены международные рейтинги Standard and Poor's и Moody's, что позволило инвесторам оценить риск, связанный с вложениями в Марокко. Проведено ознакомление с инструментами управления рисками за счет развития технических навыков для текущего наблюдения за степенью подверженности долга Марокко рыночным рискам. Кроме того, по мере необходимости, было начато использование соответствующих операций своп.

### **Система управления рисками**

786. Процесс введения в действие системы управления рисками в 1996 году имел три основных аспекта, которые обсуждаются ниже.

#### ***Институциональная основа***

787. Анализ правовой среды позволил установить, что законодательство Марокко не содержит каких-либо положений, препятствующих динамичному управлению долгом, и что согласно действующему законодательству правительство обладает полномочиями использовать инструменты хеджирования только с целью стабилизации или снижения затрат на обслуживание долга.

788. Соответственно, с 1998 года к сопроводительным документам закона о бюджете прилагался указ премьер-министра, делегирующий министру экономики и финансов или его уполномоченному представителю правомочия по осуществлению внешних заимствований для погашения обременительного долга и заключению соглашений о валютных и процентных свопах для стабилизации обслуживания долга.

789. Затем на основании постоянно действующей нормы закона о бюджете был открыт специальный счет Казначейства, для того чтобы отдельно и на многолетней основе отражать валютные и процентные свопы и покрывать расходы, образующиеся в результате таких операций.

#### ***Управление рисками, связанными с внешним долгом***

790. Анализ структуры внешнего долга Казначейства показывает, что этот долг очень чувствителен по отношению к колебаниям валютных курсов и процентных ставок, а риск ликвидности является ограниченным ввиду возможности погашения

долга и вследствие того, что он получен исключительно на средне- и долгосрочной основе.

791. Что касается подверженности долга валютному риску, то она существует, так как валютная структура долга по-прежнему не соответствует структуре внешней торговли Марокко. Что касается процентных ставок, риск обусловлен значительной долей долга с плавающими процентными ставками, которая составляет более 36 процентов.

792. Соответственно, для внешнего долга был определен контрольный портфель, с которым должна постепенно сближаться текущая структура долга Казначейства и который должен служить ориентиром для политики в области финансирования внешнего долга и управления им. Валютная структура указанного контрольного портфеля складывается из 60 процентов в евро, 35 процентов в долларах США и 5 процентов в японских иенах, а состав портфеля с точки зрения процентных ставок предусматривает наличие в нем 20 процентов долговых обязательств с плавающей ставкой.

793. В связи с этим для повышения доли долга, выраженного в евро, была проведена конверсия в евро мультивалютных займов Всемирного банка, выраженных в долларах США и японских иенах, на сумму 1,3 миллиарда долларов США.

#### ***Управление рисками, связанными с внутренним долгом***

794. После создания аукционного рынка, обладающего важнейшими характеристиками современного финансового рынка, анализ портфеля долговых обязательств выявил определенные риски, связанные со сроками погашения и процентными ставками, и для регулирования рисков, связанных с погашением, финансированием и процентными ставками по внутреннему долгу, была введена программа управления рисками.

- Для снижения риска погашения управляющие долгом стремятся в максимально возможной степени сгладить график погашения долга, чтобы избежать чрезмерной концентрации сроков погашения.
- Чтобы компенсировать потенциальный риск финансирования и обеспечить Казначейству возможность своевременно привлекать необходимые средства, помимо сглаживания графика погашения долга, Казначейство — в связи с управлением государственными кассовыми средствами — обеспечивает согласование динамики сбора доходов с динамикой осуществления расходов.
- В отношении процентного риска, во-первых, следует иметь в виду, что казначейские инструменты выпускаются с фиксированными процентными ставками. Следовательно, риск возникает в случаях снижения ставок и сохранения их на уровне ниже ставок размещения. Поэтому для снижения этого риска Департамент казначейства и внешнего финансирования поставил целью

обеспечить уровень в 25 процентов, который считается экономически приемлемым для краткосрочного долга. В настоящее время Казначейство также уделяет особое внимание индексированию обязательств со средними и длительными сроками погашения по более краткосрочным инструментам. Соответственно, Казначейство уже провело две операции заимствования со сроком погашения 10 лет, индексированные по казначейским векселям со сроком погашения 52 недели, и в настоящее время рассматривает возможность выпуска 5-летних индексированных облигаций.

### ***Информационная система***

795. Управляющим долгом предоставлен прямой доступ к базе данных по долгу с клиентских рабочих станций с операционной системой Windows с помощью графического языка запросов (GQL), который позволяет использовать специализированные запросы для проведения анализа данных и составления различных отчетов и графиков. Кроме того, по мере необходимости эти данные могут экспортироваться в другие приложения или программы (например, электронные таблицы Excel) для других видов обработки.

796. Такая существенная гибкость также позволяет готовить средне- и долгосрочные прогнозы исходя из различных предположений о тенденциях в динамике процентных ставок, валютных курсов или и тех, и других одновременно. Аналогичным образом готовятся различные сценарии для стратегии в области задолженности или рефинансирования, в частности, предусматривающие арбитраж между использованием внутренних или внешних ресурсов и выбор валюты и процентных ставок.

797. Кроме того, при поддержке международных финансовых учреждений и на основе системы управления, используемой банками, управляющие Департамента казначейства и внешнего финансирования были ознакомлены с методами управления различными видами рисков, присущих внешнему долгу, прежде всего процентным риском и валютным риском. Ведется также разработка модели управления внутренним долгом.

### **С. Развитие эффективного внутреннего рынка**

798. Одновременно с масштабной программой модернизации финансового сектора и институциональными реформами финансовой системы Марокко в сфере мобилизации и распределения ресурсов следовало пересмотреть действующую политику в отношении внутреннего финансирования, отличительными особенностями которой являются:

- обязательные авуары в форме минимальных объемов государственных инструментов, которые банковская система должна была приобретать по низким процентным ставкам и на долю которых приходилось 35 процентов депозитов;
- выпуск государственных долговых обязательств с весьма привлекательными процентными ставками и долгосрочных облигаций, которые размещаются среди институциональных инвесторов;
- полное освобождение от налогов процентных доходов, начисленных по инструментам, размещенным среди физических лиц;
- обращение к Банку Аль-Магриб за дополнительным финансированием.

799. С целью изменения этой ситуации была проведена кардинальная реформа используемого Казначейством метода финансирования, так чтобы создать возможность привлекать необходимые внутренние ресурсы на рыночных условиях за счет создания аукционного рынка казначейских инструментов как единственного источника финансирования, а также реализации мер, направленных на устранение искажений рынка и его стимулирование.

### **Отмена привилегий Казначейства**

800. Привилегии, которыми пользовалось Казначейство по сравнению с другими заемщиками, были устранены за счет:

- постепенного сокращения обязательных авуаров в форме минимальных объемов государственных инструментов до их полной отмены в 1997 году;
- взыскания корпоративного налога (IS) или общего налога на доходы (IGR) с процентных доходов по казначейским инструментам, размещенным среди физических лиц;
- прекращения использования различных методов привлечения средств, например, выпусков облигаций по привлекательным ставкам, проведения национальных займов и т.д., которые способствуют сегментации рынка и ограничивают ликвидность выпускаемых инструментов.

### **Создание аукционного рынка казначейских инструментов**

801. Аукционный рынок казначейских инструментов, который стал для Казначейства основным источником финансирования, регулируется указом министра экономики и финансов и рядом совместных циркуляров, выпущенных Департаментом казначейства и внешнего финансирования и Банком Аль-Магриб.

802. Департамент казначейства и внешнего финансирования информирует инвесторов о месячном графике планируемых аукционов со следующей периодичностью, в зависимости от сроков погашения размещаемых инструментов:

- каждый вторник — для векселей со сроками погашения 13, 26 и 52 недели;

- второй и последний вторник месяца — для облигаций со сроками погашения 2, 5, 10 и 15 лет;
- последний вторник квартала — для облигаций со сроком погашения 20 лет.

803. При этом Департамент сохраняет за собой право отменять предусмотренные графиком торги или проводить дополнительные аукционы. Уведомление о таких изменениях производится за неделю.

804. Аукционы, имеющие форму голландского аукциона, проходят следующим образом. Учреждения, уполномоченные представлять заявки, передают их по факсу в Банк Аль-Магриб не позднее 10.30 часов утра во вторник. После этого Банк Аль-Магриб в упорядоченной анонимной форме направляет заявки в Департамент казначейства и внешнего финансирования. Департамент определяет процентную ставку или предельную цену аукциона, о которой он извещает Банк Аль-Магриб. Последний, в свою очередь, в индивидуальном порядке информирует учреждения, участвующие в аукционе, о статусе их заявок. Результаты аукциона также распространяются через Reuters. Соответствующие суммы по принятым к исполнению заявкам уплачиваются в понедельник следующей недели.

805. Наконец, для содействия мобилизации средств мелких вкладчиков были сохранены только выпуски 6-месячных векселей. Такие векселя, предназначенные для нефинансовых учреждений и физических лиц, размещаются по цене ниже номинала с купоном. Они выпускаются на постоянной основе с небольшой нарицательной стоимостью и могут быть погашены через три месяца с отказом от купонного дохода. Такие ценные бумаги выпускаются в безбумажной форме.

### **Стимулирование аукционного рынка**

806. Были приняты меры, направленные на стимулирование аукционного рынка и повышение ликвидности ценных бумаг, в частности, описанные ниже.

#### ***Назначение дилеров по казначейским ценным бумагам (IVT)***

807. Для того чтобы стимулировать аукционный рынок и способствовать его надлежащему функционированию, определенные учреждения были назначены дилерами по казначейским ценным бумагам. С этой целью такие дилеры соглашаются периодически представлять в Департамент казначейства и внешнего финансирования свою оценку общего рыночного спроса на внутренние казначейские ценные бумаги и приобретать не менее 10 процентов от полугодичного объема выпуска трех категорий ценных бумаг.

808. Взамен дилеры по казначейским ценным бумагам могут подавать «неконкурентные» заявки в рамках максимального лимита, утверждаемого на основе коэффициента удовлетворенных заявок, в расчете которого отражается их участие в



конкурентных аукционах по ценным бумагам той же категории за последние три недели.

809. Для того чтобы поощрять действенное участие дилеров по казначейским ценным бумагам в стимулировании развития вторичного рынка, в рамках соглашения между такими операторами и Департаментом казначейства и внешнего финансирования они принимают на себя обязательство выставлять котировки определенного числа серий ценных бумаг, охватывающих все сроки погашения.

#### ***Введение эмиссии посредством ассимиляции***

810. В целях развития вторичного рынка казначейских ценных бумаг и повышения их ликвидности Департамент казначейства и внешнего финансирования ввел метод эмиссии посредством ассимиляции. Данный метод предполагает предварительное объявление купонной ставки, за счет чего новые выпуски оказываются привязанными к существующим сериям. За счет этого обеспечивается привлечение значительных ресурсов и сокращение числа выпущенных серий.

#### ***Организация расширенного обмена информацией с партнерами***

811. Департамент казначейства и внешнего финансирования принял решение установить постоянные контакты с финансовым сообществом, чтобы держать его в курсе своих интервенций на рынке.

812. С этой целью проводятся регулярные совещания различных участников, то есть Департамента казначейства, Банка Аль-Магриб, дилеров по казначейским ценным бумагам и участников операций на вторичном рынке (взаимных фондов, брокерских компаний и т.д.), призванные обеспечить более эффективный обмен информацией.

813. Кроме того, в соответствии с соглашением между Департаментом казначейства и дилерами по казначейским ценным бумагам организуются регулярные встречи с этими дилерами для обсуждения ситуации на рынке и любых проблем, с которыми сталкиваются различные учреждения. Департамент казначейства также координирует с дилерами по казначейским ценным бумагам свои действия, связанные с реализацией новых мер по развитию аукционного рынка.

## **XI. НОВАЯ ЗЕЛАНДИЯ<sup>54</sup>**

814. Отдел по управлению долгом Новой Зеландии (ОУДНЗ) был создан в 1988 году с целью улучшить управление рисками, связанными с портфелем государственных долговых обязательств. Он отвечает за управление государственным долгом, совокупными чистыми кассовыми потоками и некоторыми приносящими процентный доход активами в рамках соответствующей системы управления рисками.

815. В данной работе описывается процесс развития системы управления государственным долгом в Новой Зеландии, используемая ОУДНЗ система управления портфелем и рисками, а также развитие рынка государственных ценных бумаг.

### **A. Развитие надежной системы управления и институциональной основы**

#### **Цель ОУДНЗ**

816. Цель ОУДНЗ заключается в максимизации долгосрочной экономической прибыли по государственным финансовым активам и долговым обязательствам с учетом налогово-бюджетной стратегии органов государственного управления, особенно степени неприятия ими риска. Для этого ОУДНЗ необходимо уравнивать риски, которые могут возникать при минимизации затрат.

817. В управлении портфелем государственных долговых обязательств ОУДНЗ избрал подход неприятия риска по ряду причин. Например:

- существуют свидетельства того, что частные лица, как правило, стремятся избежать риска, принимая собственные решения, и ожидают, что государство при управлении своими средствами будет также учитывать это предпочтение;
- убытки, понесенные при управлении государственным портфелем, приводят к затратам, которые неизбежно должны покрывать налогоплательщики;
- государство не имеет преимуществ в конкуренции с другими участниками рынка, которые позволяли бы ему получать большую прибыль при управлении своим портфелем, за исключением его привилегии как учреждения, не облагаемого налогами и не подлежащего регулированию, использование которой ОУДНЗ считает неэтичным.

818. Цель управления долгом с течением времени менялась. В прошлом основной акцент делался на снижении риска. Эта позиция отражала значительно более высокие уровни чистого долга в конце 1980-х и начале 1990-х годов, а также тот факт, что

---

<sup>54</sup> Данное целевое исследование подготовил Грег Хорман из Отдела управления долгом Новой Зеландии.

почти половина долговых обязательств была выражена в иностранных валютах. С тех пор чистый долг был уменьшен на 65 процентов, а открытая позиция в иностранной валюте была ликвидирована.

## **Обязанности ОУДНЗ**

819. Основные обязанности ОУДНЗ включают следующее:

- развитие и поддержание такой системы управления портфелем, которая способствует достижению целей управления государственным долгом;
- финансирование валовой потребности органов государственного управления в заимствованиях, управление валютными активами, необходимыми для осуществления чистых выплат процентов и основной суммы долга в иностранной валюте, осуществление расчетов и ведение учета по всем операциям, связанным с долгом;
- управление шестью основными видами рисков — рыночным, кредитным, ликвидности, финансирования, операционным и концентрации — в соответствии с государственной налогово-бюджетной стратегией и внутренней политикой ОУДНЗ;
- определение структуры портфеля с точки зрения валютной структуры, структуры сроков погашения и открытых кредитных позиций в соответствии с установленной Правительством степенью неприятия риска и с учетом затрат;
- создание надежной основы для измерения результатов деятельности с поправкой на риск;
- максимизация добавленной стоимости портфеля с поправкой на риск при соблюдении установленных лимитов на позиции по рыночному и кредитному риску и риску ликвидности;
- осуществление фактических выплат средств государственным ведомствам и оказание им содействия в управлении кассовыми средствами;
- предоставление займов государственным организациям и предприятиям, создание благоприятных условий для осуществления операций с производными инструментами и проведение таких операций в соответствии с государственной политикой;
- предоставление консультаций по вопросам рынков капитала другим отделам Казначейства Новой Зеландии, другим государственным ведомствам и государственным организациям;
- составление смет и бухгалтерских отчетов по обслуживанию долга для целей налогово-бюджетного прогнозирования и отчетности;
- поддержание и укрепление (в соответствующих случаях) отношений с инвесторами, которые в настоящее время являются или потенциально могут стать держателями государственных ценных бумаг Новой Зеландии, с финансовыми посредниками и международными кредитными рейтинговыми агентствами.

## Создание ОУДНЗ

820. Создание ОУДНЗ было обусловлено тем, что большой объем государственного долга подвергал налогоплательщиков значительным рискам, и требовалось комплексное управление этими рисками.

821. Начиная с 1970-х годов значительный дефицит бюджета стал для Новой Зеландии нормой, а неэффективная денежно-кредитная политика привела к тому, что уровень инфляции в стране стал одним из самых высоких в ОЭСР. К началу 1980-х годов были заморожены цены и заработная плата, а денежно-кредитная политика осуществлялась главным образом путем прямого контроля и регулирования. Одновременно, с целью ограничения темпов роста денежной массы, были определены обязательные руководящие принципы для финансовых учреждений в отношении предоставления новых кредитов, но на практике эти принципы оказались в значительной степени недейственными. Вводились все более строгие ограничения — были ужесточены нормативы обязательных резервов для банков и увеличены доли государственных ценных бумаг, которые должны хранить финансовые компании и строительные общества. В 1983 году была сделана попытка поглотить избыточную ликвидность посредством размещения государственных ценных бумаг через аукционы. Способность программы аукционов нейтрализовать вливания бюджетных средств через добровольное увеличение вложений в государственные ценные бумаги была серьезно ограничена необходимостью избежать давления на процентные ставки в сторону повышения. В таких условиях государственное заимствование по большей части осуществлялось в иностранных валютах и служило также для финансирования постоянного дефицита платежного баланса страны.

822. После того как в 1984 году было избрано новое правительство, в регулировании экономики произошли радикальные перемены. Для этого был проведен целый ряд макроэкономических и микроэкономических реформ, сделавших систему цен главным сигналом для решений об инвестициях, производстве и потреблении. Основные изменения включали:

- отмену регулирования цен, процентных ставок и заработной платы;
- введение свободно плавающего курса новозеландского доллара и отмену мер контроля за операциями с капиталом;
- снижение предельных налоговых ставок и расширение базы налогообложения;
- отмену субсидий и мер по поддержке цен;
- отмену установленных для финансовых учреждений обязательных резервов по активам;
- масштабное снижение уровня государственного регулирования;
- широкие реформы государственного сектора.

823. Повысилась прозрачность налогово-бюджетной политики, и снизился уровень дефицита. Как и в большинстве стран ОЭСР в то время, в Новой Зеландии не была отдельно сформулирована цель в области управления долгом. Однако все больше распространялось мнение о том, что для управления накопленным долгом государственного сектора, особенно его значительной частью в иностранной валюте, необходим более профессиональный подход к управлению портфелем и рисками. В этих условиях в 1988 году был создан ОУДНЗ, подчиненный министру финансов, для управления государственным долгом, выраженным как в иностранной валюте, так и в новозеландских долларах.

824. ОУДНЗ был создан как автономное подразделение в составе Казначейства Новой Зеландии, а не как самостоятельное учреждение, поскольку в то время считалось, что иначе были бы утрачены важные связи. Помимо подготовки прогнозов обслуживания долга для бюджета и других публикаций налогово-бюджетной информации, ОУДНЗ предоставляет другим подразделениям Казначейства разнообразные консультации по рынкам капитала. Кроме того, тот факт, что ОУДНЗ входит в состав Казначейства, позволяет осуществлять тщательное текущее наблюдение за развитием ОУДНЗ и тем, насколько результативно он управляет портфелями государственных активов и обязательств.

825. Проведенная позднее реструктуризация Казначейства, обусловленная тем, что стало придаваться большее значение консолидированному государственному балансу, привела к более тесной интеграции ОУДНЗ в структуру отделений Казначейства. С 1997 года ОУДНЗ входит в состав Отделения по управлению активами и обязательствами. Направления деятельности данного отделения, которые не входят в сферу ответственности ОУДНЗ, включают управление условными обязательствами государства и предоставление консультаций по вопросам управления финансами ведомствам, государственным предприятиям и другим учреждениям, к которым государство проявляет интерес как собственник или кредитор.

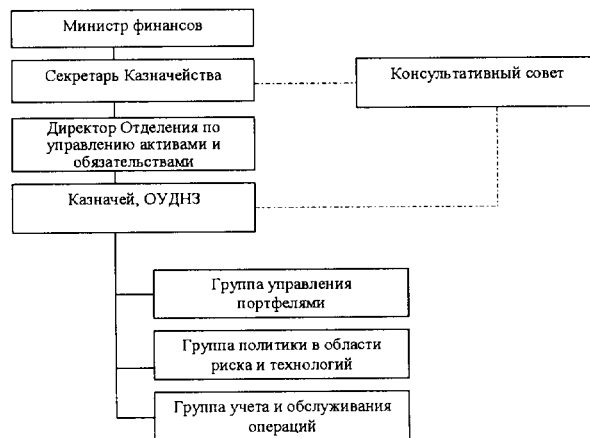
### **Структура ОУДНЗ**

826. Секретарь Казначейства несет непосредственную ответственность за деятельность ОУДНЗ перед министром финансов. Во главе ОУДНЗ стоит казначей, подчиненный руководителю Отделения по управлению активами и обязательствами, который является заместителем секретаря Казначейства.

827. В дополнение к обычным механизмам подотчетности существует Консультативный совет, который осуществляет надзор за деятельностью ОУДНЗ и представляет секретарю Казначейства гарантии качества деятельности, системы управления рисками и плана работы ОУДНЗ. Члены Консультативного совета отбираются исходя из их опыта работы в сфере надзора за управлением портфелями, платежами и банковской деятельностью; теории финансов и управления рисками;

управления операционным риском и норм отчетности. В настоящее время в Консультативный совет входит один из старших партнеров крупной бухгалтерской компании, директор консультативной компании, специализирующейся на корпоративных финансах и управлении рисками, и специалист по теории финансов.

828. Структура ОУДНЗ намеренно построена по образцу финансового учреждения частного сектора и включает обособленные операционный отдел, промежуточный отдел и отдел обработки документации. Эта структура определяет ясно очерченные сферы ответственности и линии подчинения, процедурные механизмы контроля и разделение обязанностей, соответствующие оптимальной практике. Группа управления портфелями отвечает за анализ портфелей, подготовку и обсуждение условий операций, управление государственными ликвидными средствами и системой денежных выплат, а также за регулирование отношений с иностранными инвесторами и рейтинговыми агентствами. Группа политики в области риска и технологий отвечает за количественную оценку эффективности работы ОУДНЗ с точки зрения стоимости портфеля, измерение риска, контроль за соблюдением утвержденной политики управления чистым портфелем государственных долговых обязательств, обеспечение соответствия используемой в ОУДНЗ системы управления портфелями и рисками международной оптимальной практике и обслуживание информационных систем ОУДНЗ. Группа учета и обслуживания операций отвечает за выполнение функций ОУДНЗ по ведению бухгалтерского учета и обеспечению своевременности, эффективности и надежности расчетов по операциям.



829. Когда задолженность в иностранных валютах составляла значительную долю государственного долга, ОУДНЗ имел представительство в Лондоне, которое отвечало за целый ряд операций в иностранной валюте, в том числе за выпуск коммерческих бумаг, а также несло ответственность за отношения с финансовыми учреждениями, работающими на европейских и североамериканских рынках капитала. Оно позволяло ОУДНЗ проводить операции 24 часа в сутки, что сглаживало последствия разницы во времени между Новой Зеландией и основными финансовыми

рынками. Лондонское представительство было закрыто в 1997 году после ликвидации чистого долга в иностранной валюте.

830. В настоящее время штат ОУДНЗ насчитывает 24 человека, при этом юридические и некоторые административные функции выполняются сотрудниками других подразделений Казначейства.

### **Правовая основа привлечения займов**

831. Правовая основа, на которой ОУДНЗ выполняет свои функции, включает Закон о государственных финансах 1989 года и Закон о государственном секторе 1988 года. В целом полномочия, определенные этими законами, возложены на министра финансов, но многие из них делегированы секретарю Казначейства, а от него — конкретным сотрудникам ОУДНЗ. Одно право, которое не может делегироваться, — это право на привлечение займов от имени правительства, поэтому ОУДНЗ представляет рекомендации в отношении своей деятельности по привлечению займов и получает разрешение на ее осуществление.

832. ОУДНЗ обязан работать в рамках стратегических параметров, утвержденных министром финансов, но значительная часть решений в отношении ведения повседневной деятельности отдана на усмотрение казначея ОУДНЗ.

### **Координация с налогово-бюджетной политикой**

833. ОУДНЗ координирует свою деятельность с другими подразделениями Казначейства, которые консультируют министра финансов по содержанию годового государственного бюджета и готовят бюджетную документацию и финансовую отчетность правительства.

834. Согласно Закону о бюджетной ответственности 1994 года правительство в своей деятельности должно придерживаться принципов ответственного управления бюджетом. В этом законе определены пять принципов:

- снижение долга до разумного уровня;
- поддержание долга на разумном уровне;
- доведение чистой стоимости капитала органов государственного управления до уровня, который обеспечивает защиту в случае неблагоприятного развития событий, и ее поддержание на этом уровне;
- благоразумное управление фискальным риском;
- достаточно предсказуемые налоговые ставки.

835. В данном законе не дается определения разумного уровня долга. Вместо этого каждое правительство самостоятельно определяет, что оно считает разумным

уровнем, и обнаружит эту информацию. В настоящее время официальный целевой показатель валового долга равен 30 процентам ВВП в среднем за экономический цикл.

### **Координация с денежно-кредитной политикой**

836. В середине 1980-х годов вопросы управления долгом имели второстепенное значение по сравнению с вопросами денежно-кредитной политики. Приоритетной задачей в то время являлась стабилизация экономики. К концу десятилетия был создан ОУДНЗ, и Резервному банку, центральному банку страны, была предоставлена самостоятельность в проведении денежно-кредитной политики. В Законе о Резервном банке 1989 года в качестве главной функции центрального банка было определено поддержание стабильности цен.

837. ОУДНЗ несет ответственность за управление государственным долгом и обеспечение эффективного управления государственными кассовыми средствами. Резервный банк отвечает за разработку и проведение денежно-кредитной политики. Эти две организации работают в тесном контакте, что закреплено официальными межведомственными соглашениями.

838. ОУДНЗ управляет государственными обязательствами. Для выполнения этой функции ОУДНЗ хранит финансовые активы в форме банковских депозитов и первоклассных ценных бумаг, легко реализуемых на рынке. Резервный банк управляет государственными валютными резервами, которые на июль 2002 года составляли примерно 4,9 миллиарда новозеландских долларов. Они хранятся для смягчения потенциальных серьезных проблем в области ликвидности новозеландского валютного рынка в случае их возникновения. Хотя Резервный банк может по мере необходимости использовать эти резервы для интервенций, он не производил интервенций на валютном рынке с тех пор, как в марте 1985 года был установлен плавающий курс новозеландского доллара. Валютные резервы финансируются за счет займов, которые ОУДНЗ предоставляет Резервному банку. Обязанности обеих организаций, в том числе в случае валютных интервенций, определяются межведомственным соглашением.

839. Еще одно межведомственное соглашение между ОУДНЗ и Резервным банком определяет функции центрального банка в тех случаях, когда он выполняет определенные действия от имени ОУДНЗ. Резервный банк действует в качестве агента-эмитента, регистратора и платежного агента ОУДНЗ на внутреннем рынке. Он проводит от имени ОУДНЗ аукционы по казначейским векселям и государственным облигациям, но за ОУДНЗ сохраняется ответственность за все решения, касающиеся установления цен на эти инструменты. Кроме того, Резервный банк публикует информацию о внутренних государственных ценных бумагах, за счет которой поддерживается функционирование рынка этих ценных бумаг.



840. Резервный банк дает ОУДНЗ рекомендации относительно структуры государственной программы внутренних заимствований. Однако только ОУДНЗ несет ответственность за предоставление министру финансов рекомендаций относительно объема и структуры программы внутренних заимствований.

841. Важное положение межведомственного соглашения относительно управления кассовыми средствами и долгом перед оптовыми держателями содержит важное положение о том, что все функции, которые Резервный банк выполняет как агент ОУДНЗ, осуществляются вне какой-либо связи с денежно-кредитной политикой.

### **Прозрачность и подотчетность**

842. В законе о бюджетной ответственности правительство обязывается в прямой форме определять свои цели и объяснять любые их изменения, а также оговаривается предоставление им исчерпывающей финансовой информации для информированного и целенаправленного обсуждения налогово-бюджетной политики. Закон требует подготовки двух документов — «Заявления о бюджетной политике» и «Отчета о налогово-бюджетной стратегии». Правительство обязано представлять их в Парламент, чтобы доказать обоснованность своих действий с налогово-бюджетных позиций. В этих документах излагаются краткосрочные намерения правительства в налогово-бюджетной сфере и его долгосрочные налогово-бюджетные цели, в том числе в отношении валового и чистого долга, и показывается согласованность этих намерений и целей с четырехлетними прогнозами, содержащимися в «Экономических и налогово-бюджетных известиях», которые публикуются вместе с бюджетом и в середине года.

843. Финансовая отчетность правительства готовится в соответствии с общепринятыми методами бухгалтерского учета и публикуется. В ней показывается, как были использованы государственные ресурсы, и приводятся данные о государственных активах и обязательствах, доходах и расходах, кассовых потоках, заимствованиях, условных обязательствах и обязательствах по расходам. Эта отчетность готовится ежемесячно. Годовая финансовая отчетность содержит, в частности, подробную информацию об объеме непогашенного долга в новозеландских долларах и иностранной валюте, о структуре сроков погашения и процентной структуре этого долга, а также о кассовых потоках за год, связанных с размещением, погашением и обслуживанием долговых обязательств. В примечаниях раскрывается информация об используемой в ОУДНЗ практике управления рисками и о величине забалансовых позиций. В соответствии с Законом о государственных финансах Ревизионное управление Парламента обязано проводить аудит годовой финансовой отчетности, предоставляемой правительством, и давать по ней независимое заключение.

844. Обязанности ОУДНЗ конкретно не закреплены в законодательстве. В последнее десятилетие оно осуществляло деятельность, пользуясь независимостью от министра финансов, но такие отношения являются результатом традиции и сложившейся практики, а не законодательно установленной самостоятельности. Никакие положения Закона о государственных финансах или Закона о бюджетной ответственности в явной форме не ограничивают министра финансов в его отношениях с ОУДНЗ или его полномочий по руководству деятельностью ОУДНЗ.

### **Управление внутренними операциями**

845. Основа деятельности, стратегическая цель, система управления рисками и система оценки результатов работы ОУДНЗ определены в его документе «О политике управления портфелями», и деятельность ОУДНЗ проверяется на предмет соответствия этой политике. Управление внутренними операциями осуществляется с использованием набора правил, норм отчетности и оценки результатов работы, руководств по процедурным вопросам, установленных процессов, лимитов, официально закрепленного делегирования полномочий и разделения обязанностей. Руководители ОУДНЗ гарантируют выполнение этих мер контроля.

846. ОУДНЗ созданы процедуры и выделены ресурсы для смягчения риска в его деятельности, вызываемого природными бедствиями, нарушениями в функционировании инфраструктуры и другими потрясениями. Регулярно проводятся практические проверки плана обеспечения непрерывности деятельности.

847. Законом о государственном секторе устанавливаются стандарты и общие обязанности в системе государственной службы, а внутренняя политика и кодекс поведения сотрудников Казначейства определяют принципы поведения, которых должны придерживаться сотрудники Казначейства. Для сотрудников ОУДНЗ установлены дополнительные принципы этичного поведения, призванные гарантировать отсутствие реального, потенциального или видимого конфликта интересов, а также соответствие ОУДНЗ тем требованиям к практике деятельности и поведению, которые предъявляются к участникам финансовых рынков.

848. ОУДНЗ успешно привлекает кадры из частного сектора и уделяет большое внимание подготовке персонала и профессиональному развитию внутри организации. Среди прочих реформ государственного сектора в конце 1980-х годов была проведена децентрализация оплаты труда с передачей соответствующих полномочий руководителям ведомств. В результате ОУДНЗ может предложить условия занятости, которые могут конкурировать с условиями в финансовых учреждениях частного сектора, учитывая уникальные возможности, которые могут предлагаться ОУДНЗ.

## Управленческие информационные системы

849. Деятельность ОУДНЗ опирается на управленческую информационную систему, в которой интегрированы функции операционного отдела, промежуточного отдела и отдела обработки документации.

850. Применяемые в ОУДНЗ управленческие информационные системы развивались с течением времени. До 1987 года, когда еще не был создан ОУДНЗ, официальный учет непогашенного долга и процентных платежей велся вручную в бухгалтерских книгах и с помощью применявшихся неофициально программных средств на основе электронных таблиц, которые не обеспечивали надлежащего контроля и верификации данных. Изменения на финансовых рынках, происходившие в 1980-е годы, также потребовали неотложной разработки действенной управленческой информационной системы. В то время ни один коммерческий программный продукт не позволял решить наиболее неотложные задачи в области стоимостной оценки, оценки эффективности работы и анализа чувствительности, что в значительной степени было обусловлено разнообразием инструментов в государственном долговом портфеле. Поэтому на заказ была разработана управленческая информационная система, которая — при практически непрерывном совершенствовании — прослужила ОУДНЗ до 1997 года.

851. Однако к середине 1990-х годов стало очевидно, что эта система ввиду своей закрытой структуры окажется неадекватной в долгосрочном плане. К тому времени и предлагаемые на рынке готовые системы также дошли в своем развитии до той стадии, когда они уже могли удовлетворить большую часть требований ОУДНЗ. В 1995 году были подписаны контракты на приобретение и обслуживание коммерческой системы. Ее внедрение было завершено в 1998 году, в плановые сроки и в пределах сметы. Хотя новая система в достаточной мере отвечала потребностям операционного отдела, потребовалось проведение ее значительной модификации за счет собственных сил, для того чтобы она отвечала требованиям отдела обработки документации и промежуточного отдела. При этом новая система обладала следующими ощутимыми преимуществами:

- улучшением функциональных возможностей в области установления цен и справочных контрольных показателей и управления рисками;
- повышением целостности системы;
- сокращением внутренних затрат на разработку и накладных расходов на обслуживание системы и снижение зависимости от ключевых сотрудников.

852. С годами система постоянно дорабатывалась, чтобы добиться ее соответствия меняющимся потребностям ОУДНЗ. Эта доработка происходила за рамками коммерческой системы. Хотя в целом коммерческая система удовлетворяет сегодняшним требованиям ОУДНЗ, она недостаточно гибка, чтобы справляться с все

усложняющимися требованиями. В настоящее время ОУДНЗ рассматривает свою стратегию в сфере информационных технологий на следующие три-пять лет. Предпочтение, скорее всего, будет отдано ряду дополнительных программных решений, а не полной замене системы, ввиду высокой стоимости последнего варианта и связанных с этим рисков.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

### **Стратегия управления долгом**

853. За последние десять лет ОУДНЗ провел значительную работу по анализу структуры государственных обязательств в рамках системы совместного управления активами и обязательствами. Эта система может строиться на одном из нескольких различных исходных моментов.

854. При одном из подходов утверждается, что правительство должно стремиться сформировать портфель долговых обязательств таким образом, чтобы застраховать экономику в целом от резких изменений национального дохода или чистой стоимости. При таком анализе внутренний долг рассматривается как внутренний трансферт, и цель состоит в определении состава чистых внешних обязательств таким образом, чтобы их стоимость падала в случае потрясения, негативно влияющего на сводный экономический баланс резидентов.

855. Второй, более узкий подход заключается в том, чтобы рассматривать только активы и обязательства, относящиеся к правительству как экономической единице. Даже если правила государственного бухгалтерского учета не предусматривают публикацию баланса, он может быть построен условно.

856. Третий способ определить значимые активы и обязательства — принять определения, которые согласуются с общепринятой практикой бухгалтерского учета. В этом случае сторона активов включает физическую инфраструктуру, предоставленные правительством займы, ценные бумаги, дебиторскую задолженность и т.д. Кроме долга, обязательства включают кредиторскую задолженность, резервные фонды и обязательства по выплате пенсий, не обеспеченные резервами.

857. Чтобы определить характеристики портфеля обязательств, имеющего низкий уровень риска, ОУДНЗ изучил оптимальную практику, сложившуюся в частном секторе, и теоретическую литературу. Был сделан вывод, что решения по управлению государственными активами и обязательствами должны приниматься с учетом государственного баланса. В частности, характеристики риска государственных обязательств должны максимально соответствовать характеристикам риска государственных активов.

858. Опираясь на этот принцип, ОУДНЗ привлек специалистов по теории дюрации, чтобы количественно оценить характеристики риска активов, находящихся на государственном балансе. Хотя оценки чувствительности активов к колебаниям процентных ставок содержали значительные стандартные ошибки, были сделаны три важные рекомендации, которые были реализованы в течение 1990-х годов:

- поскольку активы обычно имеют довольно большую дюрацию, портфель долговых обязательств также должен иметь большую дюрацию;
- поскольку активы чувствительны к колебаниям реальных процентных ставок, имеет смысл выпускать некоторую долю долговых обязательств, индексированных по темпам инфляции;
- поскольку стоимость активов не чувствительна к колебаниям валютного курса, существует мало оснований для хранения долговых обязательств в иностранной валюте в составе портфеля государственных долговых обязательств.

859. Эти выводы подкрепляются соображениями, связанными со сглаживанием налогов. В этой сфере цель состоит в создании такой структуры совокупного государственного долга, чтобы застраховаться от опасностей, связанных с изменением базы налогообложения, и со временем стабилизировать налоговые ставки и сократить неоправданные издержки. Потоки государственных доходов малочувствительны к колебаниям валютного курса, поэтому уровень долга в иностранной валюте следует снизить. Таким образом, с учетом уязвимости Новой Зеландии по отношению к негативным потрясениям со стороны предложения, приводящим к росту инфляции, снижению реальных доходов и, следовательно, к ухудшению состояния бюджета, предпочтителен долговой портфель, в котором преобладают долгосрочные долговые обязательства с установленной номинальной стоимостью.

860. Недавно в ОУДНЗ была разработана стохастическая имитационная модель для более широкого анализа баланса между финансовыми затратами и рисками, связанными с составом портфеля внутренних заимствований. ОУДНЗ использует эту модель для определения возможностей снижения затрат и рисков портфеля, стресс-тестирования альтернативных стратегий и обеспечения информации для принятия решений при разработке программы заимствований на будущие годы.

861. В дальнейшем на стратегии управления долгом, скорее всего, скажется анализ, проводимый в настоящее время Казначейством для определения финансовых рисков, которым подвергаются различные органы государственного управления с точки зрения системы государственного управления в целом, и вероятного направления изменений в государственном балансе с течением времени. Степень преобладания финансовых активов относительно прочих активов будет расти, что обеспечит большую гибкость в формировании желаемого состава портфеля для достижения цели в отношении чистой стоимости и других поставленных задач и в то же время

потребуется новых подходов к управлению финансовыми рисками в системе государственного управления в целом.

### **Управление долгом в национальной валюте**

862. В рамках системы совместного управления активами и обязательствами портфель внутренних долговых обязательств определяется набором подцелей, или принципов, которые способствуют достижению цели ОУДНЗ в области управления долгом, а не одним стратегическим контрольным портфелем. Они используются для управления рисками и затратами, связанными с портфелем внутренних долговых обязательств, и помогают ОУДНЗ эффективно вести деятельность по выпуску долговых обязательств.

863. На самом высоком уровне вопрос состава долга рассматривался в контексте государственного баланса. Выводы, сделанные по итогам этой работы, помогли определить основания для использования номинальных и индексированных по темпам инфляции долговых обязательств. Однако в самой основе этой работы присутствуют различия в теоретических подходах и значительные сложности в проведении эмпирических исследований. До сих пор не удалось с какой-либо точностью определить желаемые пропорции использования каждого из видов долговых обязательств.

864. Еще одна причина использования набора подцелей для управления портфелем внутренних долговых обязательств состоит в том, что существующие модели оценки риска не позволяют оценить компромиссы между разными видами рисков. Кроме того, они не помогают ОУДНЗ понять рискованные предпочтения страны как суверенного заемщика, допустимый уровень ее задолженности и кредитоспособности, последствия для экономики Новой Зеландии в целом или решить вопросы справедливого распределения долгового бремени между разными поколениями.

865. Управление портфелем долговых обязательств в новозеландских долларах основано на следующих принципах:

- Для управления риском в области рефинансирования ОУДНЗ поддерживает достаточно равномерное распределение сроков погашения срочных долговых обязательств по всей кривой доходности, чтобы уменьшить давление на внутренний рынок облигаций в случае неожиданного роста предложения и предоставить правительству большую свободу действий в случае профицита бюджета.
- Программа финансирования рассчитывается на основе потребностей в кассовых средствах на один финансовый год.

- ОУДНЗ выпускает эталонные облигации на сумму примерно 3 миллиарда новозеландских долларов, чтобы повысить ликвидность рынка и, соответственно, уменьшить затраты правительства на привлечение займов.
- Принимая решение о том, выпуски каких эталонных облигаций следует использовать в текущем финансовом году, ОУДНЗ ищет компромисс между объемом выпуска и числом видов эталонных ценных бумаг, которые будут размещаться.
- Для диверсификации процентного риска и уменьшения затрат по портфелю ОУДНЗ использует сочетание долговых обязательств с фиксированной и плавающей ставками и применяет процентные свопы. В портфель также входят долговые обязательства, индексированные по темпам инфляции, которые выпускаются тогда, когда это экономически целесообразно.
- При выпуске долговых обязательств ОУДНЗ формирует выборку из процентных ставок в целом за год, проводя примерно 10 тендеров по государственным облигациям.
- ОУДНЗ приняло на себя обязательство обеспечивать прозрачность, предсказуемость и справедливость.

866. ОУДНЗ стремится сократить затраты правительства на привлечение средств путем снижения степени неопределенности цен и поощрения конкуренции посредством эффективной программы аукционов. ОУДНЗ осуществляет размещение всех долговых ценных бумаг через аукционы. Цены резервирования используются только в самых исключительных обстоятельствах (применялись лишь дважды с 1993 года) для поощрения инвесторов профинансировать потребности правительства в заемных средствах.

867. Номинальные облигации и казначейские векселя продаются через аукционы с системой множественных цен. Облигации, индексированные по темпам инфляции, не выпускались с 1999 года, поскольку это было экономически нецелесообразно. Они размещались на аукционах с единой ценой, чтобы ослабить потенциальную проблему «проклятия победителя», которая представляется более серьезной в случае менее ликвидных инструментов, для которых труднее определить цену.

868. Повышению прозрачности намерений правительства относительно внутренних заимствований способствует подробное освещение программы заимствований при публикации годового бюджета и скорректированных бюджетных оценок в середине года. Например, ОУДНЗ выпускает пресс-релиз, который содержит финансовые расчеты по заимствованию в национальной валюте и график аукционов по облигациям. В нем описываются параметры программы эмиссии казначейских векселей и указывается, планирует ли ОУДНЗ проводить свопы процентных ставок по новозеландским долларам. Аналогичным образом ОУДНЗ консультируется с участниками рынка перед принятием новой политики и практики, что уменьшает неопределенность процесса изменения политики. Эта предсказуемость позволяет

участникам рынка с уверенностью планировать свою деятельность и помогает в размещении на рынке больших объемов государственных ценных бумаг.

869. Хотя эти принципы ограничивают способность ОУДНЗ привлекать займы спонтанно, когда для этого складываются наиболее благоприятные возможности, или проводить интервенции на вторичном рынке, преимущества прозрачности перевешивают возможные выгоды от использования случайных благоприятных ситуаций.

870. Такая система управления долгом помогает достижению и других целей государственной политики. Она направлена на развитие внутреннего рынка капитала, в том числе рынка производных финансовых инструментов для управления риском, и на снижение стоимости капитала для заемщиков из частного сектора благодаря повышению кредитоспособности Новой Зеландии как суверенного заемщика.

### **Управление долгом в иностранной валюте**

871. С тех пор, как в 1985 году был введен плавающий курс новозеландского доллара, правительство прибегало к внешним займам только для финансирования валютных резервов. Все остальные займы привлекались на внутреннем рынке. За тот же период были погашены внешние займы на сумму более 18 миллиардов новозеландских долларов, главным образом за счет доходов от продажи активов и, с 1994 года, значительного профицита бюджета. Чистый долг в иностранной валюте был ликвидирован в 1996 году.

872. Если нет указаний министра финансов об обратном, то чистый долг в иностранной валюте поддерживается на уровне, близком к нулю. ОУДНЗ ставит перед собой следующие цели:

- поддерживать буферный запас ликвидности в иностранной валюте;
- эффективно и с низким уровнем риска хеджировать оставшуюся валютную задолженность, принимая при этом во внимание состояние общего государственного баланса;
- обеспечивать эффективное финансирование Резервного банка с низким уровнем риска, принимая во внимание состояние общего государственного баланса;
- управлять риском финансирования за счет поддержания достаточных резервов и диверсифицированного и долгосрочного финансирования.

873. Решение снизить чистый долг в иностранной валюте до нуля стало результатом анализа государственного долга в рамках системы совместного управления активами и обязательствами, который показал, что стоимость государственных активов чувствительна к колебаниям внутренних процентных ставок, но не чувствительна к колебаниям валютного курса. Другими факторами, принимавшимися во внимание,



были изменчивость условий торговли Новой Зеландии и уязвимость страны по отношению к резким изменениям валютного курса, которые невозможно действительно хеджировать, учитывая размеры совокупного портфеля внешних долговых обязательств и емкость новозеландского валютного рынка.

874. До ликвидации чистого долга в иностранной валюте стратегия управления портфелем валютных долговых обязательств опиралась на статистическое моделирование на базе среднего и дисперсии, которое устойчиво показывало, что доллар США являлся доминирующей валютой с точки зрения снижения уровня риска. Соотношение между японской иеной и европейскими валютами было неустойчивым, а затраты на восстановление равновесия между валютами в составе портфеля — чрезмерно высокими. Соответственно, ОУДНЗ приняло контрольный показатель чистых обязательств — 50 процентов в долларах США, 25 процентов в японских иенах и 25 процентов в европейских валютах. Это распределение примерно соответствовало относительным весам валовых внутренних продуктов этих валютных блоков и таким образом согласовалось со стратегией ориентации на рыночную ситуацию. В качестве целевой дюрации подпортфелей в каждой валюте ОУДНЗ выбрало дюрацию рынка государственных облигаций в этой валюте.

### **Стратегическое и тактическое управление портфелем**

875. Управление портфелем осуществляется как на стратегическом, так и на тактическом уровне. Стратегическим управлением называется регулирование общих параметров портфеля с точки зрения валютной структуры и чувствительности к колебаниям процентных ставок в рамках периодически устанавливаемых ограничений, касающихся соотношения долга в новозеландских долларах и иностранных валютах. Стратегические параметры раскрываются в годовой отчетности правительства. Министр финансов утверждает стратегические параметры портфеля и годовую программу заимствований в новозеландских долларах на основе рекомендаций ОУДНЗ.

876. Тактическое управление — это дискреционное управление чистым портфелем долговых обязательств в рамках установленных лимитов отклонения от стратегического портфеля. В пределах этих лимитов управляющие портфелем свободны в выборе инструментов и времени проведения операций для осуществления изменений в портфеле. В пользу предоставления ОУДНЗ возможности гибкого управления тактическими позициями в рамках установленных лимитов, в отличие от строгого соблюдения стратегических параметров, говорят следующие аргументы.

- Иногда (хотя и временно) действительно имеют место случаи несовершенного функционирования механизма ценообразования, что позволяет получать прибыль за счет принятия тактических решений.

- Тактические трейдинговые операции дают информацию о том, как функционируют различные рынки в разных условиях, что позволяет ОУДНЗ улучшить свое понимание того, как следует управлять портфелем в целом. Например, важно поддерживать потоки высококачественной информации о рынках или секторах, где осуществляются (но редко) посреднические операции. Операции посреднического характера имеют место при реализации значительной части потенциала тактического управления.
- Тактические трейдинговые операции позволяют ОУДНЗ развивать и поддерживать навыки анализа, принятия решений в условиях неопределенности, ведения переговоров и заключения сделок. Непосредственная выгода заключается в уменьшении риска ошибок при проведении операций и создании более профессионального образа в глазах контрагентов.

877. В соответствии с принятым обязательством обеспечивать прозрачность, предсказуемость и справедливость ОУДНЗ не осуществляет тактические трейдинговые операции в отношении портфеля внутренних долговых обязательств.

### **Управление рисками**

878. ОУДНЗ работает в рамках системы управления портфелем и рисками, которая утверждается министерством. Эта система включает стратегическую цель ОУДНЗ; цели в отношении уровня долга, выраженного в новозеландских долларах и иностранных валютах; инструменты, с которыми ОУДНЗ может проводить операции; лимиты принимаемого рыночного и кредитного риска и требования к составу портфеля ликвидных активов.

879. ОУДНЗ управляет шестью основными видами рисков: рыночным, кредитным, ликвидности, финансирования, операционным и концентрации.

880. Для управления рыночным риском, связанным с тактическими трейдинговыми операциями, ОУДНЗ применяет лимиты стоимости, подверженной риску (VaR), и лимитные приказы на размер убытков. Устанавливается лимит VaR по совокупному тактическому портфелю, а также лимиты VaR по подпортфелям в каждой из валют. Эти лимиты определяются на периоды в один день, месяц и год с доверительной вероятностью 95 процентов и отражают допустимый с точки зрения правительства уровень рисков в тактических операциях ОУДНЗ. Эти лимиты устанавливаются с тем, чтобы ОУДНЗ:

- мог эффективно вести повседневную деятельность в рамках установленных лимитов;
- имел достаточные возможности для того, чтобы выступать посредником в операциях от имени ведомств и других государственных организаций и

регулировать процесс удовлетворения потребностей Резервного банка в финансировании;

- мог справиться с повышением рыночного риска вследствие сдвигов в глобальной изменчивости и взаимосвязях в пределах допустимого уровня риска для ОУДНЗ.

881. Эти лимиты менялись с сокращением валютного портфеля до чистой нулевой позиции и параллельно с развитием международной оптимальной практики. Когда в начале 1990-х годов министром финансов были впервые утверждены лимиты для тактических трейдинговых операций, регулирование подверженности процентному и валютному рискам осуществлялось отдельно, в то время как в используемых на настоящий момент лимитах на основе VaR учитываются выгоды от диверсификации.

882. Лимитные приказы на размер убытков установлены для защиты ОУДНЗ от дальнейших потерь, как только фактические убытки достигнут определенного уровня. Они отражают допустимые с точки зрения правительства максимальные убытки за месяц, квартал и год.

883. ОУДНЗ использует ретроспективное тестирование для оценки эффективности своей модели VaR. Фактические прибыли и убытки сравниваются с оценками рыночного риска, рассчитанными с помощью модели VaR, чтобы определить ее достоверность и действенность. В соответствии с принятой в отрасли оптимальной практикой ОУДНЗ дополняет моделирование VaR стресс-тестированием с целью понять, как повлияют на портфель чрезвычайные или необычные события.

884. Для управления кредитным риском, связанным с контрагентами по операциям и эмитентами ценных бумаг, ОУДНЗ применяет лимиты на открытые кредитные позиции. Поскольку ОУДНЗ поддерживает открытые кредитные позиции только с учреждениями, имеющими высокий рейтинг, вероятность невыполнения обязательств которыми низка, основным источником беспокойства для ОУДНЗ является возможность убытков в результате снижения их рейтинга. Еще одно средство ограничения кредитного риска — это включение в генеральные соглашения о свопах, которые ОУДНЗ заключает с контрагентами по операциям своп и валютным операциям, приложений о кредитной поддержке.

885. Характер деятельности ОУДНЗ таков, что в один день могут производиться расчеты на большие суммы. Поэтому на открытые позиции ОУДНЗ по отношению к банкам, обслуживающим операции, кастодианам, фискальным агентам и клиринговым брокерам не устанавливаются лимиты в денежном выражении. Для управления риском в отношениях с этими учреждениями ОУДНЗ применяет установленные процедуры отбора агентов для расчетов по операциям и текущего контроля за их деятельностью.

886. ОУДНЗ измеряет кредитный риск с помощью собственной кредитной модели, поскольку в 1996 году, когда она была разработана, подходящих внешних программных продуктов не существовало. С тех пор эта модель периодически пересматривалась и входные данные для нее обновлялись. Эту модель можно охарактеризовать как модель оценки в привязке к рынку, которая учитывает кредитные убытки в результате изменений качества кредитов; как модель, рассчитанную на многолетний временной горизонт, которая охватывает весь срок действия каждой операции; и как модель с проведением расчетов снизу вверх, в которой кредитный риск рассчитывается для каждой отдельной операции, а затем эти отдельные риски агрегируются на уровне портфеля.

887. Цель управления портфелем валютных ликвидных средств ОУДНЗ заключается в том, чтобы иметь достаточный объем ликвидных активов для выполнения всех государственных обязательств при наступлении срока расчета по ним. Для управления риском ликвидности применяются правила, которые требуют от ОУДНЗ хранения активов в достаточном объеме и надлежащего качества.

888. Для управления риском финансирования, связанным с заимствованием в новозеландских долларах, ОУДНЗ устанавливает относительно равномерное распределение сроков погашения срочных долговых обязательств по всей кривой доходности, чтобы гибко регулировать удовлетворение потребностей в финансировании и связанную с этой деятельностью неопределенность, вызываемую бюджетными потрясениями, не оказывая чрезмерного давления на процентные ставки. Что касается заимствований в иностранной валюте, ОУДНЗ устанавливает такую структуру сроков погашения срочных долговых обязательств, которая уменьшает вероятность того, что правительство окажется не в состоянии своевременно обратиться на рынок или привлечь средства по приемлемой стоимости.

889. Для управления операционными рисками ОУДНЗ применяет несколько методов. Правила в отношении операционных рисков касаются, в частности, обработки операций, нормативно-правовых вопросов, этических норм, физической защиты и защиты компьютерных систем, а также обеспечения непрерывности деятельности. Они дополняются тесными контактами и регулярными совещаниями руководителей, которые, в свою очередь, укрепляют этические нормы коллективной работы. Независимые эксперты, такие как внешние аудиторы, и конкретные инициативы дополнительно содействуют управлению операционным риском. Такое сочетание «мягкой» и «жесткой» практики создает фундамент для управления операционными рисками и помогает улучшить представления о соответствующих событиях, вызывающих эти риски.

890. ОУДНЗ управляет риском концентрации как риском второго порядка, который является частью других управляемых рисков. Подход ОУДНЗ заключается в том,

чтобы обеспечить благоразумное управление концентрацией рисков в контексте других отдельных рисков.

891. Система управления рисками существует в ОУДНЗ с момента его создания. Однако конкретные параметры ее применения постоянно улучшались и улучшаются, насколько позволяют имеющиеся ресурсы, и по мере совершенствования информационных технологий и методов анализа. Требуется продуманное распределение приоритетов, чтобы ограниченные ресурсы направлялись в первую очередь на управление наиболее существенными рисками и чтобы были охвачены все основные виды риска. Кроме того, ОУДНЗ периодически привлекает внешних экспертов для анализа его системы и практики управления рисками, в том числе стратегических параметров портфеля.

### **Оценка результатов деятельности**

892. ОУДНЗ оценивает результаты своей деятельности с поправкой на риск. Механизм такой оценки дает следующие результаты:

- обеспечивает руководство ОУДНЗ информацией о величине риска, связанного с дискреционными решениями, и помогает оценить альтернативные стратегии финансирования или осуществления инвестиций;
- обеспечивает управляющих портфелем информацией, которая помогает им регулировать поддающиеся управлению риски, за которые они несут ответственность, и позволяет им оценивать качество своих решений;
- дает информацию, необходимую для разработки таких структур стимулов, которые обеспечивают соответствие стимулов для персонала задачам ОУДНЗ.

893. ОУДНЗ использует оценку результатов деятельности как инструмент внутреннего управления, в том числе для распределения ресурсов и оценки работы отдельных сотрудников. Такая оценка не является обязательной в рамках общепринятой практики бухгалтерского учета, которая лежит в основе публичной отчетности ОУДНЗ. По этой причине результаты этой оценки не обнародуются.

894. Как было отмечено выше, совокупный портфель, которым управляет ОУДНЗ, делится на стратегические и тактические портфели. Оценка результатов деятельности применяется только в отношении тактических портфелей, поскольку управление ими осуществляется с целью получения определенных результатов, тогда как в случае стратегических портфелей такая цель не ставится. Вся деятельность, связанная с заимствованием в национальной валюте, является стратегической. Прибыль или убыток по итогам дня для каждого тактического портфеля рассчитывается как изменение приведенной стоимости портфеля по сравнению с предыдущим днем.

895. В 1999 году ОУДНЗ ввел в действие режим трансфертного ценообразования (РТЦ) для переноса изменения стоимости на конец дня с одного периода на другой. РТЦ позволяет осуществлять, в соответствии с согласованными правилами, перенос операций и позиций по риску из одного подпортфеля в другой и лучше отслеживать распределение добавленной стоимости по направлениям деятельности. До внедрения этой программы результаты деятельности измерялись по отношению к теневому, или контрольному, портфелю. В отношении управления ликвидностью, инвестиций и валютных операций результаты деятельности измерялись также только на основе затрат. Введение РТЦ сделало возможным измерение результатов деятельности с поправкой на риск.

896. Добавленная стоимость, то есть прибыль или убыток, измеряется на каждый день, месяц, квартал и финансовый год для каждого тактического портфеля и для каждой валюты. Позиции по риску измеряются относительно стратегического контрольного показателя с нулевым чистым долгом в иностранной валюте. Принятые риски рассчитываются для тактического портфеля в целом и по каждой валюте в отдельности.

897. Оценка результатов деятельности с поправкой на риск (ОРПР) предполагает сравнение прибыли от тактического управления с риском, принятым для получения этой прибыли. Помимо простой величины прибыли и убытка или принятого риска, ОРПР дает дополнительную информацию, которую руководство ОУДНЗ может использовать для оценки результатов деятельности по управлению тактическим портфелем. На практике ОРПР должна поощрять управляющих портфелями идти на риск только в том случае, если потенциальная прибыль высока по сравнению с размером риска.

898. Норма прибыли с поправкой на риск определяется как отношение чистой добавленной стоимости к условному рисковому капиталу. Чистая добавленная стоимость показывает прибыль или убыток с учетом затрат на тактическое управление. Она определяется как валовая добавленная стоимость за вычетом затрат, связанных с тактическим управлением. В условном рисковом капитале учитываются принятые рыночный, кредитный и операционный риски. Рыночный риск измеряется относительно стратегической позиции с нулевым чистым долгом в иностранной валюте и основан на средней совокупной стоимости, подверженной риску за месяц. Кредитный риск измеряется относительно безрисковой позиции, которую ОУДНЗ определяет как портфель, содержащий только инструменты учреждений с рейтингом AAA, и основан на среднем месячном отклонении от этого контрольного портфеля. Он оценивается с помощью собственной модели ОУДНЗ для расчета кредитного риска. Операционный риск принимается равным либо нулю, либо наибольшему из значений рыночного или кредитного рисков, поскольку ОУДНЗ не имеет модели для количественной оценки этого риска.

899. Результаты деятельности с поправкой на риск рассчитываются ежемесячно. ОУДНЗ сравнивает текущую оценку результатов деятельности с поправкой на риск с показателями прошлых периодов, а не со статическим контрольным показателем. Результаты деятельности с поправкой на риск за год измеряются как скользящее среднее месячных показателей прибыли за последние 12 месяцев.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

900. В 1989 году чистый долг в иностранной валюте был равен 13 миллиардам новозеландских долларов, что составляло 19 процентов валового внутреннего продукта и 43 процента совокупного чистого долга. С учетом текущей потребности государства в заимствованиях, возможности для сокращения валютной составляющей государственного долга (с тем чтобы достичь поставленных ОУДНЗ целей по балансу) ограничивались возможностями новозеландского рынка удовлетворить дополнительные потребности государства в заемных средствах. Это послужило для ОУДНЗ стимулом придать высокий приоритет развитию внутреннего рынка долговых обязательств.

901. Для этого уже существовали такие предпосылки, как нормативная база и инфраструктура рынка ценных бумаг. Была давно создана надежная правовая основа и сложилась надлежащая практика бухгалтерского учета и аудита. Эффективно работали банковская, клиринговая и расчетная системы. Независимый центральный банк был в состоянии проводить денежно-кредитную политику и регулировать ликвидность рынка.

902. Для развития первичного рынка государственных ценных бумаг ОУДНЗ, как было описано выше, принял на себя обязательство обеспечивать прозрачность, предсказуемость и справедливость своей деятельности.

903. В 1988 году министр финансов дал согласие на то, чтобы сосредоточить эмиссию облигаций в крупных эталонных выпусках стандартизованных ценных бумаг. Целью этого подхода было сокращение затрат на обслуживание долга за счет повышения ликвидности рынка, привлекая тем самым инвесторов, для которых ликвидность является важным требованием. До этого времени внутренний рынок долговых обязательств состоял из большого числа сравнительно небольших по объему траншей. К 1993 году он был преобразован в рынок, на котором было представлено восемь эталонных выпусков с разными сроками погашения, с непогашенным объемом каждого до 2,5 миллиарда новозеландских долларов. Такая схема сохраняется и по сегодняшний день, хотя сейчас максимальный объем непогашенных обязательств одного вида равен примерно 3 миллиардам новозеландских долларов.

904. Важная проблема, которая рассматривалась при создании эталонных облигаций, состояла в том, что погашение выпуска облигаций большого объема обычно влечет за собой значительный отток средств из государственного сектора в частный, что требует очень осторожного регулирования в рамках проводимых Резервным банком операций по управлению ликвидностью. Эталонные выпуски облигаций в Новой Зеландии довольно велики по сравнению с размером экономики — примерно 3 процента валового внутреннего продукта, — поэтому процесс их погашения связан со значительным потоком средств через финансовую систему. Для ослабления этого фактора применяется выкуп облигаций в последние шесть месяцев их срока действия. Кроме того, Резервный банк проводит на открытом рынке операции обратного РЕПО, даты погашения по которым совпадают с датами погашения эталонных облигаций. С 1993 года уже было проведено погашение целого ряда выпусков эталонных облигаций, и описанные процедуры сработали эффективно, не вызвав нарушений на денежном рынке.

905. Для того чтобы ускорить формирование выпусков эталонных облигаций, в 1989 году ОУДНЗ начал проведение операций по обмену облигаций. В рамках этих операций производился выпуск новых эталонных облигаций в обмен на существующие неликвидные облигации. Используемая при этом процедура включала как обратные аукционы, обычно сразу после начала проведения обменных операций, так и индивидуальные переговоры с конкретными инвесторами. Цена в этих переговорах устанавливалась как отклонение от кривой доходности эталонной облигации, с поправкой на дюрацию. В результате проводившихся операций государство иногда получало значительную экономию, до 30 базисных пунктов в год.

906. Следующей мерой было увеличение сроков погашения государственных ценных бумаг с целью уменьшить риск финансирования. Первые эталонные облигации выпускались сроком на пять лет. В 1990 году были выпущены 7-летние облигации, а в 1991 — 10-летние. Время каждого следующего выпуска с более длительным сроком погашения определялось оценкой уровня рыночного спроса и в случае Новой Зеландии было тесно связано с замедлением темпов инфляции. Облигации со сроком погашения 10 лет стали важным ценовым ориентиром на рынке для иностранных инвесторов, поскольку они служат общей точкой отсчета для сравнения разных рынков.

907. ОУДНЗ не считал необходимым вводить институт первичных дилеров или официально назначенных маркет-мейкеров для содействия в размещении ценных бумаг. ОУДНЗ считает, что вместо этого лучшим вариантом является формирование условий на рынке государственных ценных бумаг на основе коммерческих решений самих участников рынка. Банковская система Новой Зеландии эффективна и открыта для новых участников; положение было таким же, когда в конце 1980-х и начале 1990-х годов происходило развитие ликвидного рынка государственных облигаций. На протяжении более ста лет банковская система характеризовалась значительной долей



иностранной собственности, а реформы финансового рынка, начатые в середине 1980-х годов, включали устранение любых ограничений на число зарегистрированных банков. Новозеландским банкам было сравнительно легко развить необходимые навыки и системы для работы на внутреннем рынке облигаций.

908. Все участники рынка, включая конечных инвесторов, могут подавать заявки на аукционах, при условии соответствия критериям, связанным с кредитоспособностью. Эта система работает эффективно, и основная группа участников рынка, состоящая в любой момент времени из 6–8 маркет-мейкеров, договаривается о стандартах вторичного рынка в отношении ликвидности, в частности, о размерах стандартной операции и спреде. Аналогичный подход применяется и на валютном рынке, где проводятся операции с новозеландским долларом.

909. Следующим изменением, важным для расширения рынка, было фактическое освобождение нерезидентов от удерживаемого у источника налога. ОУДНЗ уже достаточно давно было известно о том, что данный вопрос представлял определенные проблемы для иностранных инвесторов, но ранее такая мера не могла быть принята по ряду причин, связанных с налоговой политикой. Инвесторы могли избежать уплаты этого налога, если не являлись держателями таких ценных бумаг в дни купонных выплат, но это было связано с дополнительными затратами и неудобствами, а многие иностранные инвесторы не были готовы прибегать к таким мерам по этическим соображениям.

910. С 1993 года объемы государственных ценных бумаг Новой Зеландии, находящихся на руках нерезидентов, заметно увеличились. Согласно обследованиям Резервного банка, авуары нерезидентов достигли максимума в 62 процента в 1997 году и вновь сократились до 33 процентов в 2000 году. Это сокращение было упорядоченным и происходило по ряду причин, включая снижение разницы в процентных ставках между Новой Зеландией и основными рынками и падение курса новозеландского доллара в ходе адаптации экономики к ослаблению внешнеэкономической позиции страны.

911. Одна из потенциальных проблем, связанных с высокими уровнями участия нерезидентов, — это угроза того, что все эти инвесторы попытаются покинуть рынок одновременно. За прошедшие годы были периоды оттока инвестиций, но, как правило, этот процесс проходил упорядоченно. Одна из причин заключается в том, что за это время выросло число иностранных инвесторов — участников рынка, поэтому вхождение на рынок или уход с него отдельных инвесторов определяется только их личными взглядами, которые с течением времени обычно меняются. Еще одна причина состоит в том, что сменявшие друг друга правительства придерживались прозрачной и благоразумной налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, что является фактором, стабилизирующим рынок.

912. Другая черта, характеризующая зрелость рынка, — это его способность нормально пережить несколько кризисов на международных рынках. В результате таких событий, как паника на международном рынке облигаций в 1994 году, доходность повышалась, но рынок продолжал непрерывно работать, и адаптация цен к новым условиям в общем случае происходила плавно.

913. Одно из произошедших в последние годы изменений, которое повысило эффективность вторичного рынка, — это более активное использование операций РЕПО. ОУДНЗ и Резервный банк содействовали разработке и применению стандартного пакета документов для операций РЕПО и тем самым способствовали этому процессу. Более широкое применение операций своп как резидентами, так и нерезидентами также оказало побочное воздействие на ликвидность рынка облигаций.

#### **D. Заключение**

914. В течение последних 13 лет ОУДНЗ постоянно и всесторонне совершенствовал свою работу по управлению государственным долгом. Во второй половине этого периода наблюдалось значительное улучшение состояния государственных финансов и снижение уровня задолженности. Это создало собственные технические трудности, связанные с аннулированием долга и устранением неопределенности в отношении доходов от продажи активов и размера профицита бюджета. В результате изменений государственной политики и других инициатив расширялись функции ОУДНЗ в области посредничества и управления рисками. Эта тенденция, вероятно, сохранится в будущем и — при одновременном совершенствовании методов управления рисками под влиянием финансового сектора — приведет к дальнейшему развитию системы управления государственным долгом в Новой Зеландии.

## ХП. Польша<sup>55</sup>

### А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы

#### Цели

915. Проведенный в 2001 году анализ существующих целей и изменений в макроэкономической ситуации привел к пересмотру целей в данной области<sup>56</sup>. Новые цели были включены в Стратегию управления долгом на 2002–2004 годы. Основным изменением по сравнению с прежней стратегией было смещение акцента в минимизации затрат с уменьшения бремени затрат за трехлетний период на минимизацию затрат в долгосрочной перспективе. Цели делятся на две группы — три основные и четыре дополнительные (условные) цели. Достижение условных целей будет зависеть от ситуации на финансовых рынках.

916. Основными являются следующие цели.

- Минимизация затрат на обслуживание долга. Это должно достигаться за счет оптимального выбора инструментов управления долгом, их структуры и сроков выпуска. Временной горизонт определяется сроками погашения инструмента управления долгом с максимальным сроком погашения.
- Ограничение валютного риска и риска рефинансирования в иностранных валютах. Главным способом достижения этой цели должно быть уменьшение доли внешнего долга.
- Оптимизация управления ликвидностью государственного бюджета.

917. В качестве дополнительных (условных) установлены следующие цели:

- Ограничение риска рефинансирования в национальной валюте. Это в основном должно обеспечиваться путем увеличения среднего срока погашения внутренних долговых обязательств.
- Ограничение процентного риска. Средством достижения этой цели является увеличение доли долгосрочных инструментов с фиксированной ставкой в совокупном долге.
- Повышение гибкости структуры долга. Эта цель должна достигаться главным образом путем конверсии нерыночных долговых обязательств в рыночные инструменты.

---

<sup>55</sup> Данное целевое исследование подготовлено Департаментом государственного долга Министерства финансов.

<sup>56</sup> Подробное описание прежних целей см. в приложении 1.

- Сокращение эмиссионного финансирования долга. Эта цель должна достигаться путем увеличения доли небанковского сектора в совокупном долге.

### **Сфера охвата**

918. Политика управления долгом, проводимая центральным правительством, охватывает все сферы деятельности, связанные с управлением задолженностью государственного бюджета, включая выпуск казначейских ценных бумаг, управление ими и их обслуживание, а также управление и текущее наблюдение за другими обязательствами государственного бюджета. Влияние на долг центрального правительства, кроме долга государственного бюджета, а также на долг местных органов управления является лишь косвенным (если не применяются специальные процедуры возврата к взвешенным мерам финансовой политики) и включает установление юридических норм и официальных нормативных положений.

### **Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой**

919. В целях координации политики управления долгом с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой в 1994 году был создан Комитет по управлению государственным долгом. В состав комитета входят представители Министерства финансов, Национального банка Польши (НБП) и Министерства государственного казначейства. Заседания комитета проводятся ежемесячно, а его решения носят рекомендательный характер. Однако то, что в комитет входят руководители важнейших департаментов Министерства финансов и НБП, гарантирует высокую авторитетность неофициальных заключений данного Комитета. Основные темы, обсуждаемые комитетом, включают месячные планы финансирования потребностей государственного бюджета в заемных средствах, состояние бюджета и ситуацию на денежном рынке.

920. Деятельность по управлению ликвидностью координируется между различными департаментами Министерства финансов. В рамках ограничения на заданный безопасный уровень остатка средств на этом счете (исключающий риск потери ликвидности), такая координация гарантирует минимизацию издержек, которые образуются из-за упущенных возможностей вложения кассовых средств, хранимых на счете центрального правительства. Главными инструментами управления ликвидностью являются размещение кассовых излишков на краткосрочных депозитах и выпуск краткосрочных казначейских векселей.

### **Правовая основа**

921. Статья 216 Конституции Республики Польша запрещает получение займов и выдачу гарантий и поручительств, если в результате этих действий отношение государственного долга, увеличенного на сумму предполагаемых выплат по

поручительствам и гарантиям, к годовому валовому внутреннему продукту превысит 60 процентов. Для того чтобы обеспечить соблюдение лимита, установленного данным основным правилом, аналогичное положение включено в статью 37 Закона о государственных финансах и подкреплено статьей 45, которая определяет так называемые процедуры «осмотрительности и нормализации», которые реализуются в случае превышения пороговых значений долга в 50 и 55 процентов ВВП. На министра финансов (МФ) возложена обязанность контролировать сектор государственных финансов в целом, а также, — чтобы обеспечить соблюдение названного основного правила, — долг Государственного казначейства.

922. Базовым правовым документом, определяющим условия управления государственным долгом, является Закон о государственных финансах. Согласно этому Закону только министр финансов уполномочен принимать финансовые обязательства от имени Государственного казначейства, производить выплаты по принятым обязательствам и осуществлять иные финансовые операции, связанные с управлением долгом, в том числе операции с производными финансовыми инструментами.

923. Закон о государственных финансах обязывает МФ разрабатывать трехлетнюю стратегию управления долгом сектора государственных финансов. Одновременно МФ представляет стратегию регулирования долга государственного сектора. Обе эти стратегии объединяются в одном документе. Необходимость в вышеуказанных нормах обусловлена положениями Конституции Республики Польша.

924. В соответствии с полномочиями, возложенными на него Законом о государственных финансах, в 1999 году министр финансов издал пять указов, определяющих общие условия эмиссии облигаций.

## **Институциональная структура**

### ***Институциональная структура в рамках правительства***

925. Подразделение по управлению долгом в Польше входит в состав Министерства финансов. Департамент государственного долга как одно из подразделений данного Министерства осуществляет руководство оперативной политикой, разрабатывает стратегию управления долгом и взаимодействует с польскими и международными финансовыми рынками в области привлечения займов и развития рынка казначейских ценных бумаг.

926. В том, что Департамент государственного долга входит в структуру Министерства финансов, есть свои преимущества и недостатки. На самом раннем этапе развития внутреннего финансового рынка, когда процесс перехода к свободной рыночной экономике только начался, в распоряжении этого департамента было

больше инструментов для содействия развитию рынка, сотрудничества с другими органами регулирования и формирования действенной правовой среды и инфраструктуры.

927. С развитием финансового рынка в Польше положение изменилось. Увеличилось число опытных участников рынка, сформировалась развитая база ценных бумаг, имеются инструменты хеджирования. Вследствие этого, а также ввиду задач, связанных с управлением рисками по долгу, потребовался более гибкий и активный подход к управлению долгом. Бюрократическая структура Министерства финансов, предусматривающая проведение требующих длительного времени процедур, мешает гибкому управлению долгом. Наблюдающаяся в странах ОЭСР тенденция выделения органов управления долгом из состава министерства финансов основана на опыте: если такое подразделение входит в состав министерства финансов, то сложнее избежать конфликта между краткосрочными целями налогово-бюджетной политики и долгосрочной стратегией управления долгом. Выводы, сделанные по результатам ежегодных заседаний рабочей группы ОЭСР, показывают, что деятельность за рамками министерства финансов в качестве отдельного органа управления долгом позволяет избежать прямого вмешательства в политику привлечения займов, структуру предлагаемых инструментов и политику минимизации затрат на обслуживание долга в средне- и долгосрочной перспективе.

#### *Организационная структура отдела по управлению долгом*

928. В 1998 году все функции по управлению внутренним и внешним долгом были сосредоточены в Департаменте государственного долга (ДГД), разделенном на четыре функциональных подразделения: операционный отдел, промежуточный отдел, отдел обработки документации и подразделение внешнего долга. Решение создать отдельное подразделение для управления внешним долгом было вызвано тем, что внешний долг составляет значительную долю совокупного долга. Однако большая часть операций, традиционно относящихся к компетенции операционного и промежуточного отделов, выполняется сторонними финансовыми учреждениями, поэтому деятельность ДГД носит в значительной степени аналитический характер. В настоящее время в ДГД работают 49 человек.

929. Основа и главные принципы оперативного управления долгом будут описаны в следующем разделе, «Стратегия управления долгом», где приводится точное определение целей и задач управления долгом. Формальные процедуры оперативного управления еще находятся в процессе разработки. На текущий момент уже установлены процедуры принятия решений на аукционах по продаже казначейских облигаций и векселей, то есть порядок определения цены отсечения.

930. Основной операционный риск при управлении долгом — отсутствие интегрированной информационной системы управления долгом, что означает

разобщенность баз данных и неполную совместимость между ними. Интегрированная система управления долгом должна быть введена в действие к концу 2002 года.

### *Аудит*

931. Финансовая отчетность по государственному долгу, как и по другим разделам государственного бюджета, подлежит ежегодному аудиту со стороны Главного ревизионного управления, которое затем представляет свои отчеты Парламенту. Независимо от этой структуры подотчетности Главное ревизионное управление правомочно проводить дополнительные проверки в любой области государственных финансов. Министр финансов ежеквартально представляет парламентской Комиссии по государственным финансам отчет о произведенных расходах по обслуживанию долга.

### **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

932. Установлены меры политики, призванные гарантировать осмотрительность и предсказуемость в управлении государственным долгом с целью минимизации возможных рисков для государственных финансов и экономики страны.

933. Управление государственным долгом является одной из важнейших областей, в которых обеспечивается строгая отчетность за реализуемые меры политики и проводится тщательный анализ макроэкономических перспектив. Для того чтобы не допустить в рамках правовых мер чрезмерных уровней долга, были установлены лимиты на отношение государственного долга к ВВП, в том числе специальные процедуры, применяемые в случаях, если долг превышает 50 и 55 процентов ВВП. Как указывалось выше, эти правила и нормативные положения были сформулированы в Законе о государственных финансах, а в Конституции Республики Польша установлен верхний лимит, равный 60 процентам ВВП.

934. Для того чтобы повысить доверие к управлению государственным долгом, Совет министров ежегодно представляет Парламенту Стратегию управления долгом на предстоящие три года, которая включает набор четко сформулированных целей управления долгом, оценку выполнения целей предыдущих стратегий, а также анализ возможных сценариев в области государственного долга.

935. Основные риски, с которыми сталкивается правительство в связи с портфелем долговых обязательств в иностранных валютах, определяются как риск рефинансирования и валютный риск. Для портфеля долговых обязательств в национальной валюте основными рисками считаются риск рефинансирования и процентный риск.

936. Результатом политики, направленной на сокращение непогашенного внешнего долга и привлечение финансирования в основном на внутреннем рынке, является развитие крупного и стабильного внутреннего рынка долговых обязательств, что снижает уязвимость страны по отношению к валютным кризисам и неблагоприятным внешним потрясениям.

## **Стратегия управления затратами и рисками**

### *Портфель долговых обязательств в иностранных валютах*

937. Несмотря на существенно более высокие затраты на обслуживание внутреннего долга, ограничение валютного риска и риска рефинансирования в иностранных валютах входит в число первоочередных целей Стратегии управления долгом сектора государственных финансов на 2002–2004 годы. Основной количественный показатель для этих двух видов риска — это доля внешнего долга в совокупном долге. Поэтому главным способом снижения уязвимости по отношению к обоим указанным рискам является уменьшение доли внешнего долга.

938. В соответствии с этим в общей стратегии устанавливается, что потребности правительства в заимствованиях должны удовлетворяться, насколько это возможно, на внутреннем рынке. Объем средств, привлекаемых на внешнем рынке, не должен превышать основной суммы внешнего долга, погашаемой в данном бюджетном году. Вместе с тем допускается привлечение дополнительных займов на внешнем рынке для содействия досрочному погашению долговых обязательств в иностранных валютах. Срок погашения выпускаемых новых долговых обязательств не должен приходиться на годы с наивысшими уровнями выплат по внешнему долгу, то есть на 2004–2009 годы. Кроме того, доходы от приватизации, полученные в иностранных валютах, направляются на обслуживание и погашение внешнего долга.

939. Процентная доля внешнего долга (по месту размещения долга) в совокупном долге уменьшилась с 49 процентов в 1999 году до 35 процентов на конец ноября 2001 года. За тот же период сумма долга, выраженного в долларах США, сократилась с 31,3 миллиарда долларов США до 24,7 миллиарда долларов США в ноябре 2001 года. Значительное снижение этих показателей произошло главным образом благодаря досрочному погашению облигаций Брейди. Кроме того, в октябре 2001 года Польша подписала соглашение с Бразилией, согласно которому, — в виде исключения и с одобрения Парижского клуба, — было проведено досрочное погашение задолженности номинальной стоимостью 3,32 миллиарда долларов США путем выплаты суммы в 2,46 миллиарда долларов США.

940. В настоящее время важным вопросом является подготовка рефинансирования внешнего долга на период наиболее крупных платежей Парижскому клубу в 2004–2009 годах. Ввиду очень сильной зависимости способа погашения долга от



политических и экономических условий в Польше, предпринимаемые действия должны определяться текущей ситуацией. Вступление Польши в Европейский Союз повысит доверие к стране и расширит ее доступ на международные рынки, а последующее присоединение к Европейскому валютному союзу будет означать существенное уменьшение доли внешнего долга.

941. Стратегия получения и сохранения доступа к наиболее важным сегментам международного рынка капитала носит долговременный характер из-за возможной необходимости рефинансировать большую часть или все внешние долговые обязательства, подлежащие погашению в течение рассматриваемого периода. Это будет осуществляться путем размещения на ключевых сегментах рынка новых выпусков казначейских ценных бумаг. Более того, для повышения своего кредитного рейтинга Государственное казначейство, в рамках своих текущих возможностей, проводит операции по досрочному погашению некоторых долговых обязательств, чтобы снизить внешний долг, минимизировать затраты на его обслуживание, а также уменьшить выплаты основной суммы в 2004–2009 годах.

942. В будущем, когда злотые будут заменены евро, ситуация изменится. Поскольку 43 процента внешнего долга выражено в евро, это значительно уменьшит валютный риск, связанный с внешним долгом. Возможности привлечения средств на финансовых рынках также существенно изменятся. Вступление Польши в Европейский Союз заметно повлияет на кредитный рейтинг страны, что позволит снизить стоимость финансирования. Приток средств ЕС мог бы также способствовать уменьшению объема внешнего рефинансирования за счет направления этих средств на погашение внешнего долга и увеличения внутреннего долга, с тем чтобы привлечь финансирование на те цели, для которых изначально предназначались средства ЕС.

943. Для того чтобы не допустить искажения валютного курса в результате крупных притоков иностранной валюты, поступления от приватизации в иностранных валютах помещаются на специальный счет, используемый для обслуживания внешнего долга.

#### ***Портфель долговых обязательств в национальной валюте***

944. Риск рефинансирования чаще всего измеряется средним сроком, оставшимся до погашения долговых обязательств. Поэтому ограничения риска рефинансирования в национальной валюте можно добиться путем увеличения среднего срока погашения внутреннего долга. Средний срок до погашения внутреннего рыночного долга в феврале 2002 года составлял 2,52 года; в то же время средняя дюрация рыночных долговых обязательств, выраженных в польских злотых, составляла 1,90 года. Такие сроки погашения не гарантируют необходимого уровня безопасности в среднесрочной перспективе. Увеличение среднего срока погашения внутреннего долга должно осуществляться постепенно, одновременно с развитием финансового рынка в Польше,

повышением спроса на долгосрочные инструменты и снижением долгосрочных процентных ставок.

945. Риск рефинансирования можно также оценить исходя из временной структуры погашения долговых обязательств в будущем. Политика уменьшения долга в форме казначейских векселей в пользу увеличения долга, выраженного в форме средне- и долгосрочных облигаций, приводит к сглаживанию графика погашения, или к сокращению объемов погашения в ближайшие несколько лет (с одновременным увеличением объемов погашения в последующие годы). Та же политика увеличения долга в форме облигаций с фиксированной ставкой и уменьшения долга в форме казначейских векселей привела к снижению процентного риска. Доля рыночных облигаций с фиксированной ставкой во внутреннем долге Государственного казначейства выросла с 39 процентов в 1999 году до 53 процентов на конец февраля 2002 года. Это повышение было в основном результатом роста продаж и конверсии нерыночных инструментов в рыночные ценные бумаги с фиксированной ставкой. Доля казначейских векселей во внутреннем долге не изменилась с 1999 года и составила в феврале 2002 года 20 процентов.

946. Эти меры привели к снижению чувствительности расходов на обслуживание долга к колебаниям процентных ставок на финансовом рынке, а также к увеличению предсказуемости этих расходов как в ближайшие годы, так и в будущем.

### **Проведенный анализ рисков**

947. При формулировке как Стратегии управления долгом, так и Закона о бюджете были рассмотрены различные сценарии. Некоторые из них учитывали вероятные макроэкономические и рыночные риски неблагоприятных событий, а также ситуацию в бюджетной сфере. Принимались во внимание и возможные факторы, угрожающие реализации сформулированной стратегии.

948. Основная сложность в реализации Стратегии управления долгом касалась компромисса между минимизацией затрат и снижением рисков. В частности, рассматривались процентный риск, риск рефинансирования и валютный риск, а также управление ликвидностью. Это требует динамического подхода с учетом текущей рыночной конъюнктуры и ситуации в бюджетной сфере. В процессе принятия решений используются в большей степени эвристические методы, а не формальные процедуры, хотя для поддержки этого процесса применяются некоторые количественные показатели и формализованные модели (система формальных процедур еще находится в стадии разработки).

949. Производится расчет показателей риска по данным за прошлые периоды, а также составляются их прогнозы. Желаемые характеристики соотношений между внешним и внутренним долгом и между долгом с фиксированной и плавающей

ставкой, а также дюрации долга, изменяются в зависимости от ситуации на рынке и потребностей в финансировании. В настоящее время используются следующие количественные показатели риска:

- отношение долга к ВВП, отношение затрат на обслуживание долга к ВВП — наиболее общие показатели, в сводном виде отражающие общую способность обслуживать государственный долг;
- доля внешнего долга в совокупном долге — главным образом как показатель валютного риска;
- средний срок погашения внутренних долговых обязательств — как показатель риска рефинансирования;
- дюрация внутреннего рыночного долга — как показатель риска рефинансирования и процентного риска;
- другие показатели, главным образом описательные статистические данные, такие как доля долговых инструментов с плавающей и фиксированной ставками, структура сроков погашения по месяцам и годам и иные аналогичные данные.

950. Используются также эконометрические и другие количественные<sup>57</sup> модели, разработанные Департаментом государственного долга. Для обоснования различных принимаемых решений периодически решаются формализованные оптимизационные задачи. Однако результаты расчетов по этим моделям сильно зависят от предпосылок относительно будущих изменений процентных ставок и других прогнозируемых переменных, которые иногда могут быть субъективными.

951. Количественное измерение рисков требует дальнейших методологических исследований. Прорыв в этой области ожидается после введения в действие интегрированной системы управления долгом. Информационные системы, используемые для оценки и отслеживания рисков в настоящее время, крайне фрагментированы и не автоматизированы. Входные данные собираются из различных баз данных вручную. Средства текущего наблюдения за рисками также не являются интегрированными.

952. Ожидается, что качество оценки рисков и текущего наблюдения за ними, как и другие аспекты управления данными, значительно улучшатся, когда будет введена в действие интегрированная система управления долгом, разработка которой финансируется за счет средств программы ФАРЕ-2000, а также ссуды Всемирного банка. Цель данного проекта заключается в подготовке (в сотрудничестве с Министерством финансов Финляндии) к более действенному и эффективному управлению долгом за счет интегрированной информационно-технологической

---

<sup>57</sup> В том числе с применением методов математического программирования, теории игр и нейронных сетей.

системы, отвечающей стандартам, действующим в странах-членах ЕС. Эта система будет поддерживать управление государственным долгом и бюджетный процесс, включая определение потребностей в финансировании и затрат на обслуживание долга. Применение сложных аналитических инструментов, предусмотренных данной системой, должно также уменьшить затраты на обслуживание долга. Кроме того, ее введение углубит понимание развития рынков капитала и укрепит рыночный подход к управлению долгом. Данная система также улучшит управление рисками и контроль за ними.

953. В настоящее время не используется каких-либо контрольных портфелей. Сравнение фактического портфеля и прогнозов часто носит только информативный характер ввиду крайней неустойчивости рынка и частых изменений долгосрочных предположений в отношении дефицита бюджета и состояния рынка.

#### **Активное управление долгом**

954. Управление государственным долгом не включает операции на внутреннем вторичном рынке. Главной задачей является минимизация затрат в долгосрочной перспективе, и текущая политика подчиняется этой цели. Активное управление долгом включает действия, которые выходят за рамки регулярного календарного графика эмиссии и обслуживания долговых обязательств и направлены на достижение стратегических целей управления долгом. Такая деятельность включает проведение время от времени выкупа внутренних и внешних долговых обязательств до истечения срока их погашения, регулярное проведение аукционов по обмену казначейских облигаций, операции своп и использование других производных финансовых инструментов. Проведение операций последних двух типов планируется.

955. Активное управление долгом не используется для получения доходов от долга в иностранных валютах. Единственное исключение — операции по выкупу обеспеченных залогом облигаций Брейди, в результате которых образуется приток средств от продажи залога.

#### **Управление условными обязательствами**

956. Отдельный департамент в составе Министерства финансов координирует управление условными обязательствами, особенно предоставление поручительств и гарантий Государственным казначейством. Выплаты, осуществляемые этим департаментом, входят в затраты на обслуживание государственного долга в целом. Ожидаемый размер этих выплат важен для процесса управления долгом.

### **Управление рисками, связанными со встроенными опционами**

957. Опцион на продажу (возможность для инвестора получить досрочную выплату) используется только в случае сберегательных облигаций, а именно: двухлетних сберегательных облигаций с фиксированной ставкой (DOS) и четырехлетних сберегательных облигаций, индексированных по темпам инфляции (COI). Сравнительно небольшая доля этих инструментов в совокупном долге, а также прошлые данные о доле облигаций, для которых данная возможность была использована, указывают на незначительность связанных с этим опционом рисков. Досрочное погашение было использовано для примерно 4 процентов общей суммы облигаций с этим опционом. Одно из объяснений столь низкого показателя — достаточно слабая чувствительность розничных инвесторов к изменениям рыночной конъюнктуры. Однако потенциальные опасности, сопряженные с опционами, учитываются, и принимаются надлежащие меры предосторожности для уменьшения риска ликвидности.

958. Досрочное погашение финансируется за счет процентных доходов, начисленных на средства, не востребованные держателями облигаций, которые в таком случае размещаются на банковском счете агента эмитента. Кроме того, эмитенту предоставляется одна неделя для кассовых выплат держателю облигации, исполняющему опцион.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

#### **Инструменты заимствований**

959. В соответствии со Стратегией управления долгом сектора государственных финансов на 2002–2004 годы, заимствования органов государственного управления должны осуществляться главным образом на внутреннем рынке. Заимствования на внешнем рынке ограничиваются целями рефинансирования долговых обязательств с наступающими сроками погашения. В будущем объем средств, привлекаемых на внешнем рынке, будет постепенно возрастать, одновременно с увеличением выплат по долгу перед кредиторами, входящими в Парижский клуб.

960. Растущая важность минимизации затрат за период, определяемый сроками погашения инструмента управления долгом с максимальным сроком погашения, сказалась на структуре продаж казначейских ценных бумаг, особенно в 2001 году. Решения, касающиеся выбора между выпуском кратко- и долгосрочных инструментов, определялись состоянием рынка и прогнозом в отношении будущей формы кривой доходности. Увеличение среднего срока долговых инструментов, оставшегося до погашения, считается основным средством снижения риска рефинансирования внутреннего долга.

961. Рыночные и сберегательные казначейские ценные бумаги, выпущенные на внутреннем рынке в 2001 году, включали следующие инструменты:

- казначейские векселя со сроками погашения от 1 до 52 недель;
- казначейские облигации, предлагаемые на аукционах («оптовые облигации»):
  - 2-летние бескупонные облигации (OK),
  - 5-летние облигации с фиксированной ставкой (PS),
  - 10-летние облигации с фиксированной ставкой (DS),
  - 10-летние облигации с плавающей ставкой (DZ)<sup>58</sup>;
- казначейские облигации, предлагаемые в розничной сети («розничные облигации»):
  - 2-летние сберегательные облигации с фиксированной ставкой (DOS),
  - 3-летние облигации с плавающей ставкой (TZ),
  - 4-летние сберегательные облигации (COI), индексированные по инфляции,
  - 5-летние облигации с фиксированной ставкой (SP).

В 2002 году были введены 20-летние облигации с фиксированной ставкой (WS). Первый аукцион состоялся 17 апреля 2002 года.

962. Розничные инструменты используются для поддержки продаж оптовых инструментов, расширения базы инвесторов и стимулирования склонности к сбережениям. Круг задач в этой области включает диверсификацию предлагаемых инструментов и повышение их доступности для потенциальных инвесторов за счет внедрения новых информационных технологий. Розничные индексированные облигации составили примерно 1,0 процента от совокупной стоимости всех облигаций, проданных Министерством финансов, и примерно 5,8 процента от стоимости всех розничных облигаций.

963. На сроки погашения облигаций, выпускаемых на международных рынках капитала, налагаются ограничения существующим графиком погашения внешнего долга. До 2001 года, ввиду очень низких потребностей в финансировании, Министерство проводило на международном рынке лишь одну операцию по размещению эталонных ценных бумаг в год, размер которой не превышал выплат по основной сумме долга. Главными причинами выпуска облигаций на международном рынке являются сохранение доступа к важнейшим сегментам международного рынка капитала ввиду возможной необходимости рефинансировать большую часть или весь внешний долг в 2004–2009 годах, а также создание эталона для выпусков польских корпоративных облигаций.

---

<sup>58</sup> Продажи DZ были приостановлены в 2002 году.

## **Консолидация государственного долга**

964. Данные по государственному долгу Польши (задолженности институциональных единиц, включаемых в сектор государственных финансов)<sup>59</sup>, имеются за период с 1999 года (в консолидированной форме — с 2001 года). С тех пор на основании Закона о государственных финансах были изданы два указа, регулирующие порядок учета выпущенных долговых обязательств. Первый указ регулирует порядок учета обязательств институциональных единиц, относящихся к категории «бюджетных организаций». Второй регулирует порядок учета долговых обязательств прочих институциональных единиц сектора государственных финансов. Эти нормативные положения позволяют Министерству финансов (которое обязано дважды в год публиковать данные по государственному долгу) рассчитать общую сумму консолидированного долга государственного сектора. Кроме того, эти нормативные положения предусматривают получение данных, необходимых для выполнения требований международной отчетности (например, отчетов, готовящихся для Евростат, МВФ и ОЭСР).

## **Механизмы, используемые для выпуска долговых обязательств**

### *Казначейские векселя и казначейские облигации*

965. Казначейские векселя и казначейские облигации предлагаются для продажи на первичном рынке через аукционы, организуемые и проводимые Национальным банком Польши (НБП). Заявки подаются в НБП до 11.00 часов утра в день аукциона. После получения сводной информации по заявкам МФ принимает решение о минимальной цене инструментов с заданным сроком погашения. Заявки на покупку по ценам, превышающим минимальную, удовлетворяются в полном объеме, а заявки по минимальной цене могут быть уменьшены либо приняты к исполнению в полном объеме. Каждый участник, подавший заявку, покупает облигации по предложенной им цене.

966. Даты аукционов объявляются в начале каждого года в календарном графике эмиссии, который публикуется на веб-сайте Министерства<sup>60</sup>. Подробная информация о ближайшем аукционе размещается на веб-сайте Министерства, а также в системе Reuter's за два дня до даты проведения торгов. В объявлении указываются тип и срок погашения предлагаемого инструмента, объем предложения, краткое описание условий эмиссии, а также время и место подачи заявок.

---

<sup>59</sup> Национальный банк Польши не включается в состав сектора государственных финансов.

<sup>60</sup> [www.mofnet.gov.pl](http://www.mofnet.gov.pl)

967. Казначейские векселя продаются с дисконтом на аукционах, которые проводятся регулярно в первый рабочий день каждой недели (то есть обычно по понедельникам). Вместе с тем могут проводиться дополнительные аукционы в другие дни. К участию в аукционах допускаются учреждения, которые приобрели не менее 0,2 процента всех векселей, проданных на первичном рынке в предыдущем квартале. Список участников ежеквартально проверяется по этому критерию. Другие инвесторы могут участвовать в аукционах через посредников из данного списка. Оплата приобретенных векселей и погашение векселей с наступившими сроками погашения обычно производятся на второй день после аукциона через текущие счета банков в Департаменте платежной системы НБП.

968. Аукционы по казначейским облигациям обычно проходят по средам<sup>61</sup>. В другие дни недели могут проводиться дополнительные аукционы. К подаче заявок на эти аукционы допускаются прямые участники Национального депозитария ценных бумаг (НДЦБ); другие заинтересованные стороны могут участвовать через этих посредников. Расчеты на аукционах по казначейским облигациям производятся в денежной форме и в ценных бумагах через НДЦБ; денежные расчеты по аукционам по облигациям осуществляет непосредственно НДЦБ через свой счет в НБП.

### *Розничные облигации*

969. Продажей розничных облигаций, предназначенных для мелких инвесторов, и управлением ими занимается Центральный брокерский дом банка Pekao SA (CDM Peкао SA) по соглашениям, подписанным с министром финансов. CDM Peкао SA является эмиссионным агентом, а также организатором консорциума крупнейших банковских и небанковских брокерских домов, в который входит в общей сложности 21 участник. Облигации предлагаются через сеть пунктов обслуживания клиентов (на начало 2000 года примерно 550 пунктов по всей стране) и через Интернет.

970. Рыночные облигации (3-летние с плавающей ставкой и 5-летние с фиксированной процентной ставкой) продаются по цене размещения, публикуемой перед началом продажи. Цена продажи включает, помимо цены размещения, проценты, начисленные за период со дня начала продажи до даты покупки. Каждый год выпускаются четыре серии облигаций, которые распространяются в течение трех месяцев после даты эмиссии. Цена продажи для 5-летних облигаций устанавливается ежемесячно. Сберегательные облигации (2-летние с фиксированной ставкой и 4-летние индексированные) продаются каждый рабочий день каждого месяца по цене

---

<sup>61</sup> В первую среду месяца — по 2- и 5-летним облигациям с фиксированной ставкой и бескупонным облигациям, во вторую среду каждого четного месяца — по 10-летним облигациям с плавающей ставкой и в третью среду каждого нечетного месяца — по 10-летним облигациям с фиксированной ставкой.



100 польских злотых. Эмитент ежемесячно вводит одну новую серию для каждого типа сберегательных облигаций.

971. Выплата процентов и погашение облигаций производятся в месте продажи либо через указанный покупателем банковский счет. Возможно также размещение 3-летних облигаций с плавающей ставкой и 5-летних с фиксированной процентной ставкой на инвестиционном счете в любой брокерской компании, в этом случае обслуживание и погашение облигаций производятся через этот счет. Оба типа облигаций допущены к официальной котировке на регулируемом рынке (Варшавской фондовой бирже).

### ***Внешний долг***

972. Используется стандартный механизм эмиссии внешних облигаций с участием синдиката международных инвестиционных банков. Каждая операция на международном рынке тщательно готовится с привлечением специалистов Департамента управления государственного долга и инвестиционных банков, чтобы выбрать наилучшее время эмиссии и сегмент рынка. Цена на облигации устанавливается в зависимости от рыночной конъюнктуры с учетом динамики состояния этих облигаций на вторичном рынке.

### **Развитие вторичного рынка**

973. Основными мерами, принимаемыми на вторичном рынке для повышения ликвидности, функциональности и прозрачности казначейских ценных бумаг являются:

- Отмена или ослабление ограничений, налагаемых инфраструктурой расчетов, например, введение системы валовых расчетов в режиме реального времени (ВРРВ) и разработка порядка предоставления ценных бумаг в ссуду, снижение сборов и комиссий за проведение операций, а также развитие рынка РЕПО<sup>62</sup>.
- Поддержка электронной торговли долговыми инструментами и их постепенное включение в систему регистрации и расчетов.
- Продолжение политики, направленной на углубление рынка казначейских ценных бумаг путем размещения крупных объемов ценных бумаг разных серий, что означает уменьшение числа дат погашения для казначейских ценных бумаг разных типов и увеличение стоимости каждой отдельной серии.
- Поддержка деятельности, направленной на отмену нормативных положений, которые предусматривают использование системы обязательных резервов по операциям РЕПО.

---

<sup>62</sup> Система ВРРВ была введена в действие 26 апреля 2002 года.

- Введение обменных операций.

974. Ведется работа над введением в действие системы первичных дилеров. В 2001 году, в дополнение к определению их прав и обязанностей, были разработаны правила управления системой, отбора и надлежащей оценки первичных дилеров, которые затем были уточнены в ходе встреч с представителями банков. Сотрудничество с первичными дилерами будет также способствовать выявлению рисков, связанных с управлением государственным долгом, и развитию рынка казначейских ценных бумаг. Процесс текущего наблюдения за деятельностью кандидатов и их оценки начался 26 апреля 2002 года.

### **Контакты с финансовым сообществом**

975. Правильно построенные отношения между управляющими долгом и инвесторами крайне важны для действенного управления государственным долгом. Для достижения этой цели проводятся регулярные встречи с группами внутренних инвесторов, таких как банки, брокерские дома, пенсионные фонды, инвестиционные фонды и страховые компании. Кроме того, проводятся индивидуальные встречи с ведущими внутренними и иностранными участниками рынка казначейских ценных бумаг.

### **Отношения с рынком частного сектора**

976. На рынке долговых обязательств Польши преобладают государственные ценные бумаги (на казначейские облигации и казначейские векселя приходится примерно 90 процентов совокупного непогашенного долга). Выпуски облигаций других эмитентов, как правило, имеют форму частного размещения. Малая значимость долга частного сектора позволяет при управлении государственным долгом не учитывать текущую ситуацию на рынке частных долговых обязательств. Напротив, развитие рынка государственных долговых обязательств является ключевым условием для развития рынков частных долговых обязательств.

### **Правила налогообложения**

#### ***Налогообложение резидентов***

##### *Юридические лица*

977. Процентные и дисконтные доходы, как и доходы от продажи казначейских ценных бумаг, подлежали обложению налогом на доходы согласно общим принципам, то есть по ставке налога на доходы, применяемой в отношении доходов, полученных юридическими лицами в году получения данных доходов (в 2001 году ставка составляла 28 процентов).

*Физические лица*

978. Процентные и дисконтные доходы по ценным бумагам, выпущенным Государственным казначейством и приобретенным физическими лицами до 1 декабря 2001 года, освобождались от налогообложения. Процентные и дисконтные доходы по ценным бумагам, выпущенным Государственным казначейством и приобретенным налогоплательщиками после 31 ноября 2001 года, подлежат обложению удерживаемым у источника налогом в размере 20 процентов.

979. Доходы от продажи внутренних казначейских облигаций (выпущенных после 1 января 1989 года и приобретенных до 1 января 2003 года), полученные до 31 декабря 2003 года, не подлежат обложению налогом на доходы, если такая продажа не является предметом коммерческой деятельности. Доходы от продажи ценных бумаг, кроме облигаций Государственного казначейства, подлежат обложению налогом на доходы физических лиц.

*Налогообложение нерезидентов*

980. На лиц, которые получают доходы от казначейских ценных бумаг, приобретенных на внутреннем рынке, распространялось действие положений договоров об избежании двойного налогообложения между Польшей и страной резидентной принадлежности или domicilio нерезидента, получающего доходы в Польше. При отсутствии такого договора применялись следующие принципы.

*Юридические лица*

981. Процентные и дисконтные доходы облагались удерживаемым у источника налогом в размере 20 процентов. Доход от продажи казначейских облигаций или векселей подлежал обложению налогом на доходы согласно общим принципам, то есть по ставке налога на доходы, применяемой в отношении доходов, полученных юридическими лицами в году получения данных доходов (в 2001 году ставка составляла 28 процентов).

982. Доходы, полученные юридическими лицами, расположенными за рубежом, от продажи, конверсии или иных юридических операций, связанных с передачей прав на облигации, выпущенные Государственным казначейством Республики Польша на зарубежных рынках после 1995 года, освобождались от налогообложения.

*Физические лица*

983. Иностранцы физические лица, имеющие domicilio за пределами Республики Польша, либо не имеющие права на статус постоянного или временного резидента на территории Республики Польша (статус временного резидента означает временное

пребывание на территории Польши в течение не более 183 дней за налоговый год), должны были уплачивать только налог на доходы от работ, выполненных на территории Республики Польша по договору о предоставлении услуг либо по договору о найме, независимо от того, где им выплачивается вознаграждение за работу, и на другие доходы, полученные в Польше.

984. Процентные и дисконтные доходы по ценным бумагам, выпущенным Государственным казначейством на внутреннем рынке и приобретенным налогоплательщиками до 1 декабря 2001 года, освобождались от налогообложения. Процентные и дисконтные доходы по ценным бумагам, выпущенным Государственным казначейством и приобретенным налогоплательщиками после 31 ноября 2001 года, облагаются удерживаемым у источника налогом в размере 20 процентов.

985. Доходы от продажи внутренних казначейских облигаций (выпущенных после 1 января 1989 года и приобретенных до 1 января 2003 года), полученные до 31 декабря 2003 года, не облагаются налогом на доходы, если такая продажа не является предметом коммерческой деятельности. Доходы от продажи других внутренних ценных бумаг, выпущенных Государственным казначейством, подлежали обложению подоходным налогом на физических лиц.

986. Доходы, полученные иностранными физическими лицами, имеющими домициль за рубежом, от продажи, конверсии или иных юридических операций, связанных с передачей прав на облигации, выпущенные Государственным казначейством Республики Польша на зарубежных рынках в 1995–2001 годах, освобождались от налогообложения.

#### ***Влияние налогообложения на торговлю государственными ценными бумагами***

987. В настоящее время налогообложение не сказывается на продаже государственных ценных бумагах вследствие применения налоговой льготы по гражданским сделкам, которая действует с 1998 года.

988. Таким образом, ввиду краткости периода действия налоговых законов трудно оценить, как налогообложение влияет на торговую активность физических лиц. В то же время доходы по всем видам банковских вкладов облагались налогом, поэтому в отношении обеих форм инвестирования действует одинаковый порядок. Этот принцип используется и в Европейском союзе.

## Приложение 1

### Развитие и изменения целей управления долгом до 2001 года

989. Стратегия управления долгом была впервые разработана в 1999 году, как документ, представленный Парламенту вместе с обоснованием проекта Закона о государственном бюджете. В нем были сформулированы долгосрочные и краткосрочные цели управления долгом. Долгосрочный горизонт данной стратегии соответствовал структуре сроков погашения большей части внешнего долга Польши (Парижскому клубу), и совпадал с горизонтом, принятым для Стратегии в области государственных финансов и экономического развития Польши на 2000–2010 годы. Основные цели Стратегии управления долгом на этот период перечислены ниже.

- Уменьшить долю внешнего долга в совокупном долге путем рефинансирования части долговых обязательств с наступающими сроками погашения за счет внутренних долговых обязательств и путем досрочного погашения некоторых внешних долговых обязательств.
- Вывести на желаемый уровень показатели, характеризующие структуру сроков погашения долга — средний срок погашения, дюрацию, отношение долговых обязательств, подлежащих погашению в течение заданного года, к совокупному долгу.
- Добиться равномерного распределения выплат в погашение долга и расходов на его обслуживание во времени, в частности, с целью устранения периодов пиковых объемов платежей.
- Уменьшить риск, связанный с изменчивостью затрат на обслуживание долга (повысить их предсказуемость), путем увеличения доли инструментов с фиксированным доходом в совокупном долге.
- Добиться более гибкой структуры внешнего долга.

990. В стратегии на трехлетний период были определены следующие цели.

- Минимизировать затраты на обслуживание долга с учетом:
  - потребностей государственного бюджета в заемных средствах (чистые потребности в кассовых средствах);
  - уровня риска, связанного с финансированием долга, в том числе валютного риска, риска рефинансирования и процентного риска;
  - способности внутреннего рынка обеспечить размещение средне- и долгосрочных инструментов (при условии, что национальный бюджет не должен отвлекать на себя кредитные ресурсы, направляемые в экономику);
  - существующих условий на международном финансовом рынке, связанных с кредитным рейтингом страны;
  - согласования с денежно-кредитной политикой центрального банка.
- Разработать оптимальный график платежей по внешнему долгу на 2004–2009 годы (то есть на период высокой интенсивности этих платежей).
- Уменьшить степень эмиссионного финансирования долга за счет повышения доли небанковского сектора в совокупном долге.

991. Цели, представленные в первой стратегии, были изменены в 2000 году с учетом условий, создавшихся в связи с необходимостью в большей степени сосредоточить усилия на минимизации бремени обслуживания долга для государственных финансов на следующие два–три года.

992. В стратегии были сформулированы следующие цели.

- Минимизация затрат на обслуживание долга за рассматриваемый период, а именно:
  - минимизация бремени затрат на обслуживание долга для государственных финансов в 2001–2003 годы — главным образом путем повышения доли облигаций с фиксированной ставкой в совокупном долге и ограничения доли казначейских векселей и облигаций с плавающей ставкой;
  - минимизация затрат за период, определяемый сроками погашения инструмента управления долгом с максимальным сроком погашения и заранее заданными параметрами (в том числе связанными с необходимостью минимизации затрат за период с 2001 по 2003 год), путем оптимального выбора инструментов управления долгом, их структуры и сроков эмиссии;
  - минимизация затрат на обслуживание долга как мера, направленная на устранение причин, которые вызывают установление процентных ставок по долговым обязательствам на уровне выше минимального, который может быть достигнут на рынке путем повышения ликвидности и углубления вторичного рынка казначейских ценных бумаг, повышения прозрачности и укрепления безопасности торговли долговыми инструментами, а также реализации мер по устранению технических препятствий для торговли казначейскими ценными бумагами (сборы, система расчетов и т.д.).
- Ограничение валютного риска и риска рефинансирования в иностранных валютах — за счет снижения доли внешнего долга.
- Ограничение риска рефинансирования — главным образом путем увеличения среднего срока погашения внутренних долговых обязательств.
- Ограничение процентного риска — путем повышения доли средне- и долгосрочных инструментов с фиксированной ставкой в совокупном долге.
- Повышение гибкости в структуре долга — в результате конверсии нерыночных долговых обязательств в рыночные инструменты.
- Сокращение эмиссионного финансирования долга благодаря повышению доли небанковского сектора в совокупном долге.
- Оптимизация графика амортизации внешнего долга на 2004–2009 годы.
- Оптимизация управления ликвидностью государственного бюджета.

### ХIII. Португалия<sup>63</sup>

993. В результате вступления Португалии в Европейский валютный союз в последние несколько лет произошли очень важные изменения условий, лежащих в основе управления государственным долгом Португалии. Приняв евро в качестве своей национальной валюты, страна в настоящее время пользуется преимуществами надежной денежно-кредитной политики, которая определяется на уровне Европейского союза (ЕС), и налогово-бюджетной дисциплины, которую обязаны соблюдать члены ЕС. Кроме того, со вступлением в ЕС были значительно смягчены ограничения в отношении управления государственным долгом, обусловленные реализацией денежно-кредитной политики, так как Португалия получила доступ к гораздо более обширному «внутреннему» финансовому рынку — рынку долговых обязательств в евро. Проблема, стоящая перед страной в этих новых условиях, связана с утратой статуса базового эмитента португальского эскудо и превращением в мелкого заемщика на крупном рынке, где приходится конкурировать с другими суверенными эмитентами за одну и ту же базу инвесторов.

994. Во второй половине 1990-х годов и в преддверии описанных изменений был проведен ряд важных реформ, направленных на создание условий для более эффективного управления государственным долгом в этой новой обстановке. На институциональном уровне эти реформы включали в себя: учреждение в 1996 году независимого долгового ведомства, Агентства по управлению государственным долгом (АУГД), издание нового Закона о государственном долге (Закон), принятого Парламентом в 1998 году, и утверждение правительством в 1999 году официальных руководящих принципов управления долгом.

#### **А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы**

##### **Цели управления долгом**

995. Стратегические цели, которых следует добиваться в области управления государственным долгом и государственного финансирования, были четко определены в новом Законе о государственном долге, который устанавливает, что такая деятельность должна быть направлена на обеспечение финансовых ресурсов, необходимых для исполнения государственного бюджета, и должна осуществляться таким образом, чтобы:

- свести к минимуму прямые и косвенные затраты по государственному долгу в долгосрочной перспективе;

---

<sup>63</sup> Данное целевое исследование подготовили Рита Гранжер, Люсия Лейтао и Васко Перейра из Агентства по управлению государственным долгом Португалии (АУГД).

- гарантировать сбалансированное распределение затрат на обслуживание долга по нескольким годовым бюджетам;
- не допускать чрезмерной концентрации погашений на определенные моменты времени;
- избегать чрезмерных рисков;
- способствовать эффективному и сбалансированному функционированию финансовых рынков.

996. Минимизация затрат по долгу уже была косвенной целью управления долгом до утверждения нового Закона. Тем не менее принятие этого Закона было важным шагом, поскольку он придал официальный статус этим целям, внося ясность в вопрос о минимизации затрат и устанавливая, что к ней следует стремиться в долгосрочной перспективе, а также введя прямое указание на ограничение риска, а именно, на способы снижения риска рефинансирования и изменчивости затрат по долгу во времени.

997. Цель содействия эффективному и сбалансированному функционированию внутреннего финансового рынка имела особое значение до образования Европейского валютного союза, в условиях когда большая часть долговых обязательств была выражена в эскудо и размещалась на внутреннем рынке. Значимость создания и поддержания контрольной кривой доходности для содействия работе рынка капитала в эскудо отпала после замены португальского эскудо на евро.

998. В Руководящих принципах управления долгом, утвержденных министром финансов (МФ) в конце 1998 года и вступивших в силу с 1999 года, была принята модель управления рисками, а стратегическая цель минимизации затрат на обслуживание долга была облечена в форму определения контрольного показателя, который с этого момента стал точкой отсчета при управлении долгом. Подход к управлению рисками имеет четыре основные составляющие:

- принятие согласованной модели развития первичного и вторичного рынков государственных долговых обязательств Португалии;
- разработка и применение четких руководящих принципов управления долгом и системы оценки риска/результатов деятельности (контрольного показателя);
- инвестиции в информационно-технологические системы для поддержки основанных на надежных данных управленческих решений, снижения операционного риска и повышения прозрачности за счет улучшения доступа ко всем данным по операциям и повышения их качества;
- разработка и внедрение комплексного руководства по операционным процедурам для снижения операционного риска и поддержки внешнего и внутреннего аудита.



## **Сфера охвата деятельности по управлению долгом**

999. Управление долгом включает выпуск долговых инструментов, проведение операций РЕПО и совершение других финансовых операций с целью корректировки структуры портфеля долговых обязательств.

1000. Закон не предусматривает никаких ограничений в отношении характера финансовых инструментов, которые могут использоваться для привлечения финансирования. Вместе с тем стремление к обеспечению ликвидности государственного долга повлекло за собой все большее сосредоточение деятельности по привлечению финансирования на выпуске ограниченного числа стандартных казначейских облигаций с фиксированной ставкой (Obrigações do Tesouro — OT) и коммерческих бумаг (ЕСР). Важным источником финансирования остается также выпуск на постоянной основе сберегательных сертификатов, представляющих собой различные инструменты, продаваемые физическим лицам.

1001. В качестве механизма для обращения в крайних случаях маркет-мейкерам предоставлена возможность использовать операции РЕПО. Цель состоит в том, чтобы поддерживать принятие первичными дилерами обязательств маркет-мейкеров на вторичном рынке OT. Предусмотрено несколько стандартных объемов операций РЕПО для каждой ценной бумаги. С учетом рыночной конъюнктуры цена фиксируется на уровне ставки, которая ниже средней объявленной процентной ставки «овернайт» по евро (среднего индекса ставок «овернайт» по евро, EONIA).

1002. Для корректировки структуры погашения государственного долга Закон предусматривает досрочное погашение и выкуп существующих долговых обязательств и прямой обмен ценных бумаг в рамках операций, которые разрешено проводить управляющим долгом. С 2001 года эта практика также более интенсивно использовалась с целью содействовать ликвидности рынка казначейских облигаций за счет концентрации существующих долговых обязательств в более крупных и более ликвидных выпусках.

1003. Закон также включает в сферу охвата деятельности по управлению долгом трейдинговые операции с производными финансовыми инструментами, (процентные и валютные свопы, форварды, фьючерсы и опционы). Такие операции должны быть привязаны к определенному базовому инструменту в портфеле долговых обязательств. Для этих целей наиболее активно используются свопы и валютные форварды.

1004. В настоящее время условные обязательства не принимаются в расчет при вынесении решений по управлению долгом, однако в будущем планируется проводить их анализ с целью включения таких обязательств в систему управления рисками. Долговое ведомство, АУГД, отвечает только за управление прямым долгом центрального правительства, хотя от него также требуется оценивать финансовые

условия гарантированного долга и долговых обязательств, выпускаемых службами и фондами (государственного сектора), которые наделены административной и финансовой самостоятельностью<sup>64</sup>. В рамках Министерства финансов Департамент казначейства систематически отслеживает прямые условные обязательства, проводит их количественную оценку и представляет по ним отчетность.

1005. Сфера охвата деятельности АУГД на данный момент не включает инвестирование излишков средств, которые могут находиться на центральных кассовых счетах государства, также относящихся к компетенции Департамента казначейства<sup>65</sup>. Между этими двумя учреждениями на постоянной основе осуществляется обмен информацией о мерах политики и прогнозируемых потоках средств казначейства в целях действенной координации привлечения финансирования и инвестирования излишков средств.

### **Правовая основа**

1006. Базовая правовая основа, регулирующая выпуск долговых обязательств центрального правительства и управление государственным долгом, включает:

- Закон о государственном долге, который устанавливает, что государственное финансирование должно утверждаться Парламентом;
- Закон о годовом бюджете, который устанавливает лимиты сумм, которые правительство вправе заимствовать в течение года (в показателях чистых займов). Закон о годовом бюджете может также определять максимальные сроки выпускаемых долговых обязательств и лимиты открытой валютной позиции и долговых обязательств с плавающей процентной ставкой;
- декрет, регулирующий деятельность АУГД.

1007. В соответствии с этой правовой основой на АУГД возложены обязанности по ведению переговоров и исполнению всех финансовых операций, связанных с эмиссией долговых обязательств центрального правительства и управлением этим долгом. Министр финансов уполномочен определять конкретные руководящие принципы, которых должно придерживаться АУГД в процессе реализации политики финансирования.

---

<sup>64</sup> Свыше определенного порогового значения, устанавливаемого ежегодно.

<sup>65</sup> В декрете о создании АУГД признавалось значение дальнейшей интеграции управления казначейскими операциями и управления долгом. В настоящее время рассматривается вопрос о возможности официальной интеграции этих видов деятельности.

1008. Долговременным руководящим принципам МФ был придан официальный характер посредством утверждения долгосрочной контрольной структуры портфеля долговых обязательств. Этот контрольный портфель отражает выбранные целевые показатели дюрации, процентного риска, валютного риска и риска рефинансирования и определяет эталон для оценки затрат по фактическому портфелю долговых обязательств и его финансовых результатов.

1009. Решением Совета министров Правительство ежегодно утверждает виды долговых инструментов, подлежащих использованию для государственного финансирования каждый год, и их соответствующие лимиты валового привлечения заемных средств. Министр финансов ежегодно утверждает конкретные руководящие принципы для АУГД. Руководящие принципы включают общие направления деятельности по управлению портфелем долговых обязательств (например, выкуп долговых обязательств и операции РЕПО) и эмиссионную стратегию с точки зрения видов инструментов, сроков погашения, сроков проведения операций и порядка размещения. Руководящие принципы также включают подлежащие осуществлению меры в области реализации долговых обязательств и отношений с первичными дилерами и другими финансовыми посредниками. Эти руководящие принципы обнародуются.

### **Организационная структура**

1010. Ранее ответственность за управление долгом центрального правительства была возложена на два департамента в составе Министерства финансов. Департамент казначейства отвечал за внешний долг и выпуск казначейских векселей, а Департамент государственного кредита — за внутренний долг (кроме казначейских векселей). С 1997 года операционные функции, связанные с управлением долгом центрального правительства, включая обслуживание долга, были сосредоточены в рамках АУГД. АУГД уполномочено вести переговоры и проводить все финансовые операции, связанные с выпуском долговых обязательств центрального правительства и активным управлением портфелем долговых обязательств, в соответствии с руководящими принципами, утвержденными МФ.

1011. Организационная структура АУГД призвана дать возможность гибкого использования его ресурсов, а именно с привлечением групп по реализации проектов. Организационная структура включает Совет директоров, два департамента, пять технических и четыре операционных подразделения с общим штатом сотрудников 65 человек.

1012. Агентством руководит Совет из трех директоров, назначаемых Советом министров на трехлетний срок. Совет директоров подотчетен министру финансов. Консультативный совет, в состав которого входят председатель Совета директоров, один из членов правления центрального банка и четыре эксперта по экономическим и

финансовым вопросам, назначаемые Советом министров, играет роль совещательного органа по стратегическим вопросам.

1013. Департамент управления долгом несет ответственность за все аспекты, связанные с определением эмиссионной политики и политики управления портфелем, текущее наблюдение за вторичным рынком, отношения с первичными дилерами и другими финансовыми посредниками, обсуждение условий всех долговых обязательств, кроме розничных, и их размещение, а также за трейдинговые операции в рамках активного управления долгом. В состав Департамента входят два подразделения — операционный зал и подразделение рынков.

1014. Операционный департамент отвечает за вопросы, которые связаны с подтверждением и расчетами по оптовым операциям, проводимым сотрудниками операционного зала, учет долга и процедуры, касающиеся удержания у источника налога на процентные доходы по долговым обязательствам. Этот Департамент также несет ответственность за выпуск и погашение сберегательных сертификатов и обслуживание долга по другим розничным инструментам. Операционный департамент курирует почтовую службу, которая выполняет функции агента по продаже и погашению сберегательных сертификатов. В его состав входят три операционных подразделения — подразделение документации и расчетов, подразделение учета долга и подготовки бюджета и подразделение розничного долга.

1015. Четыре остальных подразделения непосредственно подотчетны Совету директоров:

- *подразделение финансового контроля*, которое отвечает за все аспекты, связанные с оценкой рисков и результатов деятельности, внутренним контролем, определением процедурных вопросов и внутренним аудитом;
- *подразделение исследований и статистики*, которое проводит экономический анализ, разрабатывает сценарии и готовит внешнюю отчетность;
- *подразделение информационно-технологических систем*, ответственное за обеспечение работы и обслуживание информационно-технологических систем;
- *административное подразделение*, на которое возложена ответственность за все внутренние аспекты деятельности, включая вопросы кадров, снабжения и занимаемых помещений.

1016. Комитет по рынкам проводит еженедельные совещания для анализа динамики ситуации на рынке, налогово-бюджетных прогнозов и состояния портфеля долговых обязательств относительно контрольного, а также для определения основных направлений деятельности на предстоящую неделю. В состав комитета входят члены Совета директоров и руководители Департамента управления долгом, операционного департамента, подразделения финансового контроля, подразделения исследований и статистики, операционного зала и подразделения рынков.

1017. В период после образования АУГД в 1997 году существовала серьезная обеспокоенность проблемами прозрачности. В настоящее время порядок выполнения ключевых функций определен в письменных внутренних процедурах, в которых, в частности, устанавливается делегирование полномочий и роль каждого подразделения в рамках организационной структуры.

1018. Министру финансов представляется подробный квартальный отчет, в котором отражаются все операции, проведенные за период, и приводятся показатели затрат и риска, связанных с портфелем долговых обязательств, относительно контрольного портфеля. Ежегодно публикуется отчет, в котором содержится описание деятельности за год и финансовая отчетность по долгу.

1019. С тем чтобы позволить АУГД привлекать и удерживать квалифицированных сотрудников, законодательно предусмотрен ряд положений, в том числе высокий уровень административной и финансовой самостоятельности в рамках годового бюджета, утверждаемого министром финансов, а также возможность найма сотрудников в соответствии с общим трудовым законодательством, а не как государственных служащих. Руководящие принципы вознаграждения сотрудников, утверждаемые МФ, основаны на необходимости поддерживать штат квалифицированных сотрудников в условиях конкуренции с частным банковским сектором. При составлении бюджета выделялись также достаточные финансовые ресурсы, необходимые для приобретения и модернизации информационных систем.

## **Аудит**

1020. На Аудиторский комитет возложены функции текущего наблюдения и контроля за финансовым управлением АУГД, а также надзора за порядком ведения в нем бухгалтерского учета. В состав Аудиторского комитета входят председатель, назначаемый Генеральной финансовой инспекцией, и два постоянных члена (один из них является официальным дипломированным бухгалтером), назначаемых министром финансов.

1021. Ревизионный суд (ревизионный орган государственного сектора) несет ответственность за надзор за деятельностью АУГД, который охватывает финансовую отчетность по долгу и соблюдение руководящих принципов и лимитов, установленных Парламентом и Правительством. Такой аудит недавно был распространен также и на внутренние процедуры деятельности, и на квартальные отчеты, представляемые в МФ.

## **В. Система управления рисками**

### **Основные переменные риска**

1022. С самого начала деятельности АУГД значительные усилия были направлены на определение и, где это возможно, количественную оценку рисков, имеющих место в процессе управления государственным долгом<sup>66</sup>.

1023. Главным приоритетом для АУГД является гарантирование удовлетворения годовых потребностей Португалии в заемных средствах. Для того чтобы свести к минимуму риск неспособности покрыть эти потребности, основное внимание уделялось двум ключевым областям, — во-первых, развитию эффективного рынка государственных долговых обязательств, а во-вторых, сглаживанию графика погашения долгового портфеля.

1024. Поэтому высокий приоритет отдавался минимизации риска рефинансирования<sup>67</sup>, несмотря на «удобства», обеспечиваемые емким и ликвидным рынком капитала в евро. Ограничения, устанавливаемые на этом уровне, приобретают все большую важность, учитывая постоянный рыночный спрос на ликвидные облигации, что, в конечном счете, означает наличие крупных объемов непогашенных облигаций. Согласование этих двух противоречащих друг другу требований отчасти достигалось как за счет стимулирования роста эффективности первичного и вторичного рынков (по существу, в попытке компенсировать недостаточный объем рынка за счет более высокой эффективности), так и разработки других методов управления графиком погашения (кроме эмиссии), а именно, программ выкупа. В соответствии с этим перед управляющим долгом стоит общая цель свести к минимуму долгосрочные затраты по долгу, не принимая на себя никаких чрезмерных рисков. С учетом вышесказанного АУГД пришло к выводу, что основной риск для управляющего государственным долгом состоит в том, насколько изменчивость финансовых переменных сказывается на изменчивости показателей бюджета (через изменения затрат на обслуживание долга), тем самым сужая диапазон возможных действий для органов налогово-бюджетной политики. Поэтому в процессе управления долгом более точная оценка риска может быть получена на основе кассовых потоков, в отличие от его измерения на основе «стоимости, подверженной риску», как это обычно делается при управлении активами. В результате, подобно другим управляющим

---

<sup>66</sup> И с этой точки зрения весь процесс исследований, связанный с моделированием контрольного портфеля, внес решающий вклад в описанную работу, полностью оправдав вложения, сделанные в сам этот проект.

<sup>67</sup> Например, такой риск связан с невозможностью пролонгации долга с наступающим сроком погашения по цене, близкой к ранее действовавшим рыночным ценам, или, в предельном случае, по любой цене.

государственным долгом, АУГД занимается разработкой и внедрением комплексного показателя для портфеля долговых обязательств — величины бюджета, подверженной риску (VaR).

1025. Пока процесс внедрения модели VaR не завершен и не прошел проверку, риск, связанный с кассовыми потоками, оценивается с использованием комбинации показателей, а именно: дюрации, профиля переоформления<sup>68</sup> и валютного риска. Дюрация выступает в качестве представительного показателя устойчивости затрат, связанных с кассовыми потоками, по отношению к колебаниям процентных ставок и обладает тем преимуществом, что представляет собой стандартный рыночный показатель. Для того чтобы дать более полное представление о совокупном процентном риске, показатель дюрации дополняется данными о профиле переоформления. После 1999 года и с введением евро валютный риск, который измеряется как процентная доля портфеля, выраженная в иностранной валюте, существенно снизился, так что в настоящее время его величина пренебрежимо мала.

1026. В рамках системы отдельного управления только одними обязательствами<sup>69</sup> кредитный риск возникает лишь при использовании производных финансовых инструментов. Производные финансовые инструменты применяются в тех случаях, когда по какой-либо причине невозможно обеспечить желаемую структуру портфеля за счет операций финансирования. АУГД измеряет данный вид риска с помощью модифицированного варианта модели БМР<sup>70</sup> и контролирует его посредством жестких процедур утверждения контрагентов, которые включают определение рейтинга кредитоспособности, установление лимитов и согласование условий договора по нормам Международной ассоциации дилеров по свопам (ISDA). Практика использования залогового обеспечения как средства частичного покрытия кредитного риска была одобрена министром финансов и должна быть введена в действие в течение 2002 года.

---

<sup>68</sup> Структура переоформления долга показывает (в номинальном выражении) процентную долю портфеля, — которая в будущем будет либо переведена на иные условия, либо должна будет рефинансироваться, — агрегированную по годам. Она призвана отражать чувствительность затрат, связанных с кассовыми потоками, по отношению к будущим изменениям процентных ставок.

<sup>69</sup> Без учета функции управления кассовыми средствами или «кредитной» составляющей расчетного риска.

<sup>70</sup> В рамках данной модели кредитный риск оценивается путем расчета текущей рыночной стоимости контракта, к которой затем добавляется величина, отражающая потенциальную будущую степень подверженности риску за период до окончания срока действия контракта.

1027. Наконец, в своей деятельности по управлению долгом АУГД принимает на себя операционный риск. Этот последний вид риска не измеряется в явной форме, но обуславливает принятие нескольких мер политики. Данная проблема впервые решалась в период создания АУГД, что определило выбор организационной структуры, основанной на принятом в финансовой отрасли стандарте, который предусматривает наличие операционного и промежуточного отделов и отдела обработки документации с четко разграниченными функциями и обязанностями. С тех пор операционный риск оставался объектом пристального внимания, что нашло отражение в трех основных инициативах, включая значительные инвестиции в информационные технологии (например, приобретение управленческой информационной системы), за которыми следовала разработка руководства по внутренним операционным процедурам, и наконец, инвестиции в квалифицированные и опытные кадры. В будущем к таким мерам добавится внутренний аудит в дополнение к внешнему аудиту, который уже осуществляет Ревизионный суд.

### **Руководящие принципы управления и контрольный портфель**

1028. Как уже отмечалось, полномочиям по управлению портфелем долговых обязательств, которые были предоставлены АУГД министром финансов, в 1998 году был придан еще более официальный характер после утверждения руководящих принципов управления и справочного портфеля в форме контрольного показателя.

1029. Цель руководящих принципов управления состоит в том, чтобы описать основные виды рисков, связанных с портфелем долговых обязательств, указать, измеряются ли они в абсолютных (например, риск рефинансирования и кредитный риск) или относительных<sup>71</sup> показателях (риск, связанный с кассовыми потоками), и в соответствующих случаях установить лимиты переменных риска. В руководящих принципах также определяется максимально допустимое отклонение портфеля долговых обязательств от контрольного показателя в отношении значимых переменных риска (например, максимальный уровень дополнительного риска, который может принимать управляющий долгом).

1030. Главной целью, которую преследовало АУГД при утверждении контрольного показателя, было получить поддающийся количественному измерению эталон долгосрочной целевой структуры портфеля, исходя из уверенности в том, что наличие такого ориентира повысит степень согласованности текущих решений по управлению долгом и долгосрочных целей в этой области. Кроме того, сам факт создания АУГД как самостоятельного органа вызвал потребность в инструменте, позволяющем

---

<sup>71</sup> Измеряемых как отклонение от соответствующих показателей контрольного портфеля.



объективно оценивать результаты управления (подотчетность). Это повлияло на решение ввести контрольный показатель также и в целях оценки результатов работы.

1031. Не существует никакого стандарта, определяющего порядок установления и применения контрольного показателя в случае управления государственным долгом. Подход АУГД заключается в создании инструмента управления долгом, который учитывает предпочтения органов государственного управления в отношении баланса между кратко- и долгосрочными рисками и затратами. Поэтому предполагается, что данный контрольный показатель отражает долгосрочные цели держателя портфеля, — то есть Министерства финансов, действующего от имени налогоплательщиков, с точки зрения структуры риска и предполагаемого уровня затрат, — закладываемые в стратегию финансирования и формируемую структуру портфеля.

1032. Определение такого контрольного портфеля опиралось на смешанную имитационно-оптимизационную модель, где ключевыми переменными для принятия решений были затраты и риск, связанные с кассовыми потоками, при установлении в явном виде ограничения по риску рефинансирования (для каждого возможного решения анализировались и другие составляющие риска, но в модели никакие лимиты для них не устанавливались). Затем был подготовлен короткий список наилучших решений модели не только с точки зрения эффективности, но и с позиций устойчивости по отношению к основным предпосылкам модели (макроэкономические сценарии и сценарии изменения процентных ставок)<sup>72</sup>. Окончательный выбор решения из подмножества эффективных и устойчивых вариантов определялся сочетанием следующих трех факторов.

- Компромисс между риском и затратами, связанными с кассовыми потоками. Форма границы эффективности, задаваемая моделью, указывала на очевидное снижение риска, связанного с кассовыми потоками, для показателей дюрации портфеля до 2–2,5 лет, что оправдывало повышение ожидаемых затрат. Для показателей дюрации более 3,5–4 лет предельное снижение риска, связанного с кассовыми потоками, было незначительным по сравнению с ожидаемым повышением затрат. Результатом такого анализа стал выбор первой подгруппы возможных решений.
- Сравнение итоговых показателей риска (особенно процентного риска) с аналогичными значениями для других государств зоны евро. Результатом анализа соответствующих основ, на которых реализуется налогово-бюджетная политика в Португалии — наличие пакта стабильности и единой денежно-кредитной политики, — стала уверенность в том, что портфель долговых обязательств Португалии не должен быть связан с принятием чрезмерных *относительных*

---

<sup>72</sup> Принимая во внимание условия, в которых осуществляется управление долгом в Португалии, данный справочный портфель строился так, чтобы исключить любой чистый валютный риск.

процентных рисков по сравнению с другими государствами зоны евро. Проведенное на тот момент обследование показателей дюрации портфелей государственных долговых обязательств других стран продемонстрировало, что их значения находятся в интервале от трех до пяти лет. На этом основании затем было принято решение о том, что контрольный портфель должен иметь ожидаемую дюрацию в диапазоне около трех–четырёх лет.

- Наконец, был проведен анализ стратегий финансирования, связанных с каждым возможным решением, поскольку такая стратегия для контрольного портфеля должна быть практически реализуемой для суверенного эмитента рынка евро.

1033. Перечисленные факторы определили выбор портфеля, который должен использоваться АУГД в качестве контрольного для управления долгом и соответствующей стратегии финансирования.

1034. Руководящие принципы управления, утверждаемые МФ, формально разбиваются на пять разделов со следующим содержанием:

- перечень наиболее важных определений (сфера охвата и переменные риска/затрат);
- набор разрешенных инструментов и операций;
- лимиты ключевых переменных риска (а именно, структура рефинансирования, модифицированная дюрация, профиль переоформления и валютный риск) и требования к отчетности (сроки и содержание);
- структура и динамика контрольного портфеля;
- кредитный риск.

1035. Из всех перечисленных разделов были опубликованы первые три. В годовом отчете АУГД за 1999 год также была опубликована теоретическая модель, лежавшая в основе определения контрольного показателя, хотя информация об утвержденном контрольном портфеле публично не раскрывается (так же как и руководящие принципы в отношении кредитного риска).

1036. Для того чтобы использовать контрольный показатель в качестве обоснованной базы для оценки результатов управления долгом, должны быть созданы условия, позволяющие разграничить решения, касающиеся привлечения финансирования и развития рынка, и решения, связанные с управлением портфелем. Такая возможность была предоставлена Португалии в 1999 году, с завершением первого этапа образования Европейского валютного союза. С тех пор рынок капитала в евро стал важным «внутренним» рынком, на котором Португалия выступает в качестве достаточно мелкого участника, и проводимые ей операции с производными финансовыми инструментами не оказывают сколько-нибудь заметного влияния и не могут интерпретироваться другими участниками рынка иначе как решения, которые связаны исключительно с управлением портфелем.

1037. В рамках такой системы решения по управлению долгом, реализуемые посредством сочетания операций финансирования и операций с производными финансовыми инструментами, нацелены на достижение некоторой позиции относительно такого контрольного показателя, с точки зрения как процентного, так и валютного риска. При этом ожидается, что управляющие долгом будут показывать более высокие финансовые результаты, чем те, которые заложены в контрольном показателе. Вместе с тем, в период первоначальной разработки и анализа модели контрольного портфеля особый упор делался на стратегических целях, то есть основной целью такого справочного портфеля было повышение согласованности между текущими решениями по управлению долгом и долгосрочными целями портфеля. Тот факт, что по причинам, связанным с отчетностью, АУГД приняло решение также предложить его использование для оценки проводимой деятельности, естественно, породил ожидания превышения контрольного показателя. При этом, однако, не делается каких-либо официальных или неофициальных политических заявлений (со стороны МФ или АУГД), в которых это ожидание было бы представлено как одна из целей управления долгом.

1038. Процесс использования контрольного показателя в АУГД проходил экспериментальную проверку в течение 1999 года и с тех пор был официально введен в действие. Несмотря на общую положительную оценку его полезности, следует отметить, что по ряду причин в контексте управления обязательствами этот процесс является менее однозначным, чем в случае управления активами. Прежде всего, не только очень трудно количественно определить все ограничения и цели управляющего суверенным долгом, но также вызывает сложности и факт их изменения с течением времени. Это приводит либо к невозможности построения такого портфеля на практике (что делает несправедливым его применение для оценки результатов деятельности), либо к необходимости вносить частые изменения в сам контрольный показатель, что противоречит исходным требованиям, предъявляемым к такому инструменту.

1039. Другая конкретная проблема состоит в том, что даже в случае мелкого участника на крупном рынке, каким является Португалия на рынке евро, политика финансирования, принятая АУГД, оказывает влияние на кредитные спреды по государственным облигациям Португалии, которое при этом очень сложно измерить количественно. Данное обстоятельство еще более затрудняет оценку уровней затрат, связанных с различными вариантами политики финансирования (например, затрат на стратегию финансирования, моделируемую с помощью контрольного показателя), превращая текущее поддержание такого справочного портфеля в достаточно сложную задачу.

1040. АУГД постоянно совершенствует модель определения контрольного портфеля и методологию его реализации. Однако данный проект по-прежнему находится на раннем этапе осуществления, и потому контрольный показатель не обнаружится.

Кроме того, раскрытие информации о контрольном показателе может отрицательно сказаться на управлении долгом, так как это может позволять рынку предвосхищать его позицию. Такая проблема может возникать, когда управляющий долгом запрашивает котировки производных финансовых инструментов, например, процентных свопов. Этот риск следует тщательно анализировать, даже в условиях масштабного рынка евро. Данный вопрос будет снова обсуждаться в ходе очередного пересмотра руководящих принципов (включая контрольный показатель), который намечен на конец текущего года.

1041. Наконец, подход к контрольному показателю результатов деятельности по управлению суверенными обязательствами, как со стороны управляющего портфелем, так и его «держателя» (в данном случае Правительства), всегда должен характеризоваться высокой степенью прагматизма и разборчивости.

### **Управленческие информационные системы**

1042. В конце 1999 года для поддержки своих операций по управлению долгом АУГД приобрело стандартную систему казначейского управления<sup>73</sup>. Выбор удобной для пользователя интегрированной системы операционного и промежуточного отдела и отдела обработки документации<sup>74</sup> был сделан не только для снижения операционного риска, но и ввиду уверенности в том, что за счет более активного использования данных и обмена информацией в рамках АУГД, такая система обеспечит улучшение качества данных. Наличие единой устойчивой базы данных по всем операциям, связанным с долгом, было одним из главных приоритетов в процессе отбора. Система изначально разрабатывалась для корпораций, и потому была в значительной мере ориентирована на кассовые потоки и оказалась в высокой степени пригодной для проводимой АУГД политики управления риском.

1043. Кроме того, была разработана система для обслуживания розничных долговых операций, которые затем ежемесячно регистрируются в новой системе казначейского управления только в агрегированной форме в целях ведения позиций, учета и отчетности.

### **Руководство по операционным процедурам**

1044. Внедрение этих двух систем существенно повлияло на внутренние процессы в АУГД, повысив потребность в разработке письменного руководства по операционным процедурам, в том числе по новым инструментам операционного контроля. Этот

---

<sup>73</sup> «Finance Kit», разработанная компанией Trema.

<sup>74</sup> Этот выбор потребовал отказа от использования более специализированного программного обеспечения для управления рисками.

масштабный проект, начатый в 2001 году, призван не только оптимизировать внутренние схемы ведения деятельности в АУГД, но также — в рамках этого процесса — сформировать новую культуру в отношении операционного риска и смежных процедур контроля (включая внутренний аудит).

### **С. Стратегия управления долгом и рынки государственных ценных бумаг**

#### **Стратегия управления долгом**

1045. Управление долгом в Португалии осуществляется на базе стратегии финансирования, ориентированной на рынок. Признается значимость выпуска обращающихся инструментов по рыночным ценам и построения кривой доходности по государственным ценным бумагам с использованием ликвидных облигаций с разными сроками погашения. Новая среда, сформировавшаяся в результате введения евро, не изменила эту цель. При этом данная цель в настоящее время реализуется в иных условиях. Исчезла характерная для прошлого задача построения контрольной кривой доходности для содействия развитию внутреннего рынка капитала. Вместо этого стратегия финансирования определяется новой конкурентной средой зоны евро. На смену «защищенному» рынку инструментов в португальском эскудо пришел гораздо более крупный внутренний рынок, на котором конкурируют 12 стран, использующих евро. Вследствие этого участникам рынка требуются более ликвидные и более эффективные рынки.

1046. Ликвидность фактически стала одним из наиболее важных факторов, определяющих спреда по суверенным долговым обязательствам в зоне евро. Первым критерием ликвидности в настоящее время принято считать объем выпуска ценной бумаги на сумму не менее 5 миллиардов евро. Поэтому целевой показатель для размеров выпусков казначейских облигаций Португалии был увеличен до этого нового порогового значения<sup>75</sup>. Ввиду довольно низкого уровня валовых потребностей Португалии в заимствованиях был избран подход, предполагающий постепенное достижение этой цели. Ежегодно, с 1999 года, приоритет отдается, во-первых, введению нового выпуска 10-летних облигаций, а во-вторых, нового 5-летнего выпуска. Эти два срока погашения, подкрепляемые эффективным рынком производных финансовых инструментов, отражают предпочтения рынка. Для поддержки этой стратегии бóльшая часть операций по финансированию за счет рыночных инструментов проводилась на рынке казначейских облигаций, выраженных в евро. В целях ускорения реализации этой стратегии, с 2001 года АУГД также проводит активную программу выкупа, направленную на рефинансирование прежних выпусков (с небольшими объемами находящихся в обращении ценных бумаг и

---

<sup>75</sup> Стандарт в 5 миллиардов евро почти в два раза больше среднего объема серий казначейских облигаций, выпускавшихся до 1999 года.

купонами, не соответствующими текущей рыночной доходности) за счет текущих выпусков.

1047. Вливание ликвидности на рынок ОТ<sup>76</sup> привело к сокращению номенклатуры используемых инструментов до стандартных и простых процентных облигаций с фиксированной ставкой. Выпуск облигаций с плавающей ставкой был приостановлен, и до настоящего момента были прекращены выпуски ценных бумаг, привязанных к индексам. Кроме того, в этот период не было обращений на рынок еврооблигаций, которые до 1999 года носили регулярный характер. Глобальная программа выпуска среднесрочных долговых обязательств, действующая с 1994 года, в настоящее время играет роль страхового альтернативного источника финансирования, и после сентября 1999 года Португалия не размещала новых выпусков в рамках этой программы.

1048. Хотя такие выпуски не всегда являются экономически эффективными в краткосрочной перспективе, приоритетная эмиссия средне- и долгосрочных облигаций, — не рассматривая варианты финансирования на базе выгод текущей рыночной ситуации, — используется в качестве среднесрочной стратегии снижения уязвимости страны. В то же время приоритет был отдан развитию эффективных первичного и вторичного рынков казначейских долговых обязательств с использованием современной технической инфраструктуры. Всем внешним и внутренним финансовым посредникам и конечным инвесторам были предоставлены равные условия доступа на эти рынки. Позитивным результатом такой стратегии стало все более широкое географическое распределение ОТ в зоне евро, а также их использование как инвесторами, приобретающими облигации для длительного хранения, так и активными трейдерами.

### **Выпуск государственных ценных бумаг и структура первичного рынка**

1049. Доверие считается решающим фактором во всех случаях, когда используется стратегия финансирования на базе рынка. Поэтому прозрачность и предсказуемость являются принципиальной основой управления долгом Португалии.

1050. Стратегические руководящие принципы регулярно разъясняются участникам рынка, финансовым посредникам и особенно институциональным инвесторам.

1051. В начале года публично объявляются составляющие годовой программы финансирования, причем особое внимание уделяется выпуску средне- и долгосрочных обращающихся долговых ценных бумаг. Рынку предоставляется информация об оценке годовых валовых потребностей в заемных средствах и о сумме, которую

---

<sup>76</sup> С 1999 года итоговый объем каждой новой серии ОТ был в среднем в два раза выше объема выпусков, размещавшихся до того.

предполагается привлечь за счет выпуска казначейских облигаций Португалии (ОТ). Кроме того, обнародуется информация о предполагаемых объемах размещения, сроках погашения и итоговых объемах новых серий, механизмах размещения ОТ (синдицирование и аукционы) и привлекаемых к участию в этой деятельности финансовых посредниках. Ежеквартально публикуется более точный календарный график. Аукционы проводятся во вторую среду каждого месяца при наличии подлежащих размещению ценных бумаг.

1052. Примерно 75–80 процентов валовых потребностей в заемных средствах финансируется за счет размещения казначейских облигаций Португалии<sup>77</sup>. Остальные 20 процентов приходятся на долю краткосрочных рыночных инструментов и необращающихся долговых обязательств (сберегательных сертификатов), выпускаемых соответственно спросу частных инвесторов. Выпуск коммерческих бумаг в евро является резервной альтернативой, обеспечивающей поддержку программы выпуска казначейских облигаций.

1053. По соображениям ликвидности первоначальный объем новой серии казначейских облигаций составляет примерно 40 процентов целевого итогового объема выпуска. Поэтому при введении новой серии ОТ АУГД использует механизм синдицирования. Такой подход призван обеспечить лучший контроль за ценой размещения и одновременно способствовать дальнейшей диверсификации базы инвесторов. Предпочтение, отдаваемое размещению первого транша через синдикаты, определяется уверенностью в том, что это наиболее действенный способ одновременно обеспечить значительный объем размещения (который более чем в 10 раз превышает ориентировочные объемы аукционов, проводившихся в 1998 году) и эффективное и контролируемое установление цен. Кроме того, это способствует формированию широкой и диверсифицированной базы инвесторов, особенно в рамках зоны евро, а также привлекает больше внимания к эмитенту и его долговым инструментам.

1054. Кроме того, синдицированная схема размещения позволяет использовать целевую ориентацию на конкретные группы инвесторов и стран. АУГД ведет пристальное текущее наблюдение за процессом формирования книги заказов для всех синдицированных выпусков, требуя от андеррайтеров раскрытия информации об инвесторах. Были разработаны новые схемы синдицирования, в которых придается все большее значение процессу формирования книги заказов. Позднее был проанализирован и стал применяться объединенный подход. Объединенная система означает, что все заказы централизуются и собираются в *одну* общую книгу, которая совместно используется банками, выступающими в качестве соорганизаторов при

---

<sup>77</sup> Характеристики казначейских облигаций Португалии оставались неизменными, а используемые условия соответствуют стандартам рынка долговых обязательств в евро.

размещении ценных бумаг, в отличие от традиционного синдицирования, когда такие банки ведут отдельные книги заказов. Распределение облигаций в рамках общей книги заказов может затем проводиться независимо от того, из какого банка, выступающего в качестве соорганизатора при их размещении, поступил заказ. Это дает АУГД возможность регулировать распределение в соответствии с конкретными заданными целевыми показателями состава инвесторов. Размер комиссии для банков устанавливается заранее, и конечное распределение облигаций на нем не сказывается.

1055. На роль андеррайтеров синдицированных выпусков могут приглашаться только первичные дилеры (13 банков). Такая привилегия представляет собой не только вознаграждение за их обязательства в отношении рынка ОТ, но и признание того, что они являются финансовыми посредниками, которые лучше всего знают состав инвесторов ОТ.

1056. После размещения первого транша ОТ посредством процесса синдицирования общий объем выпуска увеличивается через аукционы<sup>78</sup>. Электронные аукционы с множественными ценами проводятся ориентировочно раз в месяц (и не каждый месяц). В 2000 году произошли радикальные изменения в техническом обеспечении аукционов. Система факсимильной связи, ранее использовавшаяся для подачи заявок, была заменена электронной системой аукционов Bloomberg (BAS). BAS позволяет участникам аукционов вводить и обновлять заявки до крайнего (строго контролируемого) срока подачи заявок, а также иметь возможность более быстро получать информацию о результатах аукциона, и таким образом, подвергаться меньшим рискам. Возможность отслеживать поступление заявок в режиме реального времени позволяет эмитенту сократить время, необходимое для принятия решения о распределении ценных бумаг по каждому аукциону. В настоящее время средний

---

<sup>78</sup> В 1999 году объем аукционов уже в три раза превышал объем проводившихся ранее аукционов; в 2000 году средний объем возрос в пять раз по сравнению с 1998 годом, а за период с 1998 по 2001 год он увеличился в шесть раз.



временной интервал между крайним сроком подачи заявок и объявлением результатов аукциона участникам составляет менее пяти минут<sup>79</sup>.

1057. Расчет по операциям на первичном рынке осуществляется через эффективные и получившие международное признание центральные депозитарии ценных бумаг (Euroclear и Clearstream), что делает возможным проведение расчетов со стандартными циклами как для внутренних, так и для внешних инвесторов.

### **Вторичный рынок государственных ценных бумаг**

1058. Развитие эффективного первичного рынка казначейских облигаций должно подкрепляться эффективным вторичным рынком. В 1999 году был создан специальный рынок государственных долговых обязательств, MEDIP (португальское сокращение, означающее «специальный рынок государственных долговых обязательств»), призванный быть регулируемым рынком в соответствии с Директивой об инвестиционных услугах. Для обеспечения эффективной и конкурентной среды была выбрана система электронных торгов (MTS-Portugal), основанная на платформе MTS<sup>80</sup>. После создания MEDIP на вторичном рынке одновременно существует три сегмента:

- валютный рынок, структура операций на котором в основном ориентирована на розничный сегмент и торговлю небольшими лотами [торговля в этом сегменте

---

<sup>79</sup> Аукционы по ОТ Португалии включают конкурентный этап (к участию в котором допускаются все первичные дилеры и другие участники аукционов), а также неконкурентный этап. Перед началом каждого квартала АУГД публикует календарный график проведения аукционов, однако ориентировочные объемы аукционов утверждаются лишь незадолго до их проведения. Как правило, используется заранее выбранный день месяца. Каждое учреждение может подавать до пяти заявок, общая сумма которых не может превышать сумму, объявленную для размещения на конкурентном этапе аукциона. Учреждения-участники информируются о принятых заявках и общих результатах сразу же после закрытия аукциона (в среднем через две–три минуты после крайнего срока подачи заявок). Общие результаты аукциона также немедленно объявляются всем участникам рынка через страницы АУГД на сайтах REUTERS (IGCP04) и Bloomberg (IGCP). Подписка на неконкурентный этап аукциона производится по самой высокой доходности, предложенной в удовлетворенных на конкурентном этапе заявках. Максимальная сумма, на которую может подписаться каждый первичный дилер на неконкурентном этапе, соответствует процентной доле его участия в конкурентном этапе трех предшествующих аукционов по облигациям, считая только ту сумму, которая была размещена через первичных дилеров.

<sup>80</sup> Введена в действие в июле 2000 года.

производится на Euronext-Lisbon], а его участниками являются те, кто имеет доступ к данному рынку;

- внебиржевой рынок, который должен обеспечивать максимальную гибкость с точки зрения проведения и регистрации операций;
- MEDIP, который призван централизовать оптовые операции, предлагая наиболее эффективные условия проведения операций такого типа, и важнейшими участниками которого являются первичные дилеры.

1059. Создание MEDIP и введение электронных торгов были решениями, которые способствовали финансовой интеграции при сохранении национального «местонахождения» оптового рынка казначейских долговых обязательств. Поэтому образование MEDIP/MTS-Portugal стало важным и определяющим шагом на пути совершенствования рынка государственных долговых обязательств Португалии, шагом, способствующим его эффективной интеграции в финансовый рынок евро, а также в широкий глобальный рынок в целом. Этот шаг, предпринятый совместно эмитентом и первичными дилерами, стал кульминационной точкой стратегии, реализация которой заняла почти три года. Постоянный диалог, который отражает важнейшую роль первичных дилеров в развитии вторичного рынка, был отличительной особенностью данного процесса, который, в частности, привел к тому, что для использования была выбрана наиболее адекватная электронная система торговли.

1060. Поскольку MEDIP является регулируемым рынком, условия допуска и котировки, его правила работы и кодекс поведения носят недискриминационный характер и подлежат утверждению Комиссией по рынку ценных бумаг Португалии (CMVM). Данный рынок призван обеспечить проведение оптовых операций за счет собственных средств между специалистами. В нем используется система торговли без раскрытия информации об участниках на базе электронной платформы MTS-Telemático, которой управляет MTS-Portugal — акционерная компания, зарегистрированная в соответствии с португальским законодательством и находящаяся под надзором CMVM<sup>81</sup>.

1061. Рынок MEDIP опирается на обязательства маркет-мейкеров, расчеты производятся в системах Euroclear/Clearstream, и обеспечивается доступ к механизмам проведения операций РЕПО в рамках EuroMTS/MTS-Italy. Стороны, не являющиеся участниками рынка, получают информацию о ценах в режиме реального времени по каналам Reuters, а ежедневный рыночный бюллетень публикуется в Интернете. Маркет-мейкеры обязаны выставлять твердые котировки на покупку и продажу для определенного набора ликвидных ценных бумаг в рамках ограничений на

---

<sup>81</sup> Акционерами MTS-Portugal являются АУГД (15 процентов), MTS S.p.A. (15 процентов) и первичные дилеры (в сумме — 70 процентов).

максимальные спреды (в пределах от пяти до десяти базисных пунктов в зависимости от вида ценной бумаги и срока погашения) и минимальные размеры лотов. Рыночные дилеры могут только принимать цены маркет-мейкеров. Первичные дилеры должны выступать в качестве маркет-мейкеров, тогда как другие участники могут действовать либо как маркет-мейкеры, либо как рыночные дилеры. Цены, сформировавшиеся на MEDIP, используются в качестве справочных для целей установления стоимостных показателей в привязке к рынку.

### **Стратегическая роль первичных дилеров**

1062. Управление государственным долгом Португалии опирается на ключевую роль первичных дилеров. Система первичных дилеров была введена в Португалии в 1993 году, но лишь в 1998 году роль первичных дилеров действительно приобрела новый стратегический аспект. К тому времени были определены новые правила отбора с тем, чтобы ограничить участие каждой из крупных отечественных банковских групп только одним учреждением, тем самым стимулируя формирование критической массы отечественных операторов. В 1998 году этот статус был также впервые предоставлен банкам-нерезидентам. После 1999 года первичные дилеры стали основным каналом для распространения долговых обязательств Португалии, и была создана сеть для систематического распространения этих обязательств в рамках зоны евро.

1063. Статус «первичного дилера» предоставляется на периоды, совпадающие с календарными годами, и может ежегодно продлеваться, что определяется выполнением ряда обязанностей. Для того чтобы получить статус первичного дилера, банк должен выполнять определенный набор обязательств по отношению к рынку и эмитенту<sup>82</sup>, а именно, им должны быть достигнуты минимальные квоты на первичном

---

<sup>82</sup> Обязанности первичных дилеров:

- активно участвовать в аукционах по облигациям, направляя заявки и подписываясь не менее чем на 2 процента от объема эмиссии, размещаемого на конкурентном этапе аукционов;
- активно участвовать в операциях на вторичном рынке государственных долговых ценных бумаг Португалии, обеспечивая ликвидность таких инструментов;
- участвовать в операциях оптового электронного рынка (MEDIP/MTS-Portugal) в качестве маркет-мейкера, поддерживая долю своего участия на уровне не менее 2 процентов от оборота этого рынка за предшествующие два года;
- участвовать в качестве акционера в управляющей компании MEDIP/MTS-Portugal;
- выступать в качестве привилегированных консультантов эмитента по вопросам текущего наблюдения за финансовыми рынками.

(continued...)

и вторичном рынках. Кроме приглашений выступать в качестве андеррайтеров синдицированных выпусков, первичным дилерам также предоставляется исключительный доступ к неконкурентным аукционам<sup>83</sup>. Приобретающее все большее значение прямое взаимодействие между эмитентом и конечными инвесторами также осуществляется в сотрудничестве с первичными дилерами.

1064. Опираясь на заслуживающую доверие и относительно стабильную группу первичных дилеров, которые располагают признанными возможностями распространения долговых ценных бумаг (как в рамках зоны евро, так и во всем мире) и приняли на себя долгосрочные обязательства по развитию португальского рынка таких инструментов, АУГД установило длительные партнерские связи для постоянного распространения долговых обязательств Португалии и создания ликвидного и эффективного оптового вторичного рынка.

---

Права первичных дилеров:

- участие в конкурентном этапе аукционов по облигациям и исключительный доступ к неконкурентному этапу;
- преимущества при формировании синдикатов;
- доступ к механизмам, созданным АУГД для поддержки рынка, а именно к механизму РЕПО для использования в случае невозможности привлечения средств иным способом;
- контрагент, которому отдается предпочтение при проведении операций по активному управлению государственным долгом;
- привилегированный голос в рассмотрении вопросов, представляющих общий интерес.

<sup>83</sup> Еще одна группа банков — прочие участники рынка — также может допускаться к аукционам, однако они не имеют права участвовать в неконкурентных аукционах.

#### XIV. СЛОВЕНИЯ<sup>84</sup>

1065. После обретения независимости в 1991 году и в течение первой половины 1999-х годов прилагались усилия для восстановления доступа Словении к международным финансовым рынкам. Эта деятельность включала принятие Словенией части внешнего долга бывшей Югославии, а также устойчивое продвижение по пути восстановления банковской системы и реструктуризации различных предприятий. С учетом того что до 1997 года сохранялся профицит бюджета, деятельность по управлению долгом была сосредоточена на получении доступа к заимствованиям на различных финансовых рынках. Операции заимствования начались на внутреннем рынке с краткосрочных займов для управления ликвидностью, затем были продолжены в 1996 году первым выпуском еврооблигаций на евровалютном рынке и в 1997 году — выпуском индексированных по темпам инфляции облигаций и займов на внутреннем рынке.

1066. Когда появился относительно небольшой дефицит бюджета, основной целью стало развитие внутреннего рынка долговых обязательств, главным образом облигаций, для финансирования бюджета и других долговых обязательств, возникших до 1996 года в процессе принятия обязательств бывшей Социалистической Федеративной Республики Югославии (СФРЮ), и для покрытия программ восстановления реального и банковского секторов экономики.

1067. Развитие внутреннего рынка долговых обязательств стало одной из первоочередных задач в деле обеспечения своевременного привлечения финансирования в национальной валюте и уменьшения макроэкономического риска, связанного с финансированием дефицита бюджета за счет внешнего долга. Решение этой задачи недавно облегчилось ввиду отмены мер контроля за операциями с капиталом и увеличения прямых иностранных инвестиций. Растущая емкость рынка государственных заимствований совсем недавно позволила проводить операции по активному управлению долгом с целью снизить общие затраты по портфелю. Кроме того, прилагались усилия по повышению прозрачности и степени реализуемости инструментов, чтобы увеличить емкость и ликвидность вторичного рынка. В данном направлении еще одной приоритетной задачей было построение кривой доходности для формирования цен на другие инструменты рынка.

---

<sup>84</sup> Данное целевое исследование подготовили Станислава Задравец К., Гонзало Каприроло и Андрей Клеменчич из Департамента управления государственным долгом Министерства финансов.

## **А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы**

### **Цели**

1068. Основным принципом, лежащим в основе деятельности по управлению долгом, является согласование целей минимизации стоимости заимствования в долгосрочной перспективе и достижения такой структуры сроков погашения, которая обеспечивает экономически приемлемый уровень риска рефинансирования долга, а также валютной и процентной структуры, минимизирующей подверженность валютному, процентному и другим рискам.

1069. В 1998 году была впервые принята годовая Программа финансирования бюджета центрального правительства (далее — Программа финансирования), в которой сформулированы основные задачи — как стратегические, так и текущие — и целевые показатели управления долгом. Эти основные руководящие принципы были подкреплены Законом о государственных финансах, вступившим в силу в октябре 1999 года.

1070. Стратегические цели включают, помимо обеспечения достаточного и своевременного финансирования бюджета, минимизацию затрат, максимальное использование внутреннего рынка для финансирования, предотвращение эффектов вытеснения или искажающих воздействий на рынок, расширение базы как внутренних, так и иностранных инвесторов, минимизацию процентного риска, минимизацию валютного риска за счет дальнейшего увеличения доли евро в валютной структуре внешнего долга и минимизацию риска инфляции для долга в национальной валюте путем широкого использования номинальных процентных ставок.

1071. Текущие цели включают определение соотношения краткосрочного и долгосрочного финансирования в соответствии с точкой зрения на структуру сроков погашения портфеля; определение доли внешнего заимствования/заимствования в иностранной валюте в общем объеме заимствований, в соответствии со стратегией придания приоритетной роли внутреннему рынку; определение структуры используемых инструментов, включая доли долга с фиксированной и плавающей ставкой и долга, индексированного по валютному курсу, в соответствии со стратегическим курсом на преимущественное использование инструментов с номинальными ставками и с учетом соображений, касающихся затрат и рисков.

### **Сфера охвата**

1072. Управление долгом охватывает все прямые финансовые обязательства центрального правительства. Годовая Программа финансирования предусматривает объем привлечения средств, который определяется годовым бюджетом и равен сумме дефицита и обязательств по погашению долга в данном бюджетном году. Она

устанавливает объемы займов как в национальной, так и в иностранной валюте, которые координируются в рамках данной программы. Выбор рынка задается в форме минимального объема внутренних и максимального объема внешних заимствований, а также максимального объема краткосрочного и минимального объема долгосрочного финансирования.

1073. Департамент управления государственным долгом (ДУГД) в составе Министерства финансов выполняет также центральные административные и контрольные функции в отношении долга так называемых образований государственного сектора, задолженность которых представляет собой условные обязательства центрального правительства, и в отношении выдачи государственных гарантий.

### **Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой**

1074. Существует четкое правовое, нормативное и фактическое разграничение целей и ответственности в сфере политики управления долгом и денежно-кредитной политики. Банк Словении, центральный банк страны, является независимым учреждением, не входящим в состав правительственных исполнительных органов. Закон запрещает правительству получать займы у Банка Словении, однако последний управляет валютными резервами и является платежным агентом правительства в части валютных платежей, депозитарием по наличным депозитам в иностранной валюте и, совместно с коммерческими банками, депозитарием по депозитам в национальной валюте.

1075. По завершении подготовки проекта годовой Программы финансирования она обсуждается в составе пакета документов по налогово-бюджетной политике и представляется Банку Словении, чтобы он мог высказать свои замечания и предложения (не имеющие обязательной силы). Координация мер происходит в рамках среднесрочного налогово-бюджетного сценария.

1076. Кроме того, во время подготовки годовой Программы финансирования Министерство финансов и Банк Словении обсуждают общее состояние ликвидности в экономике. Управляющие долгом обмениваются информацией о текущих и будущих потребностях правительства в финансировании, а также об их динамике в течение года. Министерство финансов заранее информирует Банк Словении о своих планах по привлечению займов, после чего Банк Словении предоставляет информацию о состоянии рынка.

1077. Должностные лица Министерства финансов и центрального банка регулярно проводят встречи, на которых они без формальной повестки дня обсуждают технические аспекты реализации проводимой ими политики в соответствующих областях.

1078. В рамках официального соглашения между Министерством финансов и Банком Словении Министерство ежемесячно представляет прогнозы двух типов. Первый — это прогноз ежедневных кассовых потоков по всем статьям государственных доходов и расходов на три месяца вперед. Второй прогноз содержит ту же информацию на один месяц вперед, но пересмотренную с учетом последних данных и потому более точную. В то время как трехмесячный прогноз дает ориентиры в отношении будущей динамики средств на счетах правительства, второй прогноз содержит обновленную и пересмотренную информацию.

1079. В составе Министерства финансов действует «комитет по ликвидности», который проводит еженедельные заседания и отслеживает ситуацию с ликвидностью за месяц и определяет необходимые действия в отношении финансирования и управления расходами бюджета. Постоянными членами этого комитета являются представители департаментов бюджета, налогов и пошлин, управления долгом и управления ликвидностью. Министерство финансов уведомляет центральный банк о прогнозах ликвидности в области бюджета и изменениях за месяц, а Банк Словении предоставляет Министерству финансов необходимую информацию о состоянии ликвидности рынка.

### **Прозрачность и подотчетность**

1080. Проводится регулярное объявление целей Программы финансирования, а также ее результатов. Форма этих отчетов предусматривает отдельное представление целей, а по каждой цели, если возможно, — сведений о ее реализации. Эти документы доступны и для финансового сообщества, и для широкой общественности. Цели и инструменты политики управления долгом раскрываются в годовой Программе финансирования и других документах по экономической политике, включая макроэкономические и налогово-бюджетные сценарии. Эти документы постоянно размещены на веб-сайтах Министерства финансов<sup>85</sup> и других органов государственного управления. Кроме того, на веб-сайте Министерства финансов постоянно размещен Бюллетень государственных финансов, который ежемесячно обновляется. Он содержит данные о финансовых счетах сектора государственного управления и центрального правительства, государственном долге и действующих гарантиях.

1081. Годовой отчет об управлении долгом публикуется после того, как его принимает правительство. Этот отчет включает информацию о выполнении стратегических целей управления долгом; описание выпущенных долговых инструментов и затрат, с анализом затрат; анализ изменений в портфеле долговых

---

<sup>85</sup> <http://www.sigov.si/mf/angl/apredmf1.html>



обязательств центрального правительства и его динамики; информацию о долге сектора государственного управления и государственного сектора, а также о долге, гарантированном центральным правительством; наряду с данными о запасах и потоках долговых обязательств и о долговых инструментах и кратким сопоставлением данных по долгу с другими странами. Кроме того, Министерство финансов публикует ежемесячную информацию о структуре долгового портфеля в Бюллетене государственных финансов.

1082. В Словении принята практика законодательного утверждения бюджетов на текущий и следующий год и представления Парламенту и широкой общественности доклада о среднесрочной налогово-бюджетной стратегии. Размер долга и прогнозы его обслуживания постоянно включаются в документы по экономической политике. Банк Словении ежемесячно представляет график обслуживания совокупного внешнего долга.

1083. Прозрачность операций на внутреннем рынке обеспечивается за счет набора стандартизированных инструментов, которые предлагаются в соответствии с календарным графиком эмиссии облигаций и векселей, и подкрепляется общедоступностью результатов аукционов, которые публикуются на веб-сайте Министерства финансов. Выпускаемые бумаги котируются на Люблянской фондовой бирже. Котировки по казначейским векселям, торгуемым на внебиржевом рынке, могут быть получены через маркет-мейкеров. Дополнительные меры по уменьшению неопределенности для участников внутреннего рынка принимаются посредством контактов со всеми важными инвесторами на внутреннем финансовом рынке. Прозрачность деятельности по эмиссии ценных бумаг внутри страны является стратегической целью и призвана способствовать стабилизации и углублению рынка государственных ценных бумаг.

1084. Министерство финансов стремится поддерживать информированность международного инвестиционного сообщества, для чего оно предоставляет максимальный объем рейтинговой информации по облигациям и поддерживает контакты с инвестиционным сообществом в пределах своих возможностей. Прозрачность, подконтрольность и надежность выпусков долговых обязательств, а также рыночный подход к этой деятельности были и остаются первоочередными целями политики Словении с начала распада бывшей СФР Югославии.

1085. Порядок налогообложения государственных ценных бумаг в ясной форме раскрывается в проспектах эмиссии по каждой ценной бумаге. Эти проспекты не только предоставляются инвесторам, но и распространяются среди широкой общественности.

1086. Деятельность по управлению долгом подлежит ежегодной проверке Счетным судом — независимым ревизионным учреждением, которое проверяет органы

государственного управления и образования государственного сектора. Результаты проверки операций финансирования публикуются в соответствии с парламентской процедурой как составная часть регулярного аудита бюджета. Для того чтобы Парламент мог утвердить отчет об исполнении годового бюджета центрального правительства, по законодательству требуется проведение аудита бюджета.

### **Правовая основа**

1087. Правовой основой для государственного заимствования и выдачи гарантий является статья 149 Конституции Словении, которая гласит: «Государство вправе осуществлять заимствования или гарантировать кредиты только на условиях, определяемых законом».

1088. Основа для заимствований центрального правительства определена Законом о государственных финансах<sup>86</sup>, в котором закреплены:

- определение заимствований центрального правительства и заимствований для поддержания ликвидности;
- метод определения верхних пределов его заимствований;
- элементы управления долгом;
- документы, на которых основывается проведение операций или программ заимствований;
- правила привлечения займов местными органами управления, внебюджетными фондами и образованиями государственного сектора.

1089. В Законе об исполнении годового бюджета раскрываются номинальные верхние пределы (квоты) заимствований и предоставления гарантий центральным правительством, а также заимствований государственных образований.

1090. После принятия Закона об исполнении годового бюджета правительство утверждает годовую Программу финансирования, представленную Министерством финансов, в которой определяются основные руководящие принципы политики и стратегия заимствования. Это включает цели, операции, выбор инструментов, динамику и выбор рынка. В случае серьезных отклонений от предполагаемого развития событий на рынке или других неожиданных событий в программу могут вноситься поправки с использованием той же процедуры, что и для принятия Программы финансирования. При подготовке программы, которая включает динамику заимствований, учитывается валютная структура и емкость внутреннего рынка, при этом преследуется цель удовлетворения большей части потребности в заимствованиях внутри страны и развития внутреннего рынка, чтобы минимизировать

---

<sup>86</sup> Более подробное описание правовой основы см. в приложении к данному отчету.

макроэкономический риск и риск финансирования. Кроме того, ставится цель добиться нейтральности воздействия Программы финансирования на денежно-кредитную сферу и в то же время оптимизировать валютный риск.

1091. Руководящие принципы политики, включаемые в годовые Программы финансирования, с течением времени развивались и превратились из документа, в котором определялись лишь типы инструментов и динамика заимствований, в более стратегический документ, устанавливающий цели и меры политики и их сочетание. Такое изменение объясняется в значительной степени тем, что существующей правовой основой, регулирующей деятельность по управлению долгом, не устанавливаются цели политики управления долгом. Поэтому годовая программа заимствований в настоящее время ставит целью заполнить существующий правовой вакуум и избежать нежелательных соотношений между затратами и рисками. Однако, принимая во внимание продолжительность периода действия финансовой программы (один год), лишь согласованные меры политики могут гарантировать, что затратам будет отдан приоритет по сравнению с рисками и будет сохранен надлежащий баланс между ними.

### **Институциональная основа и внутренняя организация**

1092. Согласно Закону о государственных финансах, вся ответственность за заимствования и управление долгом центрального правительства возложена на Министерство финансов.

1093. В части управления долгом организационная структура определяется правительственным указом, который устанавливает функции, обязанности, организационную структуру департаментов и описание основных задач для каждого служащего центрального правительства. В состав Министерства финансов входят три департамента, отвечающих за привлечение заемных средств и/или управление долгом.

- *Международный департамент* отвечает за привлечение займов от международных финансовых организаций (таких как МБРР, ЕИБ, ЕБРР). Значение этого источника финансирования устойчиво снижается, и в 2002 году на него будет приходиться примерно 1,5 процента общего объема финансирования.
- *Департамент управления ликвидностью* отвечает за привлечение краткосрочных внутренних займов и управление ими, а также за управление кассовыми средствами.
- *Департамент управления государственным долгом (ДУГД)* отвечает за выполнение годовой программы заимствований и управление долгом центрального правительства (долгосрочным внутренним и внешним долгом). ДУГД также выполняет функции отдела обработки документации в части учета и платежных поручений. Другая его задача — вести статистику долга и разрабатывать долгосрочные и краткосрочные прогнозы обслуживания долга для целей бюджета

и управления ликвидностью. ДУГД готовит регулярные отчеты по долгу и отчеты о выполнении программы заимствований (Программы финансирования). Кроме того, Департамент управления государственным долгом и Департамент управления ликвидностью размещают и обновляют информацию об относящихся к их ведению компонентах долга и долговых инструментах на веб-сайте Министерства финансов, а ДУГД поддерживает контакты с рейтинговыми агентствами и предоставляет им информацию в стандартном формате. Он также сотрудничает с этими агентствами и получает составляемые ими доклады. Наконец, ДУГД несет ответственность за утверждение и текущий контроль заимствований государственного сектора и государственных гарантий, выдаваемых министром финансов.

1094. В состав ДУГД входят различные подразделения, выполняющие разные функции и обязанности и имеющие отдельные линии подчинения. Операционный отдел отвечает за осуществление операций на финансовых рынках, включая проведение аукционов и управление другими формами заимствований, и всех прочих операций финансирования. Отдел обработки документации занимается расчетами по операциям и ведением финансового учета. Создан (но еще не приступил к работе) обособленный промежуточный отдел, или отдел управления рисками, для проведения анализа рисков, текущего контроля за рисками, связанными с портфелем, и представления отчетности по ним, а также для оценки результатов работы управляющих долгом относительно стратегических контрольных показателей. Статистическое подразделение составляет отчеты и необходимые прогнозы, в том числе связанные с управлением долгом, краткосрочные прогнозы ликвидности и прогнозы для подготовки бюджета, а также управляет базой данных по долговым обязательствам, которая используется отделом обработки документации как для проведения расчетов, так и для ведения учета по конкретным долговым обязательствам. В состав Департамента управления ликвидностью входят два подразделения — подразделение прогнозирования бюджетной ликвидности и подразделение денежного рынка. Этот департамент осуществляет эмиссию и погашение казначейских векселей и других краткосрочных инструментов, а также ведет учет по ним.

1095. Внутреннее управление ДУГД осуществляется по категориям используемых инструментов как в подразделении по управлению долгом (операционном отделе), так и в подразделении по управлению операциями (отделе обработки документации). Это следующие категории инструментов: внутренние облигации, внешние облигации, внутренние займы, внешние займы и предоставление гарантий. За исключением гарантий, в случае которых поддерживаются частые рабочие контакты с отраслевыми министерствами, взаимодействие в работе внутри департамента идет в направлении от операционного отдела к отделу обработки документации, а затем к подразделениям статистики и анализа.

1096. Координация деятельности и обмен информацией между департаментами по управлению долгом и другими департаментами Министерства финансов происходит в различных формах: в рамках формальной внутренней организации Министерства финансов (комитетов) и в процессе совместной работы, организованной на основе отдельных проектов — сбора и обновления информации, исполнения бюджета, управления долгом и программными системами бухгалтерского учета. Связь с подготовкой бюджета осуществляется в соответствии с графиком подготовки бюджета. Связь с общей бухгалтерией поддерживается постоянно и базируется на стандартном прикладном программном обеспечении, связывающем ведение учета с процессом исполнения бюджета и пользователями бюджетных средств. Это программное обеспечение должно предоставлять основу для текущего контроля за исполнением бюджета, в том числе для целей дальнейшего бюджетного планирования.

1097. В рамках Министерства финансов ДУГД, департаменты управления ликвидностью, исполнения бюджета, налогов и пошлин еженедельно оценивают краткосрочную ситуацию с ликвидностью (на месяц) и определяют конкретную тактику управления ликвидностью. На ежемесячных совещаниях перечисленные департаменты анализируют прогнозы на три месяца и возможные варианты развития событий и предлагают необходимые меры.

1098. Текущее распределение и организация работы являются результатом исторического развития и роста министерства финансов. Несмотря на то что функции привлечения займов сосредоточены по трем подразделениям Министерства финансов, существует разумная степень координации между ними, и их мандаты определены достаточно четко. При этом недостатком существующего институционального механизма является отсутствие централизованного директивного органа, что в некоторой степени мешает процессу планирования долга, процессу управления долгом и выполнению операций, необходимых для управления долгом.

1099. В настоящее время рассматривается вопрос о создании обособленного органа управления долгом, который полностью взял бы на себя управление долгом центрального правительства, а Министерство финансов изучает целесообразность создания для управления государственным долгом либо независимого ведомства, либо отдела в составе Министерства с целью:

- централизации операций по привлечению займов и управлению долгом;
- повышения ответственности за проведение этих операций;
- определения ясной и поддающейся количественному измерению цели управления долгом, которая стала бы основой для делегирования полномочий и ответственности;
- защиты деятельности по управлению долгом от политического влияния и вмешательства других учреждений;

- упрощения процедур обеспечения современными информационными технологиями и кадрами, обладающими специальными знаниями, которые необходимы для высокого уровня управления долгом и для минимизации операционных рисков; а также для повышения возможностей этого органа гибко реагировать на изменения на рынке и на запросы его участников.

1100. Официальная координация деятельности с Банком Словении отсутствует. Министерство финансов имеет представителя в Совете директоров Банка Словении со статусом наблюдателя. На уровне департаментов (техническом уровне) функциональные подразделения, занятые в сферах управления долгом и ликвидностью, проводят регулярные рабочие совещания с соответствующими должностными лицами центрального банка; эти совещания по возможности проводятся ежемесячно.

### **Информационные системы**

1101. С 1995 года Министерство финансов Словении занималось самостоятельной разработкой базы данных по долгу. В настоящее время эта база данных обеспечивает безопасное и надежное обслуживание долга и является точным инструментом для регистрации конкретных долговых обязательств и управления ими, а также надежной базой для подготовки статистики и систематизации данных для анализа. Первоначальная разработка базы данных была частично профинансирована Всемирным банком. Планы дальнейшего развития базы данных с введением в нее процедур расчета кассовых потоков, модуля прогнозирования и возможностей для имитационного моделирования портфелей реализуются довольно медленно, в основном по причине ограниченного финансирования. Эта база данных должна быть полностью интегрирована в государственную систему исполнения бюджета и бухгалтерского учета.

1102. Сохранение данных в электронной форме дополняется хранением юридической и бухгалтерской документации в бумажном виде. Компьютерная система непрерывно выполняет резервное копирование данных. Реализована и частично используется возможность хранения документов и информации на компакт-дисках. Работа этой системы подвергается тщательной проверке в ходе каждой экспертизы, предваряющей эмиссию международных облигаций. Отдел обработки документации осуществляет свою деятельность независимо от операционного отдела, и действует четкая внутренняя процедура пересылки деловой документации.

### **Персонал**

1103. В рамках установленных для государственного аппарата в целом политики и нормативов в области кадров и оплаты труда Министерство финансов и Департамент стараются смягчить проблему низкой мотивационной значимости заработной платы,

главным образом путем повышения привлекательности работы за счет функционального обучения на рабочем месте, проводимого руководящими сотрудниками. Принятие этого решения объясняется тем, что оно влечет за собой возможности продвижения по службе специалистов по управлению долгом, активную политику и поддержку обучения в аспирантуре благодаря предоставлению для этой цели отпусков и, в большинстве случаев, внесению платы за обучение. Министерство финансов и Департамент делают все возможное для предоставления специализированного обучения за счет проводимых в стране и за рубежом семинаров, практических занятий и иных аналогичных мероприятий. В 2001 году сотрудники ДУГД участвовали в обучающих мероприятиях вне Департамента в общей сложности 84 дня, примерно на 30 процентов выше среднего уровня по Министерству финансов, что является довольно значительной цифрой, учитывая также постоянное техническое обучение в связи с процессом подготовки к вступлению в ЕС. Кроме того, ведется работа по развитию профессиональной ответственности младших сотрудников через систему наставников. Тем не менее текучесть обученных кадров, особенно сотрудников операционного отдела, является постоянным фактором, сдерживающим повседневную работу и, что важнее всего, дальнейшее развитие данного направления.

1104. На сотрудников, занятых в сфере управления долгом, распространяется общий кодекс поведения государственных служащих, включающий правила в отношении конфликтов интересов. Эти правила дополнительно конкретизированы для сотрудников Министерства финансов во «Внутренних правилах относительно особых условий деятельности сотрудников Министерства финансов». В них подробно описываются правила ведения сотрудниками личных финансовых дел. В самом департаменте действует неписаный кодекс поведения, который применяется в отношении контактов с финансовыми организациями и средствами информации.

## **В. Оценка затрат и рисков и управление ими**

1105. Основная часть долга центрального правительства Словении является результатом принятия доли внешнего долга бывшей Югославии и операций по восстановлению банковского сектора и реструктуризации предприятий. Автономный рост задолженности в результате индексации основной суммы — второй важнейший фактор, определяющий рост долга. К другим факторам относятся изменения валютного курса и финансирование дефицита бюджета, которые вносят наименьший вклад в увеличение размера долга.

1106. Что касается внешнего долга, то объявленное правительством уже на раннем этапе принятие в наследство суверенных долговых обязательств позволило восстановить доступ страны к международным рынкам капитала и создало возможность управления рисками, присущими портфелю внешних долговых обязательств, и их снижения. Восстановление связей с международными финансовыми рынками имело решающее значение для обеспечения нормального функционирования

экономики (то есть финансирования внешней торговли и доступа частного сектора к международным кредитам).

1107. Операции с внешним долгом были нацелены на реструктуризацию унаследованного и нерыночного дорогостоящего долга путем размещения долгосрочных ценных бумаг (сроком 10 лет), выраженных в евро, который после вступления Словении в Европейский валютный союз станет национальной валютой Словении. Эти операции были направлены в основном на сокращение риска рефинансирования для структуры совокупного долга (долга государственного и частного секторов) и риска возможного кризиса платежного баланса. Кроме того, они были направлены на создание контрольного ориентира для словенских заемщиков на международном рынке (рынках).

1108. Что касается внутреннего долга, то бóльшая часть первоначально выпущенных долговых обязательств приходилась на выпуски облигаций, связанные с восстановлением банков и реструктуризацией предприятий. Правительство в административном порядке разместило индексированные по темпам инфляции и валютному курсу облигации со сроками погашения от 5 до 22 лет. Эта стратегия, снизившая риск рефинансирования и масштабы использования иностранных кредитов, учитывала условия небольшого развивающегося внутреннего финансового рынка.

### **Стратегии управления долгом**

1109. В рамках объема финансирования, устанавливаемого годовым бюджетом, главный принцип, лежащий в основе деятельности по управлению долгом, заключается в согласовании целей минимизации стоимости заимствования в долгосрочной перспективе и достижения структуры сроков погашения, которая обеспечивает экономически приемлемый уровень риска рефинансирования долга, а также цели формирования такой валютной и процентной структуры, которая минимизирует подверженность валютному, процентному и другим рискам.

1110. При принятии решений по годовым программам финансирования Министерство финансов стремится минимизировать риск пролонгации долга и оптимизировать рыночный риск, а также принимает во внимание желаемую валютную нейтральность заимствований. При привлечении внешних займов Министерство финансов стремится обеспечить максимальное присутствие на рынке и расширение базы инвесторов, выбирая в основном евровалютный рынок, поскольку на этом рынке Словения лучше известна как эмитент и как социально-экономическое образование, чем на других рынках. В то же время этот рынок наиболее нейтрален с точки зрения валютного риска, поскольку две трети объема внешней торговли Словении приходится на Европу, а евро должен в будущем стать валютой Словении.



1111. При определении источника заимствований основное внимание уделяется тому, чтобы отдавать высокий приоритет внутреннему рынку, не нарушая при этом его конъюнктуру и не вытесняя с него частный сектор. На внешние заимствования также наложены максимально возможные ограничения, и допускается только привлечение средств для пролонгации внешнего долга и выплат процентов в иностранной валюте.

1112. Риски, присутствующие в структуре государственного долга, всегда тщательно отслеживаются и оцениваются. В контексте развития правовой и экономической системы Словении в связи с вступлением в Европейский союз (ЕС) принимаются организационно-правовые меры для устранения или хеджирования различных рисков. Министерство финансов непрерывно стремится к определенной степени стандартизации выпусков внутренних обязательств, которая обеспечит необходимый объем предложения на рынке. В настоящее время оно выпускает серию облигаций в словенских толарах с переменной ставкой и сроками погашения в 3 и 5 лет (переменная часть процентной ставки представлена темпами инфляции), 10-летние облигации, выраженные в евро, а также 3-, 6- и 12-месячные казначейские векселя с номинальной фиксированной процентной ставкой в соотношении, согласованном в годовой Программе финансирования, и с фиксированным графиком аукционов, что увеличивает прозрачность и предсказуемость их предложения. В 2002 году Министерство финансов начало выпуск 15-летних облигаций в евро и 3-летних облигаций в словенских толарах с номинальной фиксированной ставкой, чтобы заменить ими текущий выпуск 3-летних облигаций с переменной ставкой. Министерство финансов использует механизм доразмещения в тех случаях, когда это оправдано для создания ориентиров и/или с точки зрения затрат, как на внешнем, так и на внутреннем рынках.

1113. Финансовые возможности внутри страны ограничивались недостаточной емкостью финансового рынка, а до недавнего времени — и мерами контроля над операциями с капиталом (которые постепенно отменялись в период с 1999 года по 1 января 2002 года). Производство внешних портфельных вложений в страну было сопряжено с непомерно высокими издержками, что касалось любых долгосрочных и краткосрочных ценных бумаг без исключения. Таким образом, меры контроля над операциями с капиталом ограничивали участие иностранных инвесторов в работе рынка государственных ценных бумаг. В пределах таких ограничений проводились операции с целью финансировать потребности в заимствованиях, не прибегая к существенному увеличению внешнего долга и эмиссионному финансированию, которое затруднило бы достижение центральным банком своих целевых показателей в денежно-кредитной сфере (M1 до 1997 года, а затем M3). Начиная с 2002 года центральный банк использует двунаправленный подход к проведению денежно-кредитной политики. Первое направление по-прежнему сосредоточено на управлении денежной массой в широком определении и ее компонентами, а второе включает различные реальные и финансовые показатели, как внутренние, так и внешние.

1114. Каналы нерыночного финансирования используются для привлечения меньшей части краткосрочных заемных средств. Закон разрешает Министерству финансов требовать от государственных учреждений предоставлять свои кассовые излишки — по рыночным ставкам на момент операции — в распоряжение правительства под простые векселя вместо их размещения на открытом рынке. Заимствования у Банка Словении не разрешаются.

1115. Министерство финансов готовит годовые, квартальные, месячные и недельные прогнозы ликвидности. Управляющие ликвидностью и управляющие долгом, совместно с представителями департаментов исполнения бюджета и налогообложения, образуют постоянный рабочий орган в составе министерства — «Комитет по ликвидности», — который отслеживает постоянно корректируемые прогнозы и принимает решения о необходимых мерах. В непрерывном сотрудничестве с постоянным советником МВФ Министерство финансов совершенствует свои методы управления ликвидностью и бюджетом и систему прогнозирования доходов и расходов.

1116. Политика Министерства финансов заключается в том, чтобы обеспечивать устойчивое предложение долгосрочных и пропорционального объема краткосрочных бумаг, но ни в каких финансовых, налогово-бюджетных и других нормативных положениях не содержатся требования о покупке или хранении государственных ценных бумаг.

### **Основные риски портфеля долговых обязательств**

1117. В прошлом доля внешнего долга росла медленно, но постоянно. Это обусловлено главным образом тем фактом, что в процессе принятия обязательств бывшей СФРЮ Словения взяла на себя часть ее долга, на структуру которого (с точки зрения валюты, сроков погашения и процентных ставок) она не могла оказать никакого влияния и объем которого увеличивался. Однако доля внешнего долга возрастала также по причине ограниченного размера внутреннего финансового рынка, который до 2002 года не предоставлял возможности финансирования дефицита бюджета и рефинансирования выплат основной суммы в толарах путем привлечения займов только на внутреннем финансовом рынке.

1118. В составе используемых инструментов устойчиво растет доля ценных бумаг и уменьшается доля займов. Доля задолженности перед иностранными правительствами и наднациональными организациями также уменьшается, в то время как задолженность перед коммерческими банками и другими кредиторами растет. Обе эти устойчивые тенденции вызваны изменением стратегии и условий финансирования, как правило благодаря тому, что с 1996/1997 года Словения привлекает финансирование главным образом на финансовых рынках с использованием рыночных механизмов и инструментов.

1119. В структуре долга преобладают долгосрочные обязательства. К концу 2000 года долгосрочные долговые обязательства составляли 95,5 процента (по первоначальному сроку погашения) и 91,7 процента (по сроку, оставшемуся до погашения) совокупного долга. Эта структура показывает низкую подверженность риску рефинансирования, но в настоящее время отмечается быстрый рост внутреннего краткосрочного долга.

1120. Главное внимание уделяется рыночному риску. В частности, это означает снижение изменчивости затрат на обслуживание долга в национальной валюте и снижение влияния индексации на динамику объема долга. Цель и политика заключаются в том, чтобы постепенно изменить состав портфеля долговых обязательств за счет уменьшения доли обязательств, индексированных по темпам инфляции (путем прекращения выпуска таких обязательств с 2000 года), и замены долговых обязательств, индексированных по валютному курсу, на номинальные инструменты. Постепенно реализуется стратегия, предполагающая введение долговых инструментов с фиксированной ставкой и преобразование валютной задолженности в долг, выраженный в менее изменчивой валюте (евро).

1121. Большая часть риска внутреннего портфеля связана с преобладанием в нем долговых инструментов, стоимость которых в национальной валюте непостоянна. Наиболее рискованными являются инструменты, индексированные по темпам инфляции. Из-за высокой изменчивости инфляции и ее сравнительного высокого уровня в пределах 10 процентов эти инструменты существенно повлияли на рост долга.

1122. В структуре процентных ставок и типов инструментов с 1997 года наблюдается четкая тенденция, в частности, к уменьшению доли инструментов, привязанных к индексам, а также рост доли инструментов с фиксированной процентной ставкой. В валютной структуре отмечается быстрый рост доли евро при одновременном быстром падении доли доллара США. Тенденции, проявляющиеся в изменении структуры долга, в основном представляют собой следствие продвижения в направлении стратегических ориентиров и целей в сфере заимствования и управления долгом, и ожидается, что в будущем они сохранятся.

### **Анализ рисков, проведенный для разработки стратегии**

1123. Министерство финансов полагается на комплексное определение затрат, которое является основой для измерения риска. Затраты измеряются как приведенная стоимость затрат на обслуживание долга (выплаты основной суммы и процентные платежи), выраженных в национальной валюте. Риск измеряется разностью между приведенной текущей стоимостью в базовом сценарии и приведенной стоимостью в альтернативных сценариях, основанных на возможной иной динамике базовых переменных, определяющих затраты на обслуживание долга.

1124. Министерство проводит периодическую оценку риска, исходя из влияния изменений экзогенных переменных на структуру и стоимость портфеля долговых обязательств. За исключением казначейских векселей, которые представляют собой краткосрочные инструменты с фиксированной ставкой, стоимость инструментов зависит от изменения различных ценовых переменных (инфляция, процентная ставка или валютный курс). Поэтому для оценки подверженности портфеля риску важен анализ прошлой и будущей динамики различных цен и ее влияния на структуру и стоимость портфеля долговых обязательств. Министерство финансов полагается на собственные прогнозы и внешние прогнозы основных ценовых переменных и процентных ставок.

1125. Периодически проводится количественная оценка рыночного риска и риска рефинансирования. Рассчитывается эластичность стоимости портфеля по отношению к изменениям различных переменных, которая используется в качестве исходного параметра при реализации годовой стратегии заимствований, чтобы уменьшить рыночный риск. Проводится также оценка различных эмиссионных стратегий относительно желаемой структуры сроков погашения, как на внутреннем, так и на международном рынке. Выкупы также являются частью операций, проводимых для снижения рыночного риска и достижения желаемой структуры сроков погашения. Эти операции носят дискреционный характер и могут проводиться в течение всего года. Проводится анализ экономической приемлемости долга, а также оценка влияния обслуживания внешнего долга на устойчивость счета текущих операций.

1126. Для оценки среднесрочных затрат, риска рефинансирования и стратегии выпуска инструментов важно рассматривать в динамике происходящее развитие потребностей в заемных средствах и изменений в структуре сроков погашения (с учетом стратегий погашения и новых выпусков). Существующее в настоящее время программное обеспечение не позволяет использовать сложные статистические процедуры и методы моделирования. Анализ состоит главным образом в простом анализе сценариев. Министерство финансов находится в процессе совершенствования прикладных программ, работающих с базами данных, для текущей оценки риска. В настоящее время оно использует простые модели на базе электронных таблиц.

1127. Оценки емкости и развития внутреннего рынка и доступа к международным рынкам также являются принципиально важной частью определения затрат и риска и программы финансирования.

1128. Операционный риск не оценивается, но принимается во внимание в рамках постоянной работы, направленной на недопущение ошибок или сбоев на разных этапах проведения и учета операций. Прилагаются усилия по снижению операционного риска путем унификации правовых норм в отношении ответственности за исполнение бюджета и путем регулирования процедур. Ответственность за

управление долгом в рамках ДУГД разделена между операционным отделом и отделом обработки документации, которые выполняют разные функции и обязанности и имеют отдельные линии подчинения.

### **Контрольные показатели внутреннего долга**

1129. В настоящее время контрольные показатели результатов не используются. Министерство финансов не имеет явно определенного контрольного портфеля с установленными целевыми показателями. Вместе с тем меры долгосрочной политики следуют руководящим принципам политики, которые ставят целью достижение состава портфеля, обеспечивающего низкие затраты и ограничивающего риски. Меры годовой Программы финансирования определяются в соответствии с долгосрочными целями, а в годовом Отчете по долгу обсуждается согласованность результатов реализации мер политики с этими целями.

### **Стратегии активного управления долгом**

1130. Операции выкупа и исполнение опционов на покупку являются частью операций, проводимых Министерством финансов с целью снижения затрат на обслуживание долга. До 2002 года операции выкупа осуществлялись в основном на международных рынках, поскольку относительно небольшие масштабы деятельности Министерства финансов не могли оказать дестабилизирующего влияния на ситуацию на этих рынках. На внутреннем рынке главным инструментом было исполнение опционов на покупку с учетом общего потенциала Министерства финансов в области заимствований. Принимая во внимание достаточно низкий уровень развития внутреннего рынка, выкупы на нем не проводились. Закон строго регламентирует операции по активному управлению долгом. Существуют критерии их проведения, которые включают представление свидетельств экономии на затратах или улучшений в структуре портфеля долговых обязательств без увеличения размера непогашенного долга.

### **Условные обязательства**

1131. Прямые условные обязательства отслеживаются в рамках той же системы, что и долг центрального правительства. Они могут приниматься только в порядке, установленном законом. За образованиями, деятельность которых ведет к возникновению таких обязательств (например, привлечение займов под государственные гарантии), на протяжении всего этого процесса постоянно ведется наблюдение со стороны Министерства финансов.

1132. В бюджете предусматриваются целевые резервные фонды на исполнение гарантий, которые по прогнозам будут востребованы (ввиду ликвидации, банкротства бенефициаров и т.д.), и существует набор процедур нормализации положения.

Последовательное использование краткосрочных скользящих прогнозов предотвращает возникновение в системе крупных объемов непогашенных обязательств в любой отдельно взятый момент времени.

### **Развитие рынка долговых обязательств частного сектора**

1133. Министерство финансов осознает важность государственных ценных бумаг и контрольной кривой доходности как базового ориентира для установления цен на долговые обязательства частного сектора. На международном рынке ведется постоянная работа по расширению базы инвесторов и поддержанию представительной кривой доходности с целью улучшить доступ внутренних инвесторов к этому рынку и создать ясный ценовой ориентир для установления цен по их операциям. На внутреннем рынке для построения кривой доходности происходит переориентация с выпуска индексированных долговых обязательств на инструменты с фиксированной ставкой. Этот процесс имеет постепенный характер. Сначала он заключался во введении инструментов с переменной ставкой в качестве промежуточного шага при переходе к инструментам с фиксированной ставкой, в стандартизации сроков погашения и введении краткосрочных инструментов с фиксированной ставкой. Следующий шаг предусматривает выпуск долгосрочных инструментов с фиксированной ставкой и удлинение их сроков погашения. Важно отметить, что на внутреннем рынке были выпущены 10-летние, а позднее и 15-летние облигации, выраженные в евро, что помогает процессу ценообразования других долгосрочных инструментов.

### **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

1134. Рынок государственных ценных бумаг Словении формируется на фоне гиперинфляционной обстановки, унаследованной от бывшей Югославии, и твердой политики, проводившейся до 1997 года, когда наблюдалась либо сбалансированность, либо профицит бюджета. Вследствие гиперинфляционной обстановки, унаследованной от бывшей Югославии, все финансовые контракты в экономике индексировались по темпам инфляции с использованием в качестве индекса базовой процентной ставки (средних темпов инфляции за последние три, а в дальнейшем — за последние 12 месяцев), рассчитываемой Банком Словении. Только в 1998 году появились казначейские векселя со сроками погашения 6 и 12 месяцев, как первые номинальные инструменты, выраженные в национальной валюте. Выпуск казначейских векселей до 1997 года был лишь sporadическим, что объяснялось достаточно благоприятным состоянием государственных финансов. Большая часть внутреннего долга обусловлена операциями по финансовому оздоровлению банковского сектора и реструктуризации предприятий после обретения независимости в 1991 году. Типами инструментов, которые выпускались в этих целях, были облигации, индексированные по темпам инфляции или по валютному курсу, с различными сроками погашения. Эти инструменты размещались в административном

порядке (не на рынке) и были единственными долгосрочными инструментами, которые существовали до 1997 года.

1135. В 1997 году, когда возник дефицит бюджета, начался спорадический выпуск «индексированных по темпам инфляции облигаций» без заранее объявленного календарного графика. Нерегулярная эмиссия индексированных облигаций продолжалась в 1998 и 1999 годах без стандартизации сроков погашения. Начиная с 2000 года облигации стали выпускаться на регулярной основе в соответствии с заранее объявленным календарным графиком и со стандартными сроками погашения. Эти облигации, выпускавшиеся в рамках стратегии, направленной на введение инструментов с фиксированной ставкой в национальной валюте, представляли собой трех- и пятилетние облигации с переменной процентной ставкой (где индексация представляет переменную часть переменной процентной ставки) и 10-летние облигации с фиксированной ставкой, выраженные в иностранной валюте. Целью введения этих облигаций было распределение накопленного долга по кривой доходности, чтобы минимизировать риск его пролонгации. Используемые ранее разные формулы расчета процентов были унифицированы для активизации вторичной торговли и повышения прозрачности. Улучшение структуры рынка, в том числе совершенствование механизма проведения аукционов, стандартизация и выпуск простых инструментов, объявление потребностей в финансировании и составление их календарного графика способствуют развитию рынка и помогают расширить базу инвесторов.

1136. Для удовлетворения спроса институциональных инвесторов были введены облигации со сроком погашения 10 и 15 лет. Их номинал выражен в иностранной валюте, а погашение производится в национальной валюте, что сделано в качестве промежуточного шага к номинальным ставкам. При вступлении Словении в Европейский союз облигации, выраженные в евро, будут погашаться в евро.

1137. В 2002 году Министерство финансов впервые выпустило 3-летние облигации с фиксированной ставкой, выраженные в национальной валюте, и будет постепенно переводить инструменты с другими сроками погашения в инструменты с фиксированной ставкой. Переход к инструментам с фиксированной ставкой нацелен не только на снижение рыночного риска, но и на построение поддающейся определению кривой доходности и активизацию торговли. Министерство финансов также считает, что ликвидный вторичный рынок государственных ценных бумаг может быть создан только с помощью инструментов с фиксированной ставкой. Когда инвесторы покупают инструменты с переменной ставкой или индексированные по темпам инфляции, они застрахованы от риска инфляции, что сдерживает спекуляции на инфляционных ожиданиях. Облигации, индексированные по темпам инфляции, являются инструментом, который наименее активно торгуется на вторичном рынке.

1138. Министерство финансов проводит доразмещение текущих выпусков несколько раз в год, согласно заранее объявленному календарному графику, до достижения намеченного уровня выпуска (контрольного показателя). Министерство финансов избрало такой метод ввиду ограниченности объема размещения ценных бумаг на каждом отдельно взятом аукционе.

1139. С 1998 года стал также регулярно производиться выпуск казначейских векселей. Сначала в мае 1998 года были выпущены трехмесячные векселя, затем в октябре 1999 года — шестимесячные векселя, а в мае 2000 года — векселя со сроком погашения один год. Цель выпуска этих векселей заключается в создании гибкого и экономически эффективного источника краткосрочных заимствований для финансирования дефицита ликвидных средств, и они внесли решающий вклад в переход экономики к номинальным ставкам и в формирование кривой доходности денежного рынка.

1140. И Министерство финансов, и Банк Словении выпускают собственные инструменты. Министерство финансов выпускает казначейские векселя и облигации, а центральный банк — векселя центрального банка. Министерство финансов размещает ценные бумаги через аукционный механизм и принимает цену рынка, а Банк Словении осуществляет эмиссию методом продаж в текущем порядке, а в последнее время также использует аукционы. Выпуск разных инструментов и установление на них различных цен не вызывает никаких конфликтов, однако возможна конкуренция ценных бумаг на вторичном рынке.

### **Аукционы**

1141. Ценные бумаги размещаются через аукционы. Облигации выпускаются посредством аукционов с множественными ценами, а казначейские векселя через аукционы с единой ценой. По правовой форме эти аукционы являются публичными. Аукционы проводит Министерство финансов.

1142. В размещении краткосрочных ценных бумаг могут принимать участие все секторы экономики, кроме Банка Словении. Все участники подают заявки через первичных дилеров — коммерческие банки, которые зарегистрированы в качестве дилеров по ценным бумагам.

1143. В аукционах по долгосрочным ценным бумагам могут участвовать банки, компании по работе с ценными бумагами и другие компании, фонды, включая общественные и государственные органы (все сектора, кроме центрального банка); заинтересованные стороны, имеющие адекватные технические и прочие средства, могут принимать участие в аукционах напрямую, по согласованию с Министерством финансов (ДУГД). Другие участники рынка, в том числе домашние хозяйства,



участвуют через коммерческие банки, которые зарегистрированы в качестве дилеров по ценным бумагам.

### **Вторичный рынок**

1144. Для развития эффективного вторичного рынка государственных ценных бумаг первой задачей было создание легко реализуемых на рынке инструментов с простыми характеристиками и поддающимися четкому определению кассовыми потоками. Для решения этой задачи Министерство финансов, как отмечалось выше, использует стратегию перехода на номинальные ставки по основным инструментам заимствований. Это предусматривает введение казначейских векселей с различными сроками погашения и переход от инструментов, индексированных по темпам инфляции, сначала к инструментам с переменной процентной ставкой, а затем к инструментам с фиксированной ставкой. Переход к облигациям с переменной процентной ставкой включал также постепенное упрощение формул расчетов по облигациям, чтобы не оказать дестабилизирующего воздействия на рынок. Эти действия способствовали также внесению аналогичных изменений в продукты, предлагаемые внутренней банковской системой.

1145. В Словении центральный банк проводит операции на открытом рынке исключительно с векселями центрального банка, что может сдерживать торговлю государственными ценными бумагами на вторичном рынке. Однако Банк Словении сыграл роль катализатора, способствовавшего началу внебиржевой торговли краткосрочными государственными ценными бумагами (ноябрь 2001 года). В частности, им была разработана нормативная основа такой торговли. Недавно (в августе 2001 года) также начались внебиржевые операции с государственными облигациями, и наблюдается устойчивый рост активности операций по обоим типам инструментов. Кроме того, Банк Словении вносит свой вклад в разработку нормативной основы операций РЕПО с краткосрочными государственными ценными бумагами на внебиржевом рынке. Быстрый рост объема внебиржевых операций объясняется более низкими затратами ввиду отсутствия брокерских сборов и низких комиссионных, взимаемых Расчетно-депозитарной компанией (KDD).

### **Сохранение доступа на внутренний и международный финансовые рынки**

1146. Чтобы сохранить доступ на внутренние и международные финансовые рынки, Министерство финансов поддерживает частые контакты с инвесторами и отслеживает динамику ситуации на финансовых рынках и предпочтения инвесторов. Используется также стратегия эмиссии долговых инструментов со стандартными сроками погашения и, в пределах потребностей в заимствованиях, в объеме, который повышает готовность инвесторов вкладывать средства в эти инструменты. На международном рынке ДУГД предпринимал усилия по формированию кривой доходности, которая облегчает процесс ценообразования в операциях. ДУГД стремится к таким объемам выпусков,

чтобы гарантировать инвесторам определенный уровень ликвидности, но в то же время не создавать риска рефинансирования для портфеля. На внутреннем рынке инвесторам заблаговременно предоставляется информация о планах эмиссии, чтобы избежать каких-либо неожиданностей или преимуществ в силу особого стечения обстоятельств. ДУГД старается быть предсказуемым в своей стратегии и установлении цен в операциях. При подготовке годовой программы финансирования также принимаются во внимание предпочтения, которые инвесторы отдают определенным инструментам.

### **Клиринг и расчеты**

1147. В Словении для проведения расчетов и клиринга по всем операциям с ценными бумагами на местной (Люблянской) фондовой бирже (LJSE) используется электронная система. Данные обо всех операциях, проводимых на Люблянской фондовой бирже, автоматически передаются в Расчетно-депозитарную компанию (KDD), которая представляет собой корпорацию для проведения клиринга и расчетов. Расчет осуществляется в день T+2 по принципу «поставка против платежа». Правила KDD соответствуют международным стандартам Группы 30 и всем девяти рекомендациям 1989 года для расчетных палат. Проводится оценка соответствия недавним рекомендациям (КПРС-ИОСКО), принятым в ноябре 2001 года.

### **Налогообложение**

1148. В настоящее время процентный доход и прирост стоимости капитала по государственным ценным бумагам облагаются налогом в рамках широкой категории налога на доходы корпораций (НДК). Процентный доход по государственным ценным бумагам освобождается от подоходного налога на физических лиц (ПНФ). Для целей подоходного налога на физических лиц любая прибыль, полученная вследствие повышения курса ценной бумаги, если ценная бумага продается в пределах трех лет с даты ее приобретения, рассматривается как прирост стоимости капитала. С точки зрения налогообложения в отношении государственных ценных бумаг не делается различий между финансовыми и нефинансовыми корпорациями. Кроме того, для целей налога на доходы корпораций не делается различия между текущим доходом и приростом стоимости капитала. Удержание у источника налогов на доходы по ценным бумагам не применяется ни в отношении резидентов, ни в отношении нерезидентов. Операции с ценными бумагами и акциями на первичном и вторичном рынках не облагаются НДС.

## Приложение

### Правовая основа

1149. Общая правовая основа определена в статьях 81–84 Закона о государственных финансах следующим образом:

*«Центральное правительство вправе заимствовать средства как внутри страны, так и за рубежом в пределах, установленных законом (то есть до суммы, необходимой для финансирования дефицита и выплат по долгу в текущем году). В период временного финансирования центральное правительство вправе заимствовать средства в пределах суммы, необходимой для покрытия текущих платежей в счет погашения долга.*

*Если из-за несбалансированности потоков бюджетные расходы не могут быть покрыты за счет текущих бюджетных поступлений, то центральное правительство вправе прибегнуть к заимствованиям для поддержания ликвидности, но в пределах не более 5 процентов от суммы последнего регулярного бюджета.*

*Получая кредиты и выпуская ценные бумаги, центральное правительство вправе привлекать средства, необходимые для выплаты государственного долга до наступления срока его погашения или для покупки своих ценных бумаг при следующих условиях:*

- 1) принимаются меры по обеспечению экономической стабильности,*
- 2) снижается стоимость долга центрального правительства, или*
- 3) улучшается качество портфеля долговых обязательств без увеличения долга центрального правительства.*

*Центральное правительство и местные органы управления вправе также проводить другие долговые операции в целях управления валютным и процентным рисками, связанными с долгом центрального правительства и/или местных органов управления (операции с производными финансовыми инструментами). Центральное правительство вправе покупать и продавать свои ценные бумаги как на организованном рынке ценных бумаг, так и за его пределами. Средства на покупку ценных бумаг включаются в бюджет центрального правительства.*

*Решения по операциям, связанным с займами центрального правительства, управлением долгом центрального правительства и интервенциями на рынках ценных бумаг, принимаются министром, отвечающим за финансы, на основе годовой Программы финансирования, принятой Правительством.*

*Операции с долгом проводятся министром, ответственным за финансы, или иным лицом, письменно уполномоченным этим министром.*

*Решения по привлечению займов для поддержания ликвидности принимаются и исполняются министром, ответственным за финансы, или иным лицом, письменно уполномоченным этим министром».*

1150. Статья 85 определяет правила финансирования для местных органов управления:

*«Местные органы управления вправе осуществлять заимствования и управлять своим долгом с предварительного одобрения министерством, ответственным за финансы, и при выполнении условий, установленных законом, регулирующим финансирование местных органов управления. Операции заимствования, на которые не было получено предварительное одобрение министерства, ответственного за финансы, считаются недействительными. В тех случаях, когда невозможно обеспечить сбалансированное исполнение бюджета из-за неравномерности поступления средств, местные органы управления вправе заимствовать средства для поддержания ликвидности, но не более 5 процентов от суммы последнего регулярного бюджета. Если иное не оговорено специальным законом, то доходы от управления кассовыми средствами являются доходами бюджета, а расходы по заимствованиям для поддержания ликвидности бюджета являются расходами бюджета. Местные органы управления обязаны отчитываться перед министерством, ответственным за финансы, о произведенных заимствованиях и выплате долга в форме, определяемой министром, ответственным за финансы».*

## XV. ЮЖНО-АФРИКАНСКАЯ РЕСПУБЛИКА<sup>87</sup>

1151. С конца 1970-х годов рынок государственных ценных бумаг Южно-Африканской Республики прошел через различные фазы развития. До этого периода не было официальной или установившейся рыночной ставки. По мере необходимости органы государственного управления время от времени выпускали облигации, размещавшиеся по номиналу. Когда рынок начал развиваться, органы государственного управления осознали важность создания эталонных облигаций по всей кривой доходности для повышения ликвидности. К началу 1990-х годов возникла угроза долговой ловушки, и органы государственного управления стали уделять больше внимания управлению долгом. Макроэкономическая стратегия, определенная Правительством в Программе роста, занятости и перераспределения (GEAR), была ориентирована — помимо решения других экономических проблем, — на то, чтобы довести совокупный долг до уровней, поддающихся управлению. В результате Министерство финансов разработало основные концепции и принципы управления государственным долгом. Исходя из них были сформулированы руководящие принципы и стратегии для более активного управления долгом.

1152. В настоящее время на долю центрального правительства, государственных образований и местных органов управления Южно-Африканской Республики приходится более 95 процентов всего выпуска ценных бумаг с фиксированной процентной ставкой на рынке. Правительство приложило большие усилия, чтобы зарекомендовать себя надежным и ответственным заемщиком как внутри страны, так и за рубежом. Для обеспечения ликвидности рынка финансирование сосредоточено в крупных выпусках ликвидных эталонных облигаций.

1153. В настоящее время органы государственного управления могут финансировать все свои потребности в заемных средствах на развитом, ликвидном, хорошо регулируемом внутреннем рынке. Серьезное внимание уделялось структурному, правовому и инфраструктурному аспектам содействия развитию рынка. Поддерживается регулярное взаимодействие с Южноафриканской биржей облигаций (ЮАБО), Советом по финансовым услугам (СФУ) и Резервным банком Южно-Африканской Республики (РБ ЮАР), призванное способствовать надлежащему регулированию внутреннего рынка. Кроме того, органы государственного управления поддерживают прозрачные отношения с рынком. Предоставляется качественная информация, особенно по ключевым параметрам бюджета и стратегиям финансирования. В результате стратегия ЮАР в области управления долгом уже прошла этап, характерный для состояния большинства стран с формирующимся рынком, и приблизилась к уровню развитых рынков промышленно развитых стран.

---

<sup>87</sup> Данное целевое исследование подготовлено Национальным казначейством Южно-Африканской Республики.

## **А. Внутренний рынок до 1990 года**

1154. В 1970-х годах продажа новых выпусков государственных облигаций осуществлялась путем периодического публичного размещения. Как правило, министр финансов размещал облигации по номиналу три-четыре раза в год, обычно в дни, совпадавшие с датой погашения какого-либо выпуска облигаций. Не существовало активного вторичного рынка и, как следствие, не было установившейся рыночной ставки. Однако в нескольких исследованиях и докладах относительно будущего развития рынка капитала Южно-Африканской Республики подчеркивалась необходимость изменений, в частности, это отмечалось комиссией де Кока, в докладе Сталса и докладе Якобса. В 1978 году было достигнуто общее согласие всех участников рынка, указывавшее на реальную необходимость развития рынка.

1155. В 1981 году компания Eskom (Комиссия электроснабжения) стала первым государственным образованием, разместившим на рынке облигации с дисконтом. Правительство вскоре последовало этому примеру. В начале 1980-х годов правительство выпускало облигации путем их публичной продажи в текущем порядке до полного размещения номинального объема, заявленного в проспекте. Для каждого объема выпуска на рынок вводилась новая облигация. В этот период отсутствовало четкое разделение денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Первичное размещение использовалось как для финансирования расходов правительства, так и в качестве операций на открытом рынке.

1156. В середине 1980-х годов ведущие участники рынка капитала создали форум для обсуждения с правительством Южно-Африканской Республики вопросов, представляющих взаимный интерес. Инвестиционное сообщество было отчасти обеспокоено Законом о предписанных активах. Этот закон был принят в 1958 году для формирования фондов полугосударственных учреждений, таких как университеты, Южноафриканская радиовещательная корпорация, а также для развития бывших бантустанов. Для финансирования этих учреждений пенсионные фонды и страховые компании были обязаны инвестировать часть своих средств в предписанные активы — государственные облигации, государственные гарантийные облигации и облигации, установленные и утвержденные Пенсионным реестром (например, Homeland Bonds). Кроме того, инвестиционное сообщество было обеспокоено малыми объемами авуаров в каждом отдельном выпуске облигаций, некоторые из которых были неликвидными.

1157. Предписанные активы были серьезным барьером для развития финансовых рынков. Из-за этих требований не было возможности для определения установившейся рыночной ставки. В конечном итоге в октябре 1989 года Закон был аннулирован. С отменой предписанных активов сформировались условия для дальнейшего развития рынка капитала ЮАР.

1158. В 1989 году существовавшее тогда Министерство финансов провело консолидацию нескольких небольших выпусков для создания эталонных облигаций со сроками погашения 5, 10, 15 и 20 лет. Кроме того, Eskom и другие государственные образования начали выставлять двусторонние котировки (то есть указывать цену спроса и предложения) на свои облигации.

## **В. Динамика ситуации в 1990–1998 годах**

### **Динамика ситуации на внутреннем рынке**

#### ***Создание Южноафриканской биржи облигаций***

1159. Развитие организованной биржи облигаций в Южно-Африканской Республике началось с рекомендаций, представленных в докладах Сталса и Якобса. Официальные органы признали, что саморегулирование участников рынка более желательно и приемлемо, чем принудительный контроль за ними. В результате компании, торговавшие облигациями, которые до этого в 1989 году создали добровольную ассоциацию ВМА (Ассоциация участников рынка облигаций), в 1996 году получили лицензию как организованная биржа под названием ЮАБО (Южноафриканская биржа облигаций — BESA).

1160. Для развития клиринговых операций ЮАБО приняла рекомендации Группы 30 (G30) по клирингу и расчетам. Кроме того, Биржа создала общепризнанную клиринговую палату, UNEXcor (Universal Exchange Corporation). В настоящее время члены ЮАБО могут использовать электронные системы получения информации о торгах, сведения заявок и расчетов. Электронные расчеты на чистой основе проводятся каждый биржевой день, чему способствует работа четырех банков–расчетных агентов и их Центральной депозитарной компании.

#### ***Введение аукционов и поддержание рынка***

1161. В начале 1990-х годов Резервный банк Южно-Африканской Республики (РБ ЮАР) был назначен агентом по размещению, расчетам и поддержке рынка государственных облигаций. В сентябре 1996 года Министерство финансов провело обследование среди членов ЮАБО и некоторых иностранных банков для сбора их мнений о возможных мерах по совершенствованию порядка размещения и деятельности по поддержанию вторичного рынка государственных облигаций. Ввиду наблюдавшихся в прошлом проблем с первичным размещением ценных бумаг на рынке в текущем порядке, Южно-Африканская Республика решила использовать международную практику проведения регулярных аукционов в качестве метода первичного размещения государственных облигаций на рынке. Для обеспечения эффективности, ликвидности и прозрачности вторичного рынка государственных облигаций участники рынка также согласились с принципом перехода к формальным системам поддержания рынка. В результате были назначены первичные дилеры,

главной обязанностью которых было поддержание рынка (выставление двусторонних котировок) и обеспечение ликвидности вторичного рынка государственных облигаций.

### ***Аукционы***

1162. После 1998 года обязанности РБ ЮАР изменились: вместо выполнения роли агента по размещению государственных облигаций, расчетам по ним и поддержанию рынка он стал проводить от имени Национального казначейства аукционы по эталонным облигациям в соответствии с установленной программой. Казначейство своевременно информирует всех участников рынка о программе привлечения займов государственного сектора в данном году, в том числе об объеме потребности в заимствованиях, датах проведения аукционов в форме календарного графика, структуре сроков погашения и объемах эмиссии, а также о номенклатуре выпускаемых инструментов. За семь дней до еженедельного аукциона объявляется тип размещаемого инструмента. Аукционы по эталонным облигациям открыты только для первичных дилеров<sup>88</sup>.

### ***Назначение первичных дилеров***

1163. В 1998 году Национальное казначейство назначило группу из 12 первичных дилеров, в которую входят 6 внутренних и 6 иностранных банков. Назначение первичных дилеров было призвано снизить риск рефинансирования для правительства, повысить ликвидность и эффективность рынка государственных облигаций и создать четкий и прозрачный механизм установления цен. Введение системы первичных дилеров также способствовало разработке нормативных положений в отношении правил торговли и защиты инвесторов, и принятию более эффективного порядка клиринга и расчетов. Среди других преимуществ системы первичных дилеров — совершенствование анализа и исследований рынка.

1164. Установленные Национальным казначейством критерии для того, чтобы быть первичным дилером, требуют, чтобы все маркет-мейкеры, как резиденты, так и нерезиденты, имели в Южно-Африканской Республике определенный минимальный капитал, выраженный в рандах. Обладание этим капиталом демонстрирует способность маркет-мейкеров справляться с рисками, присущими данной деятельности. Кроме того, он показывает их твердую приверженность цели развития внутреннего рынка.

1165. Были установлены некоторые требования, которые необходимо было выполнить до назначения маркет-мейкеров. Кроме того, было решено, что изменения должны носить постепенный характер, чтобы избежать нарушений в деятельности

---

<sup>88</sup> Информация доступна на веб-сайте ([www.treasury.gov.za](http://www.treasury.gov.za)).



рынка. Были определены две основные сферы проведения мероприятий, а именно, необходимые структурные усовершенствования и меры по повышению ликвидности.

- *Структурные усовершенствования* включали:
  - создание эффективной правовой основы;
  - надзор за деятельностью первичных дилеров на рынке со стороны РБ ЮАР и Национального казначейства;
  - установление минимальных требований к капиталу банков, желающих получить статус маркет-мейкеров;
  - введение системы аукционов по продаже государственных облигаций официальным маркет-мейкерам;
  - перевод сертификатов облигаций в безбумажную форму;
  - сокращение периода расчетов до T+3;
  - введение в Казначействе системы управления рисками.
- *Повышение ликвидности* включало меры, направленные на обеспечение достаточной ликвидности более широкого рынка, например, за счет обеспечения непрерывного выставления числа двусторонних рыночных котировок на надлежащие объемы и при любой ситуации на рынке. Эти цели были достигнуты благодаря введению эталонных облигаций и созданию рынка РЕПО.

### ***Другие события***

1166. Среди других событий, произошедших в 1990-х годах, был выпуск первых корпоративных облигаций на рынке ЮАР компанией SA Breweries (SAB), создание Южноафриканской фьючерсной биржи (SAFEX) и разработка системы регистрации, платежей и учета долговых обязательств в Отделе долговых операций Министерства финансов.

### **Основные концепции и принципы**

1167. В начале и середине 1990-х годов постоянное увеличение дефицита бюджета, рост накопленного долга и повышение затрат на обслуживание долга вызвали интенсивное публичное обсуждение экономической приемлемости затрат на обслуживание государственного долга. Как номинальные, так и реальные процентные ставки были высокими, а средний срок погашения портфеля долговых обязательств составлял чуть меньше 10 лет, причем примерно 60 процентов его требовалось рефинансировать в течение ближайших пяти лет. Это означало, что помимо необходимости финансировать чистый новый дефицит бюджета, требовалось еще рефинансировать значительную долю существующего долга в условиях высоких процентных ставок. Опасность попадания в долговую ловушку и неопределенность потенциальных обязательств привели к сосредоточению акцента на благоразумном управлении долгом.

1168. В марте 1996 года в Обзоре бюджета было объявлено о предстоящем пересмотре всей политики управления долгом. Вслед за этим были разработаны и утверждены Парламентом основные концепции и принципы управления государственным долгом, кассовыми средствами и рисками. Это должно было способствовать надлежащему пониманию цели, которой требовалось достичь, а также широкой поддержке преобразований. В разработанных основах были определены области риска, а также стратегии деятельности. В соответствии с предложениями в рамках этих основ был также создан отдел государственного долга. Этот отдел официально назывался Отделением по управлению активами и обязательствами (УАО) Министерства финансов (в настоящее время Министерство финансов называется Национальным казначейством). На приведенной ниже схеме показана существующая в настоящее время структура Отделения УАО.

### **С. Период с 1999 года**

#### **Развитие стратегии управления долгом**

1169. Показатели деятельности южноафриканских рынков капитала в период финансового кризиса 1997–1998 годов подтвердили, что рынок государственных облигаций ЮАР уже прошел начальную стадию развития. Однако в то же время была очевидна потребность в изменении целей управления долгом, чтобы решать новые задачи. Готовность инвесторов вкладывать средства на длинном конце кривой доходности (на срок в 27 лет) и активное участие иностранных инвесторов указывали на необходимость пересмотреть подход к управлению долгом. В исследовательском докладе «Комплексная система управления долгом» были определены конкретные недостатки в политике, которые следовало устранить. В докладе предлагалось изменить цели управления долгом, в том числе рекомендовалось принять тактический подход к управлению долгом.

## Структура Отделения УАО



### ***Видимые недостатки в политике и инструментах***

- *Разработка и использование инструментов.* Хотя были введены долговые инструменты, обеспечивающие низкую стоимость привлечения средств, такие как облигации, привязанные к инфляции, требовалось рассмотреть вопрос о введении облигаций с низкой фиксированной купонной ставкой. Разработка и использование инструментов с низкой купонной ставкой согласуется с политикой правительства, направленной на установление целевых показателей инфляции, что помогло снизить уровень необоснованных ожиданий в отношении будущего уровня инфляции. Были успешно проведены операции обмена старых ценных бумаг на новые облигации с низкой купонной ставкой.
- *Использование производных финансовых инструментов.* Когда в Южно-Африканской Республике только разрабатывалась система управления рисками, производные финансовые инструменты не применялись. Однако такое положение может измениться в ближайшем будущем. Обсуждается возможность использования производных финансовых инструментов, таких как STRIPS и процентные свопы<sup>90</sup>.

<sup>89</sup> Закон об управлении государственными финансами.

<sup>90</sup> STRIPS — Раздельная торговля процентами и основной суммой, то есть ценная бумага разделяется на проценты и основную сумму, которые превращаются в раздельно торгуемые инструменты.

- *Сроки погашения.* Емкость рынка на коротком конце кривой доходности была ограниченной, и рынку были предложены обменные операции между облигациями с разными сроками погашения для изменения структуры сроков погашения портфеля непогашенного долга.
- *Надлежащая координация операций финансирования государственных предприятий (ГП).* Для обеспечения равномерности, эффективности и предсказуемости рынка ценных бумаг необходимо было согласовать заимствования, осуществляемые Правительством и государственными предприятиями. Для организации операций финансирования эмитентов из государственного сектора 31 мая 2001 года начал работу Форум заемщиков государственного сектора. Членами этого Форума являются квазигосударственные образования, Совет по финансовым услугам, Резервный банк Южно-Африканской Республики и Национальное казначейство.
- *Координация управления обязательствами и денежно-кредитной политики.* Координация между управлением обязательствами и денежно-кредитными операциями отсутствовала. Следовательно, требовалось сформулировать подробный план работы Комитета по управлению государственным долгом, состоящего из ответственных руководителей Национального казначейства и РБ ЮАР.

### ***Изменения в иерархии целей управления долгом***

1170. На основе анализа, проведенного в указанном выше докладе, были изменены цели управления долгом. До 1999 года главной целью управления долгом было развитие внутреннего рынка капитала, а вторичной — обеспечение сбалансированной структуры сроков погашения. Развитие внутреннего рынка изменило основную направленность этих целей. Акцент главной цели сместился в сторону снижения затрат по долгу при сохранении риска в допустимых пределах, а вспомогательной цели — в сторону обеспечения доступа правительства к финансовым рынкам и диверсификации инструментов финансирования.

### ***Переход от стратегического управления долгом к тактическому***

1171. Национальное казначейство признало, что хотя цели политики управления долгом были теперь благоразумными, динамика ситуации на мировых рынках суверенного капитала требовала перехода Южно-Африканской Республики от стратегического управления долгом к тактическому. В рамках стратегической политики управления долгом рассматривалась общая структура и реализация программы управления долгом, включая определение порядка первичного размещения и управление им, разработку характеристик долговых инструментов и правил торговли, а также методы обеспечения ликвидности. Тактические меры политики управления долгом сосредоточены на активном управлении размером и составом

непогашенного запаса долга с целью уменьшить затраты по долгу при сохранении риска в допустимых пределах.

### *Достигнутые успехи*

1172. Среди заметных достижений в реализации нового подхода к управлению долгом — повышение ликвидности внутреннего рынка облигаций. Совокупный оборот южноафриканского рынка облигаций увеличился с 5 триллионов рандов в 1997 году до примерно 11 триллионов рандов в 2000 году. Доля государственных облигаций в совокупном обороте рынка также повысилась с примерно 55 процентов в 1995 году до 91 процента в 2000 году. Более того, повысилось доверие инвесторов и расширилось участие иностранных инвесторов во внутреннем рынке облигаций. Тем временем продолжал снижаться воспринимаемый риск, связанный с иностранными инвестициями в ЮАР, по мере того как повышались эффективность, уровень развития и открытость южноафриканского рынка капитала. Подтверждением этому был тот факт, что Южно-Африканская Республика стала одной из немногих стран, выпустивших и разместивших облигации с более длительными сроками погашения во время кризисов финансовых рынков 1997–1998 годов.

### **D. Главная проблема, стоящая перед Национальным казначейством**

1173. Дефицит государственного бюджета по отношению к ВВП снизился с 5,1 процента в 1994/1995 бюджетном году до 1,5 процента в 2001/2002 бюджетном году. Главная проблема, стоящая перед Национальным казначейством сегодня, заключается в том, чтобы найти способы поддержания эффективного, прозрачного и ликвидного рынка государственных облигаций в условиях сокращения потребностей в заимствованиях. Уменьшение предложения государственных ценных бумаг часто интерпретируется как снижение ликвидности рынка облигаций, особенно в тех странах, где рынки ценных бумаг все еще находятся на начальной стадии развития. Однако Южно-Африканская Республика сократила предложение государственных ценных бумаг вследствие более низких потребностей правительства в финансировании, не снижая ликвидности рынка облигаций. Страна смогла достичь этого за счет реализации стратегий активного управления долгом с использованием таких инструментов, как консолидация долга (обмены облигаций) и выкупы долговых обязательств. Кроме того, были введены облигации, привязанные к инфляции, и создан механизм отделения купонов от государственных облигаций. В дальнейшем будут введены и такие производные финансовые инструменты, как свопы.

### **Консолидация долга (обменные операции)**

1174. Консолидация долга была введена для того, чтобы снизить фрагментацию облигаций на разных участках кривой доходности и тем самым повысить ликвидность эталонных выпусков. Кроме того, консолидация долга помогла сгладить структуру сроков погашения и уменьшить риск рефинансирования, снижая давление на коротком

конце кривой доходности. Ряд непогашенных выпусков небольших объемов и с высокими купонными ставками были конвертированы (обменены) на ликвидные облигации с низкими купонными ставками более крупных выпусков. Эффективным инструментом проведения консолидации долга (обменных операций) оказались обменные аукционы. Эти аукционы также использовались как инструмент управления кассовыми средствами. На конец 2001/2002 бюджетного года была проведен обмен облигаций на общую сумму 52 миллиарда рандов.

### **Выкупы долговых обязательств**

1175. Для того чтобы снизить затраты на обслуживание государственного долга в средне- и долгосрочной перспективе, а также для повышения целостности рынка государственных ценных бумаг был проведен выкуп на рынке мелких неликвидных выпусков облигаций объемом менее 1 миллиарда рандов с высокой купонной ставкой, а также облигаций бывших бантустанов. По данным на конец 2001/2002 бюджетного года было выкуплено неликвидных облигаций на сумму 4,5 миллиарда рандов.

### **Облигации, привязанные к инфляции**

1176. С целью снижения долгосрочных затрат по долгу Отделение УАО начало разрабатывать инструменты, которые могут снизить для правительства общие затраты по долгу, например, стало выпускать облигации, привязанные к инфляции. Облигации, привязанные к инфляции, дают институциональным инвесторам возможность сбалансировать долгосрочные активы и обязательства, в то же время создавая объективный показатель инфляционных ожиданий и ориентир для других эмитентов. Эти облигации считались механизмом для «разблокирования» ликвидности долгосрочных облигаций с фиксированной ставкой, поскольку облигации, привязанные к инфляции, как правило, привлекают инвесторов, приобретающих их с целью длительного хранения. При обмене на облигации, привязанные к инфляции, институциональные инвесторы выбросили на вторичный рынок долгосрочные облигации с фиксированной ставкой, что привело к повышению ликвидности на длинном конце кривой доходности, то есть долгосрочных номинальных облигаций с фиксированной ставкой.

1177. В Южно-Африканской Республике сформирована полная кривая доходности по облигациям, привязанным к инфляции, со сроками погашения в 2008, 2013 и 2023 годах. По состоянию на 20 мая 2002 года средняя доходность этих облигаций составляла 4,00 процента. Однако, как и на других аналогичных рынках, ликвидность южноафриканского рынка ценных бумаг, привязанных к инфляции, низка, поскольку эти облигации в основном приобретают инвесторы, предполагающие держать их до погашения. Первичные дилеры не имеют каких-либо обязанностей по установлению цен на облигации, привязанные к инфляции.

### **Отделение купонов от государственных облигаций**

1178. Отделение УАО реализовало специальный проект для того, чтобы проверить, повысит ли раздельная торговля основной суммой и купонами ценных бумаг (STRIPS) ликвидность базовых инструментов. Результаты показали, что раздельная торговля основной суммой и купонами может повысить спрос на базовый инструмент и стимулировать менеджеров активно управляемых портфелей использовать арбитражные возможности путем разделения и последующего восстановления облигаций. В ситуации уменьшения объема финансирования Правительства данный проект показал необходимость введения программы раздельной торговли основной суммой и купонами ценных бумаг для поддержания ликвидности и целостности внутреннего рынка капитала. Проведение таких операций началось в конце января 2002 года через первичных дилеров, играющих роль маркет-мейкеров. Центральный депозитарий Южно-Африканской Республики выступает в качестве агента Правительства по отделению купонов от государственных облигаций. Введя механизм отделения купонов, Национальное казначейство помешало инвестиционным банкам создавать собственные специальные механизмы, единственное назначение которых заключалось в отделении купонов от государственных облигаций для участников рынка.

### **Свопы**

1179. Для управления дюрацией портфеля государственных долговых обязательств Отдел управления обязательствами Национального казначейства вводит процентные свопы в качестве инструментов управления затратами и рисками. Более того, предполагается, что участие Правительства на рынке свопов повысит ликвидность как рынка свопов, так и рынка базовых облигаций.

## **Е. Внешние заимствования**

1180. Вызванные системой апартеида политические беспорядки 1984 и 1985 годов привели к значительному оттоку капитала. Директивные налогово-бюджетные и денежно-кредитные органы были вынуждены частично заморозить долг<sup>91</sup>. Согласно проведенному РБ ЮАР сплошному обследованию, на 31 августа 1985 года задолженность Южно-Африканской Республики составляла 23,7 миллиарда долларов США (41,4 процента ВВП), из которых 13,6 миллиарда долларов предположительно подпадали под замораживание долга. Погашение этой части долга осуществлялось в соответствии с четырьмя соглашениями о замораживании долга, начиная с 1985 года. Окончательная выплата по этим соглашениям была произведена в августе 2001 года.

---

<sup>91</sup> Отложить выплаты по государственному долгу.

1181. После периода ограниченного доступа Правительство ЮАР смогло в 1994 году вернуться на внешний рынок, после выборов первого демократического правительства. Первым выпуском после этого восстановления доступа на рынок стал выпуск Глобальных облигаций, выраженных в долларах США, а затем — облигаций, выраженных в японских иенах, в 1995 году. Кроме того, Правительство начало реализацию программы эмиссии среднесрочных обязательств, выраженных в евро (EMTN).

1182. С тех пор использовался интегрированный стратегический подход при выходе на внешний рынок для финансирования дефицита бюджета, как предусмотрено в ежегодном Обзоре бюджета. Как правило, внешнее финансирование составляло 1 миллиард долларов США за бюджетный год. Однако основное внимание уделялось не привлечению финансирования, а созданию на конкретных внешних рынках эталонных ценных бумаг, которые служили бы ориентиром для других южноафриканских эмитентов. Главная причина этого заключается в том, что Южно-Африканская Республика в состоянии финансировать весь дефицит своего бюджета только за счет внутреннего рынка капитала.

1183. Стратегия привлечения займов на внешнем рынке до настоящего времени заключалась в том, чтобы использовать видимые ценовые аномалии для привлечения средств с наименьшими затратами. Более того, в будущем управление внешним долгом также будет сосредоточено на содействии развитию рынка инструментов в рандах, за счет максимально возможного использования выгод от положительной динамики кредитного рейтинга Южно-Африканской Республики.

## **Г. Система управления рисками**

1184. С 1996 по 1999 год Отдел управления обязательствами в своей деятельности преследовал три цели, связанные с управлением рисками, а именно: управление размером капитала, оптимизацию нормы прибыли на капитал и управление стоимостью капитала. Ниже эти цели описаны более подробно.

### **Управление размером капитала**

1185. Как указывалось выше, в середине 1990-х годов отмечался высокий уровень долга, выпущенного государством, и затрат на обслуживание этого долга. В этом контексте выделялись две главные области риска, а именно:

- *риск постоянного роста дефицита.* Этот риск не считался первоочередным в перечне задач Отделения УАО. Основным методом управления этим риском была реализация макроэкономической стратегии Правительства, представленной в Программе роста, занятости и перераспределения (GEAR);



- *риск обеспечения доступности кассовых средств для покрытия государственных расходов.* На управляющего обязательствами была возложена прямая ответственность за выполнение следующих функций:
  - обеспечение стабильного доступа государства к финансовым рынкам, как внутренним, так и внешним;
  - повышение емкости этих рынков для размещения государственных долговых обязательств путем постоянного развития рынков, предложения новых продуктов и надлежащей координации деятельности с операциями, проводимыми в рамках реализации денежно-кредитной политики Резервного банка ЮАР;
  - развитие эффективных вторичных рынков для своих ценных бумаг;
  - укрепление репутации государства на финансовых рынках как справедливого и эффективного заемщика путем активного продвижения на рынке его долговых инструментов.

### **Оптимизация прибыли на капитал**

1186. Отделение УАО было заинтересовано в инвестициях в связи с избыточными кассовыми средствами, которые возникают для удовлетворения общих потребностей в финансировании, а также для обеспечения необходимой ликвидности. Основное влияние на уровень кассовых излишков оказывала деятельность по управлению кассовыми средствами. Однако в контексте управления рисками определенный уровень инвестиций поддерживался как буферный запас ликвидности. Прибыль на капитал, инвестированный в программы и проекты через бюджетный процесс, к Отделению УАО отношения не имела.

### **Г. Управление стоимостью капитала**

1187. Для внутренних и внешних заимствований применялась интегрированная стратегия. Была принята точка зрения, согласно которой экономия затрат на обслуживание долга могла быть достигнута путем постоянного углубления и расширения внутренних финансовых рынков, а не через поиск более дешевых займов на внешних рынках. Принимая во внимание размеры внутреннего долга Южно-Африканской Республики, возможности для активного управления портфелем долговых обязательств и снижения затрат на обслуживание долга были ограниченными. Поэтому при управлении существующим внутренним долгом основное внимание уделялось структуре сроков погашения, чтобы избежать образования нежелательной концентрации инструментов в отдельные периоды. Для управления финансированием новой валовой потребности в заимствованиях (новыми выпусками долговых инструментов) применялись активные методы, однако складывающиеся мнения о направлении динамики процентных ставок не рассматривались как средство достижения экономии на затратах.

1188. Принципы, касающиеся отдельных категорий риска, сосредоточены на следующих шести областях риска.

- *Риск ликвидности.* Управление этим риском, который Отделение УАО считает наиболее важным, включало обеспечение постоянного наличия минимального объема кассовых средств для покрытия расходов государства. Более подробное рассмотрение риска ликвидности будет представлено в разделе «Управление кассовыми средствами».
- *Процентный риск.* Этот риск означает, что неблагоприятные изменения процентных ставок могут вызывать повышение стоимости заимствований. Было принято мнение, что позицией, обеспечивающей минимальный риск для государства, был долгосрочный долг, выраженный в рандах. Для контроля за процентным риском был установлен целевой показатель дюрации. Складывающиеся мнения о направлении динамики процентных ставок не рассматривались как средство достижения экономии на затратах.
- *Кредитный риск.* Руководящая концепция и принцип управления кассовыми остатками и позициями по производным инструментам предполагали, что роль Отделения УАО в управлении рыночным риском государства состоит в том, чтобы переложить этот риск на рынок в обмен на кредитный риск со стороны контрагента. Размер участия государства на финансовых рынках обусловил необходимость принятия кредитных рисков намного более широкого круга контрагентов. В отношении всех инструментов, кроме ликвидных средств, ни один контрагент или эмитент не освобождался от процедуры определения для него кредитного лимита. Операции могли проводиться только после установления формальных лимитов для контрагентов и эмитентов, которые удовлетворяли надежно обоснованным и приемлемым процедурам оценки.
- *Валютный риск.* Было принято решение, что Отделению УАО не следует хеджировать полученные государством внешние займы в рандах, так как долг в иностранной валюте представляет лишь небольшую часть совокупного долга. Вместо этого Национальное казначейство считает важнейшей задачей контроль за уровнем задолженности в иностранной валюте.
- *Риск, связанный с поддержанием рынка.* Принят подход, согласно которому этот риск необходимо сдерживать и ограничить рынками долговых обязательств. Деятельность по поддержанию рынка облигаций Южно-Африканской Республики была передана от правительства (эту функцию ранее выполнял РБ ЮАР в качестве агента правительства) рынку, когда в 1998 году был введен институт первичных дилеров. Таким образом, риск рыночных колебаний был переведен на участников рынка, то есть на тех, кто и должен был его нести.
- *Трейдинговый и этический риск.* Первичные дилеры приняли на себя ответственность за трейдинговый и этический риск. Был подготовлен, оформлен и подписан первичными дилерами и Отделением УАО кодекс

поведения. В Кодексе поведения рассматриваются вопросы деловой этики, взаимоотношений, должной осмотрительности, конфиденциальности, мер контроля и правил торговли.

### **Создание потенциала для оценки затрат и рисков и управления ими**

1189. В 1999 году была начата реализация проекта по управлению рисками. Его целью было создание в составе Отделения УАО отдельного подразделения, несущего исключительную ответственность за управление рисками государственного портфеля. В 2000 году для реализации этого проекта была сформирована группа управления рисками. Главный директорат по вопросам стратегии и управления рисками осуществляет контроль за выявленными рисками и управление фактическими рисками по долгу. Отделение УАО выполняет следующие конкретные обязанности по управлению рисками:

- создание и поддержание системы управления рисками для органов сектора государственного управления и государственных предприятий;
- разработка идеального контрольного показателя для государственного долга;
- текущее наблюдение за фактической подверженностью кредитному риску и управление ей.

### **Управление рисками в настоящее время**

1190. Ввиду изменений, произошедших как на внутреннем, так и на внешних рынках, Национальное казначейство приняло решение о необходимости перестроить систему управления рисками, принятую в 1996 году. Это обусловлено в основном тем фактом, что практика управления долгом развивается, и в настоящее время больше внимания уделяется более сложным тактическим и количественным моделям, а не только мерам политики. В то время как выявленные риски остались теми же, новая модель теперь в каждом случае гарантирует наличие методов и процедур для количественного измерения и контроля подверженности рискам и ее регулирования. В приведенной ниже таблице представлены сводные данные о видах рисков и управлении этими рисками.

### **Контрольный показатель управления и результатов деятельности**

1191. Для обеспечения подотчетности и установленной передачи рисков Правительство утвердило контрольный показатель, который должен отражать и устанавливать допустимый уровень риска и целевой показатель затрат. Этот контрольный показатель является отражением определенных целей управления долгом и допустимых поддающихся количественной оценке рисков, а также выражает стратегическую позицию Правительства по долгу и обеспечивает согласование политики в области долга с экономической политикой. В целом контрольный

показатель обеспечивает надлежащее управление рисками и контроль за ними, а также создает базу для измерения результатов работы управляющих долгом. Этот контрольный показатель был сформулирован исходя из следующих пяти принципов:

- *устойчивость* — вывод должен опираться на небольшое число предположений;
- *эффективность* Правительство должно иметь возможность выбрать минимальный риск для заданного уровня затрат;
- *стоимостная оценка в привязке к рынку* — Правительство должно иметь возможность измерять экономию и затраты за весь срок существования долговых обязательств;
- *учет рисков* — риски должны быть ограничены ежегодными расходами на обслуживание долга;
- *прозрачность* — открытая основа для измерения результатов деятельности.

## **Н. Управление кассовыми средствами**

1192. Как Меморандум Кабинета министров, принятый в феврале 1997 года, так и Закон об управлении государственными финансами требуют, чтобы управление кассовыми средствами в Отделении УАО создавало основу для того, чтобы все органы Правительства осознавали необходимость надлежащего управления кассовыми потоками. Ответственность за планирование ежедневных потребностей Правительства в кассовых потоках и управление ими официально перешла Отделению от Резервного банка ЮАР в июне 1999 года.

1193. Для того чтобы гарантировать наличие у государства достаточных средств для выполнения всех предусмотренных и непредусмотренных финансовых обязательств, необходимо и благоразумно поддерживать надлежащий уровень кассовых и высоколиквидных средств. В этой связи важно оптимизировать прибыль на кассовые остатки. Поэтому на управляющего кассовыми средствами возложена ответственность:

- за управление ликвидностью, обеспечивая наличие средств в надлежащем объеме, в надлежащих валютах, в надлежащее время и в надлежащем месте;
- за прогнозирование потоков и отслеживание соответствия фактических потоков составленным прогнозам. Своевременные и точные прогнозы будущих кассовых потоков имеют первостепенное значение для действенного планирования финансирования Фонда национальных доходов с минимальным буферным запасом ликвидности и максимальной прибылью на излишки кассовых средств;

## Управление рисками

Вид риска	Управление риском
1. Риск ликвидности и рефинансирования	
а) краткосрочная ликвидность	<ul style="list-style-type: none"><li>• Отслеживание кассовых остатков и потоков Казначейства.</li><li>• Поддержание определенного минимального кассового остатка.</li><li>• Сохранение доступа к краткосрочным заимствованиям.</li><li>• Ограничение объема краткосрочного долга.</li><li>• Заблаговременное финансирование долга с наступающим сроком погашения.</li></ul>
б) долгосрочная ликвидность	<ul style="list-style-type: none"><li>• Сглаживание структуры сроков погашения.</li><li>• Удлинение срока погашения портфеля.</li><li>• Создание ликвидных эталонных бумаг.</li></ul>
2. Процентный риск	<ul style="list-style-type: none"><li>• Управление соотношением долга с фиксированной и плавающей ставкой.</li><li>• Управление соотношением краткосрочного и долгосрочного долга.</li><li>• Управление непараллельными сдвигами кривой доходности.</li><li>• Использование процентных свопов.</li></ul>
3. Валютный риск	<ul style="list-style-type: none"><li>• Внутренний и внешний долг.</li><li>• Использование валютных свопов.</li><li>• Управление соотношением краткосрочного и долгосрочного долга.</li><li>• Валютная структура.</li></ul>
4. Бюджетный риск	<ul style="list-style-type: none"><li>• Умеренное использование краткосрочных заимствований.</li><li>• Снижение степени изменчивости краткосрочных процентных ставок.</li><li>• Отслеживание фактических затрат на обслуживание долга.</li><li>• Стресс-тестирование (введено в 2002 году).</li></ul>
5. Кредитный риск	<ul style="list-style-type: none"><li>• Определение общего кредитного статуса контрагентов, например, рейтинга (реализация началась в 2002 году).</li><li>• Установление кредитных лимитов для конкретных контрагентов (реализация должна начаться в 2002 году).</li><li>• Положения МАДС о смягчении последствий (подлежит реализации в 2002 году).</li></ul>
6. Риск снижения рейтинга	<ul style="list-style-type: none"><li>• Определение ключевых факторов, важных для процедуры установления кредитного рейтинга.</li><li>• Создание культуры последовательного взаимодействия между остальными департаментами и международным сообществом.</li></ul>
7. Операционный риск	<ul style="list-style-type: none"><li>• Создание методов и мер контроля за операциями и платежами, осуществляемыми отделом обработки документации.</li></ul>

- за создание надлежащей организационной структуры;
- за установление необходимых связей между налоговыми и ссудными счетами, общими счетами генерального казначея (PMG) и системами учета различных департаментов.

1194. В начале 1990-х годов существовавшее тогда Министерство финансов ввело в действие систему налоговых и ссудных счетов. Оно открыло четыре налоговых и ссудных счета в каждом из четырех ведущих отечественных банков Южно-Африканской Республики. Излишки средств со счета Казначейства в РБ ЮАР ежедневно переводятся на эти счета. Средства перечисляются обратно через счет Казначейства на счета различных департаментов только в момент фактического производства расходов. Это создает ежедневный отток средств с данных счетов.

1195. С июня 1998 года ежедневно учитывается разность между прогнозом дневных кассовых потоков и фактическими потоками. Контроль оценок кассовых потоков и более точная информация о прогнозируемых ежемесячных и ежедневных кассовых потоках создали возможность более точно планировать и составлять предложения о потребностях в финансировании. Кроме того, активное использование казначейских векселей, выпуск краткосрочных (однодневных) казначейских векселей для финансирования пиковых объемов кассовых потоков, а также инвестиции Корпорации государственных вкладов (организация в составе Резервного банка ЮАР, управляющая краткосрочными государственными средствами) способствовали такому управлению кассовыми потоками, которое обеспечивает хранение более низких кассовых остатков перед пиками кассовых потоков.

## **I. Регулирование отношений с инвесторами**

1196. Национальное казначейство придает также большее значение регулированию отношений с инвесторами и разработало годовую программу связей с инвесторами, которая предусматривает выездные презентации, совещания с первичными дилерами и индивидуальные встречи с инвесторами и другими участниками рынка, например, с банками, управляющими фондами и т.п.

1197. Ежегодные выездные презентации призваны содействовать обмену мнениями между Национальным казначейством и инвесторами (внутренними и внешними) по вопросам, представляющим взаимный интерес. В рамках этих мероприятий могут проводиться, например, обсуждения потребностей в финансировании, новых инструментов и проектов, предлагаемых Отделением по управлению активами и обязательствами, а также любых вопросов, касающихся рынка.

1198. При создании системы первичных дилеров Национальное казначейство, РБ ЮАР, маркет-мейкеры и Биржа облигаций достигли соглашения о координации

выполнения своих функций, с тем чтобы обеспечить прозрачность и эффективность рынка облигаций. Все новые стратегии обсуждались с участниками рынка, которым предлагалось представлять свои замечания и предложения. Национальное казначейство придерживалось своей годовой стратегии финансирования, избегая каких-либо незапланированных действий. Кроме того, у Отделения УАО в составе Казначейства и у Департамента денежного рынка и рынка капитала РБ ЮАР имелась формальная программа совещаний с первичными дилерами для обсуждения их деятельности на первичном и вторичном рынках, а также представляющих взаимный интерес вопросов, связанных с рынком капитала.

1199. Отделение УАО, совместно с Департаментом денежного рынка и рынка капитала РБ ЮАР, проводили также обсуждения с высшими руководителями различных учреждений — участников рынка капитала.

#### **Ж. Правовая основа выпуска государственных долговых инструментов**

1200. Закон об управлении государственными финансами определяет основу управления финансами в Правительстве ЮАР. Этот Закон

- устанавливает нормы управления финансами для центральных и провинциальных органов управления;
- обеспечивает эффективное и действенное управление всеми доходами, расходами, активами и обязательствами этих органов государственного управления;
- определяет обязанности лиц, которым доверено управление финансами в этих органах государственного управления;
- содержит положения, регулирующие привлечение займов государственными структурами. Он не разрешает провинциям привлекать внешние займы.

1201. В этом Законе также устанавливаются лимиты заимствований, гарантий и других формальных обязательств. Для улучшения подотчетности в сфере управления долгом Закон определяет, кто должен

- привлекать займы для Правительства;
- предоставлять гарантии, гарантии защиты или обеспечение;
- осуществлять любые другие операции, накладывающие обязательства на Правительство.

1202. Кроме того, в Законе перечисляются цели, для которых министр финансов, как представитель исполнительной власти, вправе привлекать заемные средства. Такими целями являются:

- финансирование дефицита государственного бюджета;

- рефинансирование долга с наступающим сроком погашения либо ссуд, выплачиваемых до даты погашения;
- приобретение иностранной валюты;
- поддержание кредитовых остатков средств на банковском счете Фонда национальных доходов;
- регулирование, при необходимости, ситуации в денежно-кредитной сфере страны;
- любая другая цель, утвержденная специальной резолюцией Национальной ассамблеи.

#### **К. Заключительные замечания**

1203. Южно-Африканская Республика приобрела ценный опыт и сделала важные выводы в области управления государственным долгом. Наиболее существенный вывод, сделанный Правительством, заключался в важности наличия основ управления долгом для решения проблемы увеличения задолженности, угрожавшей Южно-Африканской Республике. В этих основах были определены области риска, а также стратегии работы. Особое значение в реализации данных основ имело следующее:

- повышение ликвидности как рынка финансовых инструментов, так и рынка капитала;
- формирование кривой доходности и выпуск облигаций по всему диапазону кривой доходности;
- диверсификация инструментов с фиксированным доходом, в частности, за счет выпуска облигаций с плавающей и переменной ставкой, облигаций с фиксированной ставкой и облигаций, привязанных к инфляции;
- перенос риска, связанного с поддержанием рынка, трейдингового и инвестиционного рисков на рынок посредством назначения первичных дилеров;
- возможность размещения облигаций на хорошо организованном, структурированном (регулируемом) и развитом рынке;
- введение управления кассовыми средствами, при котором особое внимание уделяется активному управлению кассовыми остатками. Это предусматривает ежедневное отслеживание фактических потоков относительно их прогнозов.

1204. В настоящее время имеется хорошее понимание внутреннего конфликта между политикой управления долгом и денежно-кредитной политикой. Введено четкое разграничение функций, и существующие конфликты теперь надлежащим образом разрешены.

1205. В целях снижения затрат использовался постепенный подход, от акцента на развитии рынка до активного занятия позиций на рынке. Это позволяет правительству активно управлять непогашенным долгом и структурой этого долга. Принципиальное значение также приобрели задачи определения и контроля фактических рисков правительства и управления ими. Отделение УАО Национального казначейства



осуществляет активное управление этими рисками с помощью интегрированной системы управления рисками.

1206. Установление и поддержание хороших отношений с инвесторами, как внутри страны, так и за рубежом, было одной из приоритетных задач в деятельности, направленной на содействие развитию рынка облигаций ЮАР. Программа связей с инвесторами, проводимая высшим руководством Национального казначейства и Резервного банка ЮАР, повысила прозрачность и открытость рынка облигаций и содействовала росту доверия инвесторов к способности правительства управлять долгом.

1207. Признавая значение всех перечисленных выше вопросов, принципиально важно отметить, что южноафриканский рынок облигаций не мог бы функционировать столь эффективно при отсутствии разумных макроэкономических основ и надлежащим образом построенного правового базиса.

## XVI. ШВЕЦИЯ<sup>92</sup>

1208. В Швеции отдельный орган управления государственным долгом — Управление национального долга Швеции (Riksgäldskontoret) (УНДШ) — существует с 1789 года. Безусловно, принципы и практика управления долгом за эти годы неоднократно менялись. В 1998 году была проведена крупная реформа системы управления. В результате этой реформы решения, касающиеся управления долгом, принимаются в рамках системы с более четкой структурой. Более структурированным стал и подход к оценке принятых решений после их выполнения. В разделе А представлено краткое описание этой системы и накопленного к настоящему моменту опыта, а также обсуждается организационная структура УНДШ.

1209. Новая система управления создала основу для более целенаправленного анализа стратегии управления долгом и связанных с этой деятельностью рисков. В разделе В рассматриваются основные характеристики стратегии управления долгом и результаты аналитических исследований, проведенных для формирования более глубокого представления о затратах и рисках, связанных с государственным долгом.

1210. В разделе С рассматриваются меры по развитию рынков государственных ценных бумаг и опыт в этой области.

### **А. Развитие надежной системы управления и институциональной основы**

#### **Правовые нормы**

1211. Основные принципы и правила управления долгом центрального правительства Швеции содержатся в Законе о государственных заимствованиях и управлении долгом<sup>93</sup>. Действующее законодательство было принято Парламентом в 1998 году. Право правительства осуществлять заимствования основывается на ежегодной санкции Парламента, которая является составной частью решения о государственном бюджете на следующий бюджетный год. Никакого фиксированного лимита на годовой объем заимствований не устанавливается. Вместо этого в Законе определяются цели, на которые правительство вправе осуществлять заимствования, в частности, на финансирование бюджета и рефинансирование долга с наступающим сроком

---

<sup>92</sup> Данное целевое исследование подготовили Ларс Хёрнгрен и Эрик Теден из Управления национального долга Швеции.

<sup>93</sup> Данный отчет посвящен управлению долгом центрального правительства. Для краткости определение «центральное» далее будет опущено, за исключением случаев, когда оно необходимо, чтобы избежать смешения с другими аспектами государственного долга.

погашения<sup>94</sup>. Правительство всегда передает право осуществлять заимствования Управлению национального долга Швеции.

1212. Цель управления долгом также сформулирована в названном Законе. В нем устанавливается, что управление государственным долгом должно осуществляться таким образом, чтобы минимизировать долгосрочные затраты, одновременно принимая во внимание риски. При управлении долгом должны также учитываться требования денежно-кредитной политики. По существу это та же норма, которая регулировала управление долгом до реформы 1998 года. Различие состоит в том, что в настоящее время цель сформулирована в законе, принятом Парламентом, тогда как раньше она устанавливалась в документах, принимавшихся правительством.

1213. Наконец, Закон содержит процедурные нормы. Во-первых, в нем устанавливается, что правительство должно ежегодно принимать руководящие принципы управления долгом. Это решение должно основываться на предложении, представляемом УНДШ. Предложение направляется в Национальный банк (Riksbank), центральный банк страны, для получения замечаний, с тем чтобы обеспечить учет требований денежно-кредитной политики. Во-вторых, в соответствии с Законом правительство обязано представлять в Парламент ежегодный отчет с оценкой деятельности по управлению долгом. Предложение УНДШ, замечания Национального банка и принятые правительством руководящие принципы, также как и отчет о результатах деятельности, являются публичными документами.

1214. Правовые нормы создают основу для делегирования полномочий, отчетности и оценки деятельности. Парламент — на верхнем уровне системы — устанавливает цель. На основе этой цели правительству поручается определить руководящие принципы. В разработке этих принципов правительству оказывает помощь УНДШ. Это отражает тот факт, что сотрудники УНДШ на постоянной основе занимаются политикой в области долга, в то время как правительство (Министерство финансов) имеет множество других обязанностей и нечасто сталкивается с вопросами политики в области долга<sup>95</sup>.

1215. Затем фактическая работа по управлению долгом на основе руководящих принципов возлагается на УНДШ. Руководящие принципы содержат общее определение того, какой должна быть структура долга. Обычно в них определены

---

<sup>94</sup> Расходы контролируются через бюджет, а не посредством установления верхних пределов государственного заимствования или размера долга.

<sup>95</sup> Это также отражает давно сложившуюся в Швеции традицию работы с небольшими министерствами, ответственными за политические решения, и передачи операционных функций органам, которые имеют отдельный руководящий состав и действуют на базе принципа независимости от этих министерств.

диапазоны вокруг целевых показателей, что предоставляет УНДШ возможность самостоятельно принимать более конкретные решения по управлению долгом<sup>96</sup>. В УНДШ существует два уровня принятия решений. Первый уровень — это Совет, который состоит из внешних членов (за исключением генерального директора)<sup>97</sup>. Он принимает стратегические решения, например, в отношении использования диапазонов, установленных в руководящих принципах правительства, а также в отношении контрольных портфелей. Второй уровень — это оперативное управление долгом в определенных Советом рамках, что относится к сфере полномочий сотрудников УНДШ под руководством генерального директора.

1216. В системе управления также придается особое значение оценке работы. Работа каждого уровня принятия решений оценивается непосредственно вышестоящим органом. Это означает, что Совет отслеживает и оценивает оперативное управление долгом и отчитывается перед правительством. На следующем уровне правительство оценивает общие результаты решений, принятых УНДШ. И наконец, Парламент оценивает управление долгом в целом, включая руководящие принципы правительства. Эта оценка имеет форму ежегодного письменного отчета, который принимается после обсуждения и голосования в Парламенте. Этот отчет публикуется в такие сроки, чтобы УНДШ могло учесть замечания и рекомендации Парламента при подготовке очередного предложения по руководящим принципам, что замыкает цикл передачи полномочий и текущего контроля.

1217. Эта система управления относится к валовому долгу центрального правительства, или портфелю долговых обязательств, которым управляет УНДШ. Государственный сектор Швеции также имеет финансовые активы, например, в форме средств в государственной пенсионной системе и инструментов участия в капитале. Так, на конец 2001 года чистая финансовая задолженность сектора государственного управления была отрицательной, несмотря на то что отношение долга центрального правительства к ВВП составляло приблизительно 54 процента. На уровне сектора государственного управления стратегия управления долгом отсутствует, отчасти потому, что управление государственными пенсионными фондами осуществляется независимо от государственного бюджета на основе целей, которые вытекают из их роли в обеспечении будущих пенсий, а также потому, что местные официальные органы обладают значительной степенью независимости. Однако предпринимаются попытки расширить сферу охвата, с тем чтобы включить баланс центрального правительства в анализ рисков, существенных для управления долгом центрального правительства.

---

<sup>96</sup> Конкретные примеры содержания руководящих принципов приведены в разделе «Система управления на практике».

<sup>97</sup> Более подробно об организационной структуре УНДШ см. раздел «Организационная структура УНДШ».

## **Система управления на практике**

1218. Первые руководящие принципы, разработанные в рамках новой системы, были приняты в 1998 году и касались управления долгом в 1999 году. Когда в ноябре 2001 года были приняты руководящие принципы на 2002 год, это было сделано уже в четвертый раз. Когда новая система была введена в действие, было признано, что поставленная цель является недостаточно четкой и необходим дополнительный анализ, для того чтобы воплотить ее в практической системе управления долгом. При подготовке предложений по руководящим принципам акцент был сделан на дополнении установленной в законе цели надлежащими определениями затрат и рисков. Кроме того, УНДШ представило анализ того, как состав портфеля долговых обязательств может влиять на затраты и риски. Основные выводы и выработанная на этой основе стратегия управления долгом представлены в обобщенном виде в разделе В.

1219. Изменения в порядке управления мерами политики в области долга не привели, по крайней мере до настоящего времени, к изменениям в практике управления долгом. Самым значительным последствием проведенных мер, возможно, является то, что период времени, на который распространяются руководящие принципы и который ранее составлял один год, был увеличен и стал включать предварительные скользящие планы на трехлетние периоды, в соответствии с временным интервалом, используемым в бюджетном процессе. Однако важность формы и структуры управления не следует недооценивать.

1220. Во-первых, новая система привлекла большее внимание к политике в области долга как в правительстве, так и в Парламенте. Учитывая величину годовых затрат по долгу, такое внимание является оправданным.

1221. Во-вторых, процедуры, связанные с ежегодным принятием руководящих принципов, сказались на восприятии политики в области долга. Все стратегические предложения и решения должны разъясняться общественности с точки зрения их влияния на затраты и риски. После их реализации решения оцениваются с точки зрения оказанного ими влияния на затраты, и результаты оценки доводятся до сведения общественности. Прозрачность системы способствует тому, чтобы директивные органы придерживались заявленной цели минимизации затрат в долгосрочной перспективе с должным учетом рисков. В частности, в таких условиях сложно осуществлять стратегии заимствования, которые позволяют сократить краткосрочные затраты, но также ведут к существенному увеличению связанных с долгом затрат или рисков в средне- и долгосрочной перспективе.

1222. В-третьих, данная система обеспечивает более четкое распределение обязанностей между участвующими сторонами. Правительство (Министерство

финансов) делегирует полномочия по управлению долгом УНДШ на срок один год. Правительство может менять руководящие принципы в течение года в случае существенного изменения условий, исходя из которых они были приняты, но это должно делаться в форме исправленного руководящего принципа, то есть публичного документа.

1223. Таким образом, позиция центрального банка учитывается в данном процессе в формализованном виде, когда Национальному банку предлагается высказать замечания по ежегодному предложению. Эта практика отличается от существовавшей 10 или 15 лет назад, когда управление долгом часто использовалось в качестве инструмента денежно-кредитной политики и политики в области валютного курса. В настоящее время четко определено, что денежно-кредитная политика, максимум, выступает в качестве ограничения в задаче минимизации затрат, а не входит в состав целей. Возражения Национального банка, касающиеся предложения УНДШ, должны быть явным образом привязаны к «требованиям денежно-кредитной политики» (то есть должно быть указано, что предлагаемые руководящие принципы помешают Национальному банку достичь своей установленной законом цели — стабильности цен). В экономике с хорошо развитыми финансовыми рынками такая ситуация будет возникать редко. Постепенное разделение денежно-кредитной политики и политики в области долга началось до реформы системы управления, но этот новый процесс способствовал еще более четкому разграничению денежно-кредитной политики и политики в области долга.

1224. Таким образом, структура управления, введенная в 1998 году, ясно показывает, что управление долгом является отдельной сферой политики, имеющей собственную цель. За достижение этой цели правительство отвечает перед Парламентом, но основная ответственность за эту деятельность возложена на УНДШ, которое занимается как подготовкой предложений по руководящим принципам, так и оперативным управлением долгом. В результате такой процедуры разработки руководящих принципов возросла оперативная независимость УНДШ. Вместе с тем использование механизмов отчетности и оценки работы соответственно увеличило и возможности для привлечения УНДШ к ответственности за принятые им решения. Как это и должно быть, передача полномочий и подотчетность неотделимы друг от друга.

1225. Аргументы в пользу делегирования функций по проведению денежно-кредитной политики независимому центральному банку хорошо известны, и такая практика широко распространена. Система управления долгом в Швеции является иллюстрацией того, как, по подобной схеме, реализация политики управления долгом может быть поручена независимому органу управления долгом. Однако масштабы делегирования полномочий здесь не так широки, как в случае денежно-кредитной политики.

1226. Во-первых, цель управления долгом имеет две стороны ввиду возможной необходимости принимать решения о желаемом соотношении между затратами и риском. Во-вторых, отношение к риску предположительно не является независимым от общего состояния государственных финансов страны. Долг должен рассматриваться как одна из частей сводного государственного баланса. Он должен оцениваться в контексте обязательств по расходам, представляющих еще один класс обязательств, и будущих налоговых доходов, представляющих собой самые важные активы в балансе. Представляется неизбежным, что оптимальная политика управления долгом зависит от ситуации в конкретной стране в том смысле, что отношение к риску будет различаться в зависимости от общих перспектив в области государственных финансов. Таким образом, стратегические решения, касающиеся управления долгом, тесно связаны с налоговой и бюджетной политикой, которые относятся к сфере компетенции правительства и Парламента. Независимый орган управления долгом может не иметь необходимой информации для проведения таких оценок. Кроме того, что еще более важно, невозможно сделать обособленный орган управления долгом ответственным за решения, которые в конечном счете являются политическими по своему характеру. Таким образом, трудно делегировать стратегические решения административному органу в той же степени, в какой проведение денежно-кредитной политики может быть делегировано независимому центральному банку.

## **Организационная структура УНДШ**

### ***Общая информация***

1227. На протяжении первых 200 лет своего существования УНДШ было напрямую подотчетно Парламенту. В частности, это проявлялось в том, что оно имело внешней совет, назначаемый непосредственно Парламентом. Однако в 1989 году оно было преобразовано в правительственный орган. Это отражало, прежде всего, мнение о том, что влияние Парламента обеспечивается через бюджетный процесс, и что орган, который подотчетен правительству, будет более эффективно проводить политику в области долга.

### ***Внутренняя организация***

1228. Оперативная ответственность за работу УНДШ лежит на генеральном директоре и заместителе генерального директора, назначаемых правительством. Генеральный директор также является председателем Совета. Правительство также назначает других членов Совета, ни один из которых не является сотрудником УНДШ. Вследствие прежней связи с Парламентом четверо из восьми членов Совета также являются членами Парламента. Совет принимает решения по стратегическим вопросам, связанным с управлением долгом (например, о предложениях по руководящим принципам и контроле за рисками).

1229. Внутри УНДШ имеет место четкое организационное разделение обязанностей между операционным отделом, промежуточным отделом и отделом обработки документации. Деятельность операционного отдела, такая как проведение аукционов, операции по управлению долгом и кассовыми средствами, осуществляется в рамках Отдела по управлению долгом. Руководитель Отдела по управлению долгом подотчетен генеральному директору.

1230. Текущее наблюдение за деятельностью по управлению долгом осуществляет Отдел по контролю за рисками, промежуточный отдел. Его обязанности включают отслеживание позиций относительно контрольных показателей и обеспечение соблюдения кредитных лимитов по отношению к контрагентам. Отдел по контролю за рисками также отвечает за отслеживание операционных рисков.

1231. Функции подтверждения и расчетов по операциям, связанным с управлением долгом, выполняются Отделом обработки документации. Отчеты о результатах операций с долгом готовит Бухгалтерский отдел. Руководители Отдела по контролю за рисками, Отдела обработки документации и Бухгалтерского отдела подотчетны заместителю генерального директора для цели обеспечения дальнейшего разделения оперативного управления долгом и последующей деятельности.

1232. Кроме того, существует Отдел внутреннего аудита, который отчитывается непосредственно перед Советом о результатах аудиторских проверок деятельности УНДШ<sup>98</sup>.

### ***Финансовые и кадровые ресурсы***

1233. УНДШ финансируется из государственного бюджета. Оно представляет правительству предложения по бюджету на скользящий трехлетний период, с разъяснением своих потребностей в финансировании. Текущие расходы на заработную плату, арендную плату и аналогичные расходы отражаются в одном разделе бюджета, а процентные платежи по долгу — в другом. Вследствие этого УНДШ не может использовать суммы экономии затрат на уплату процентов, например, для найма дополнительных сотрудников.

1234. В пределах установленного в бюджете лимита УНДШ обладает значительной свободой в распределении средств по направлениям их использования, в том числе в области кадровых решений. В правительственных органах Швеции контроль, как правило, осуществляется не с помощью детальных предписаний относительно того, как они могут расходовать средства, а на основе того, удастся ли им достичь поставленные перед ними цели. Система оценки управления долгом, таким образом,

---

<sup>98</sup> Национальное ревизионное управление, независимый орган для проведения аудита центрального правительства, также проверяет деятельность и счета УНДШ.



отличается лишь тем, что она является более детально разработанной и формализованной, чем в других областях.

1235. Это влияет, например, на решения, касающиеся заработной платы. Правительство назначает генерального директора и заместителя генерального директора и определяет размеры их окладов. УНДШ, а в конечном счете — генеральный директор, принимает решения о найме персонала и определяет оклады всех остальных сотрудников. В структуре центрального правительства Швеции отсутствует какая-либо фиксированная сетка заработной платы, основанная на выслуге лет или других установленных критериях. Вместо этого ключевыми факторами являются заслуги и степень внешней конкуренции за сотрудников, обладающих определенной квалификацией. Это означает, что размер заработной платы может корректироваться в зависимости от потребности УНДШ в найме или удержании конкретного специалиста, безусловно, в пределах лимитов, устанавливаемых в каждой организации для того, чтобы структура заработной платы воспринималась как справедливая и разумная.

1236. Тем не менее УНДШ не может напрямую предложить более высокие ставки оплаты труда, чем частные финансовые компании. Ключевым фактором, способствующим найму и удержанию сотрудников с соответствующими навыками работы на финансовых рынках, является предложение им сложных и интересных задач. В частности, важно также вовлекать нижестоящих сотрудников в процесс обсуждения вопросов политики и принятия решений по ним. Несмотря на то что управление долгом включает портфельные решения, аналогичные тем, которые принимаются в частных финансовых учреждениях, здесь существуют связи с более широкими вопросами экономической политики, которые в других учреждениях отсутствуют. Опираясь на этот аспект, орган управления долгом может создать преимущество перед частным сектором, компенсирующее некоторые расхождения в уровнях заработной платы. В таких областях как обработка документации и информационные технологии различия между работой в органе государственной политики и частной компании являются менее выраженными. Поэтому УНДШ, как правило, сталкивается с более жесткой конкуренцией в связи с удержанием сотрудников на административных должностях, чем сотрудников, занятых в ключевых сферах политики.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

### **Общая информация**

1237. Установленная законом цель — минимизация затрат в долгосрочной перспективе с должным учетом рисков — без сомнения является обоснованной. Однако для того, чтобы воплотить эту цель в стратегию для практического управления долгом, необходимо использование более точных категорий. Важным элементом

анализа, проведенного в новой системе управления, было определение того, что следует понимать под затратами и рисками.

1238. Следующий вопрос заключается в том, какой должна быть структура портфеля долговых обязательств. УНДШ сделало вывод, что состав текущего портфеля долговых обязательств Швеции, в частности, с точки зрения доли долговых обязательств в иностранной валюте, отличается от желаемого. Разрыв является столь значительным, учитывая скорость, с которой может быть изменен состав долга, что на данном этапе было признано излишним определять целевой портфель с установлением процентных долей. Вместо этого в руководящих принципах указаны желаемые направления изменений в портфеле. Полученная в результате стратегия управления портфелем долговых обязательств обсуждается ниже в подразделе «Стратегия управления портфелем долговых обязательств». Далее, в подразделе «Активное управление долгом», рассматриваются различные аспекты активного управления долгом.

### **Концепции затрат и рисков**

1239. При принятии нового закона было признано, что необходимо провести дополнительный анализ с целью конкретизации понятий «затраты» и «риски». Хотя работа в этом направлении еще далека от завершения, УНДШ сделало некоторые предварительные выводы, которые были подтверждены в принятых правительством руководящих принципах.

1240. Первым шагом в этом процессе было рассмотрение того, следует ли измерять затраты (и связанные с ними риски) на основе стоимости долговых обязательств в полной привязке к рынку или использовать процентные ставки, установленные при выпуске облигаций. Был сделан вывод, что изменения рыночной стоимости действительно имеют значение. Однако большая часть долга не рефинансируется немедленно, да и не может рефинансироваться подобным способом. Таким образом, в качестве первого приближения разумно предположить, что долговые инструменты остаются в обращении до наступления срока погашения. Это означает, что краткосрочные колебания рыночной стоимости, являющиеся результатом изменений рыночных процентных ставок, практически не сказываются на фактических затратах по долгу. Эта точка зрения также отражена в бухгалтерской практике, где не проводится переоценка долговых обязательств на основе текущих рыночных процентных ставок.

1241. При этом следует отметить, что долговые обязательства в иностранной валюте последовательно оцениваются по текущим валютным курсам. Одна из причин разного подхода к колебаниям процентных ставок и валютных курсов состоит в том, что последние могут привести к фактическим убыткам или прибылям, даже если облигация остается в обращении до наступления срока погашения, так как выплаты

производятся в иностранной валюте. Более того, текущий валютный курс, вероятно, является лучшим из имеющихся индикаторов того, каким будет курс на момент погашения.

1242. В законопроекте, представляющем новое законодательство, правительство указало на то, что с общеэкономической точки зрения представляется уместным использование реальных (в отличие от номинальных) показателей затрат. Однако правительство отметило, что имеющиеся представления о реальных показателях финансового риска являются ограниченными, и потому до проведения дальнейшего анализа будут использоваться показатели номинальных затрат. Вторым шагом в анализе было рассмотрение вопроса о том, каким образом можно выйти за рамки номинальных показателей затрат и рисков.

1243. В простейшем виде реальный показатель можно получить путем дефлирования номинальных затрат по индексу цен, например, ИПЦ. Это сделало бы, например, затраты на обслуживание облигации, привязанной к инфляции, заранее определенными и, следовательно, безрисковыми. Однако интуитивно очевидно, что «реальный риск» представляет собой нечто большее, чем поправка на инфляцию и, более конкретно, что привязанная к инфляции облигация в общем случае не является для государства безрисковой. Такая цепь рассуждений привела к расширению рамок анализа за пределы обычного определения государственного долга. Дальнейший толчок в этом направлении дала также практика (в частности, применяемая в финансовых компаниях) проведения анализа рисков в контексте баланса в целом, что ведет к использованию подхода, близкого к так называемому совместному управлению активами и обязательствами (СУАО).

1244. Сначала необходимо отметить, что долг — это всего лишь одна из статей государственного баланса в широком определении. Во-первых, существуют всевозможные недолговые обязательства, включая программы предоставления социальных благ и другие будущие расходы. Во-вторых, государство имеет активы. Самым важным из них является право взимать налоги, что для целей баланса может измеряться как приведенная стоимость будущих налоговых поступлений.

1245. Риски возникают при неполном взаимном соответствии активов и обязательств. Поэтому для управления своими рисками государство должно рассматривать баланс в целом, чтобы попытаться ограничить несоответствие между активами и обязательствами<sup>99</sup>. Само собой разумеется, что полный анализ государственного баланса является чрезмерно сложной задачей. Однако подход к управлению долгом,

---

<sup>99</sup> Подход на основе СУАО был включен в предложение по руководящим принципам, представленное в октябре 2000 года, которое размещено на веб-сайте УНДШ ([http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines\\_2001.pdf](http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines_2001.pdf)).

основанный на СУАО, может быть полезен и при отсутствии полной количественной информации. В частности, становится ясным, что риск, связанный с государственным долгом, следует оценивать исходя из того, усиливает ли он или ослабляет нагрузку на баланс.

1246. Одним простым показателем (текущей) нагрузки на баланс является сальдо бюджета. Например, портфель долговых обязательств, с которым обычно связаны высокие затраты в периоды экономического спада, то есть когда положение в сфере государственных финансов является напряженным по другим причинам, должен считаться более рискованным, чем портфель, в отношении которого верно обратное. Практическим следствием этого является включение сглаживания дефицита в число оперативных целей управления долгом.

1247. Подход на основе СУАО также несколько меняет оценку облигаций, привязанных к инфляции. Затраты по долгу, привязанные к инфляции, сглаживают резкие колебания в государственных финансах в ситуации высокой инфляции, когда налогооблагаемые суммы велики, а расходы низки, то есть если инфляция имеет положительную корреляцию с экономическим циклом. С другой стороны, если экономика испытывает резкое потрясение на стороне предложения, ведущее к стагфляции — высокой инфляции в сочетании с низкими темпами экономического роста, — то долг, привязанный к инфляции, усиливает нагрузку на государственные финансы.

1248. Однако одно дело признать, что СУАО является адекватной схемой для рассмотрения рисков в области управления долгом, и другое — воплотить эту схему в законченной стратегии управления долгом. Пока наиболее очевидное воздействие данного подхода на управление долгом в Швеции состоит в том, что в качественном и количественном анализе затраты на обслуживание долга устанавливаются по отношению к ВВП. ВВП здесь рассматривается как показатель других связанных с экономическим циклом воздействий на бюджет, то есть портфель долговых обязательств, который рассматривается как имеющий достаточно стабильное отношение затрат к ВВП, считается менее рискованным. Использование отношения затрат к ВВП как критерия для ранжирования портфелей долговых обязательств является шагом в направлении СУАО.

1249. УНДШ построило стохастическую имитационную модель, которая используется в сочетании с другими рассуждениями, основанными на качественной информации, в работе над руководящими принципами управления долгом. В этой модели рассчитывается траектория динамики процентных ставок, валютных курсов, ВВП и потребности в заимствованиях на срок до 30 лет. Эти временные ряды затем используются для имитационного моделирования затрат по набору портфелей долговых обязательств с различными характеристиками, что позволяет ранжировать портфели на основе ожидаемых затрат по ним и изменчивости этих затрат. Как

указано выше, основной используемой мерой является отношение затрат к ВВП. Расчет ВВП в рамках модели обеспечивает внутреннюю согласованность в расчете корреляции между процентными ставками, валютными курсами и ВВП<sup>100</sup>.

## **Стратегия управления портфелем долговых обязательств**

### ***Общая информация***

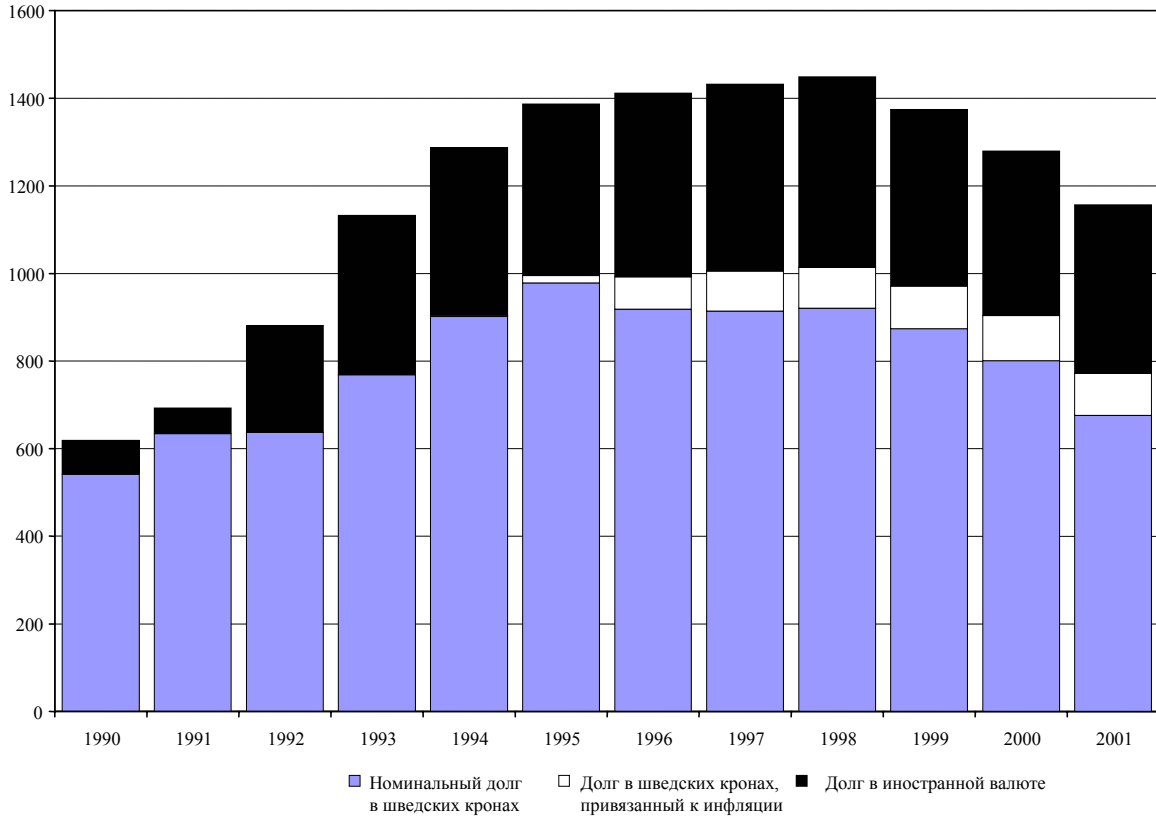
1250. Для рассмотрения стратегии управления долгом на уровне портфеля долг центрального правительства Швеции может быть разбит на три части: номинальный долг в кронах, долг в кронах, привязанный к инфляции, и долг в иностранной валюте. На рисунке 1 показана динамика долга и его состава с 1992 года<sup>101</sup>.

---

<sup>100</sup> Модель и результаты имитационного моделирования описаны в работах, размещенных на веб-сайте УНДШ ([http://www.rgk.se/files/up1553-Teknisk\\_Rapport.pdf](http://www.rgk.se/files/up1553-Teknisk_Rapport.pdf)).

<sup>101</sup> Управление национального долга Швеции в течение целого ряда лет активно использует производные инструменты и другие инструменты управления долгом. Цифры на рисунке 1 показывают размеры открытых позиций с учетом производных инструментов.

Рисунок 1. Долг центрального правительства, 1990–2001 годы  
(в миллиардах шведских крон)



1251. В текущем портфеле долговых обязательств преобладают номинальные займы в национальной валюте в форме облигаций и векселей, но в меньшей степени, чем в большинстве стран ОЭСР. Во-первых, Швеция имеет необычно высокую долю займов, привязанных к инфляции, хотя они по-прежнему составляют менее 10 процентов совокупного долга. Во-вторых, что является более существенным, более трети долга выражено в иностранных валютах. Долг в иностранной валюте большей частью является наследием начала 1990-х годов. Как можно видеть на рисунке 1, совокупный долг вырос более чем вдвое в период с 1990 по 1995 год, когда Швеция испытала самый глубокий экономический спад с 1930-х годов. Поскольку наивысшая чистая годовая потребность в заимствованиях составляла 14 процентов ВВП, было целесообразно перевести часть заимствований на внешние рынки капитала. Это позволило уменьшить давление на долгосрочные процентные ставки на внутреннем рынке и диверсифицировать портфель долговых обязательств.

1252. Дюрация объединенного долга — номинального долга в кронах и долга в иностранной валюте — составляет примерно 2,7 года. Долг, привязанный к инфляции, имеет дюрацию (измеренную по реальным ставкам), близкую к 10 годам.

### ***Выводы в отношении портфеля долговых обязательств***

1253. Ключевой вопрос анализа, проведенного в рамках новой системы управления, состоял в том, какой должна быть структура портфеля долговых обязательств, соответствующего цели минимизации затрат в долгосрочной перспективе с должным учетом рисков. Особое внимание уделялось долгу в иностранной валюте, учитывая, что он является отличительной характеристикой шведского портфеля долговых обязательств, и долгу, привязанному к инфляции, как относительно новому инструменту.

### ***Долг в иностранной валюте***

1254. На основе качественного и количественного анализа УНДШ сделало вывод о желательности уменьшения доли долговых обязательств в иностранной валюте<sup>102</sup>. Они увеличивают риск, не приводя к ожидаемому снижению затрат в долгосрочной перспективе. Во-первых, государство имеет мало активов в иностранной валюте (то есть открытая валютная позиция является по существу нехеджированной)<sup>103</sup>. Во-вторых, существует вероятность ослабления национальной валюты в периоды экономического спада, так как затраты на обслуживание долга в иностранной валюте будут, как правило, способствовать резким колебаниям отношения дефицита бюджета к ВВП. В-третьих, на несколько более тонком уровне имитационная модель показывает, что (в условиях гибких валютных курсов) внутренние краткосрочные процентные ставки отрицательно коррелированы с экономическим циклом, так как центральный банк будет осуществлять антициклическое регулирование краткосрочных ставок. Это, как правило, ведет к стабилизации отношения затрат на обслуживание долга к ВВП. В случае небольшой страны внешние процентные ставки не подвержены влиянию внутренних событий, что, при прочих равных условиях, делает долг в иностранной валюте менее привлекательным, чем долг в национальной валюте.

1255. В руководящих принципах на 2001 год правительство приняло решение, что доля долговых обязательств в иностранной валюте должна быть уменьшена<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup> Анализ представлен в предложении по руководящим принципам на 2001 год, размещенном на веб-сайте УНДШ ([http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines\\_2001.pdf](http://www.rgk.se/files/upl497-Guidelines_2001.pdf)).

<sup>103</sup> Валютные резервы принадлежат Национальному банку и управляются им, что отражает возложенную на него ответственность за проведение политики в области валютного курса. Так как валютные резервы имеют особое предназначение, они не дают эффекта хеджирования с точки зрения центрального правительства. Поэтому управление долгом в иностранной валюте и валютными резервами осуществляется отдельно.

<sup>104</sup> Решение правительства на 2001 год можно найти на веб-сайте УНДШ ([http://www.rgk.se/files/upl546-statsskuld\\_eng.pdf](http://www.rgk.se/files/upl546-statsskuld_eng.pdf)).

Процентный целевой показатель установлен не был, отчасти потому, что желаемая доля настолько ниже сегодняшней, что решение данного вопроса не является срочным. Вместо этого правительство приняло план ежегодных амортизационных выплат на сумму 35 миллиардов шведских крон. Ежегодные суммы погашения могут меняться в интервале  $\pm 15$  миллиардов шведских крон. Правительство дало указание УНДШ учитывать курс кроны при принятии решения о фактических темпах погашения долга. Если курс кроны считается значительно заниженным, то рационально — с точки зрения цели минимизации затрат — уменьшать выплаты в счет погашения долга до тех пор, пока обменный курс кроны не вернется к более нормальным значениям. В руководящих принципах на 2002 год правительство приняло решение снизить долгосрочные темпы погашения до 25 миллиардов шведских крон. Более того, оно установило целевой показатель на 2002 год в размере 15 миллиардов шведских крон ввиду слабости кроны.

1256. Указывая также на снижение курса кроны, УНДШ воспользовалось своими полномочиями, чтобы воздержаться в 2001 году от амортизационных выплат на сумму, близкую к 15 миллиардам шведских крон. Оно также объявило о том, что с начала 2002 года выплаты будут производиться более медленными темпами, чем планировалось. В сочетании со значительным сокращением долга, выраженного в шведских кронах, и снижением курса кроны в 2001 году это привело к увеличению доли долга в иностранной валюте (см. рисунок 1). Долгосрочная задача по-прежнему заключается в постепенном сокращении долга в иностранной валюте для получения такого портфеля долговых обязательств, который лучше соответствовал бы цели управления долгом.

### *Долг, привязанный к инфляции*

1257. В предложении по руководящим принципам на 2002 год УНДШ сосредоточило внимание на роли долга, привязанного к инфляции<sup>105</sup>. Количественные результаты имитационного моделирования были менее однозначными по сравнению с результатами анализа долга в иностранной валюте. Модель указывает на то, что с точки зрения затрат и рисков практически нет разницы между номинальным и привязанным к инфляции долгом в национальной валюте. Одним из возможных объяснений является заложенное в модели предположение о том, что экономика не подвергается сильным потрясениям. Например, целевые показатели бюджетной и денежно-кредитной политики в среднем достигаются во всех имитационных расчетах. Поэтому портфели долговых обязательств не подвергаются стресс-тестированию, так как его трудно провести в рамках долгосрочной имитационной модели. В таких условиях нет особых причин полагать, что долг, привязанный к инфляции, будет заметно отличаться от номинального долга.

---

<sup>105</sup> Предложение по руководящим принципам на 2002 год размещено на веб-сайте УНДШ ([http://www.rgk.se/files/upl1037-Riktlinjer\\_Eng.pdf](http://www.rgk.se/files/upl1037-Riktlinjer_Eng.pdf)).



1258. Опираясь на рассуждения относительно качественных аспектов, УНДШ указывает на другие возможности. Например, в условиях низких темпов экономического роста и инфляции, или даже при дефляции, облигации, привязанные к инфляции, способствуют сглаживанию дефицита. И наоборот, в период стагфляции наличие крупного долга, привязанного к инфляции, нежелательно. Тот факт, что нельзя заранее исключить вероятность ни дефляции, ни стагфляции, позволяет сделать вывод о том, что портфель, состоящий из долговых обязательств нескольких видов, предпочтителен с точки зрения снижения риска. Таким образом, до тех пор пока облигации, привязанные к инфляции, не являются заметно более дорогими, чем номинальные облигации, этот диверсификационный эффект является аргументом в пользу включения в портфель долговых обязательств, привязанных к инфляции. Предварительный вывод состоит в том, что доля таких обязательств должна превышать сегодняшние 8 процентов, чтобы они оказали заметное влияние на результаты фактического стресс-тестирования.

1259. В руководящих принципах на 2002 год правительство поручило УНДШ увеличить в долгосрочной перспективе долю долговых обязательств, привязанных к инфляции<sup>106</sup>. Однако, учитывая цель минимизации затрат, темпы такого увеличения должны соотноситься с затратами по другим видам долговых обязательств. Как и в других странах, рынок привязанных к инфляции облигаций периодически характеризуется ограниченным спросом со стороны инвесторов и высокими премиями за ликвидность. Поэтому важная задача УНДШ — продолжать проведение мер по улучшению функционирования рынка, с тем чтобы выгоды в форме снижения рисков по портфелю могли быть получены при приемлемых затратах. (См. также раздел С.)

### *Дюрация*

1260. Выбор дюрации предполагает поиск компромисса между затратами и рисками рефинансирования. Опыт показывает, что номинальные краткосрочные ставки в среднем ниже, чем долгосрочные ставки. Таким образом, жесткая цель минимизации затрат указывает на желательность долга с короткой дюрацией. Как отмечалось выше, внутренние краткосрочные ставки также могут быть отрицательно коррелированы с экономическим циклом, что способствует сглаживанию дефицита. С другой стороны, короткая дюрация делает затраты на обслуживание долга более чувствительными к текущим уровням процентных ставок. Более того, краткосрочные ставки, как правило, являются более изменчивыми, чем долгосрочные.

1261. Дюрация номинальной части долга Швеции составляет 2,7 года, что представляется разумным компромиссом между рассмотренными выше

---

<sup>106</sup> Решение правительства на 2002 год можно найти на веб-сайте УНДШ ([http://www.rkg.se/files/upl1115-riktlinjebeslut\\_2002\\_eng.pdf](http://www.rkg.se/files/upl1115-riktlinjebeslut_2002_eng.pdf)).

соображениями. Поэтому действующие в настоящее время руководящие принципы предполагают сохранение дюрации без изменений на трехлетний горизонт планирования.

1262. Сроки погашения долговых обязательств, привязанных к инфляции, значительно больше, что естественно для инструментов, предназначенных для защиты инвесторов от неопределенности, связанной с инфляцией. В руководящих принципах указывается, что долговые обязательства, привязанные к инфляции, в момент выпуска должны иметь по крайней мере пятилетний срок погашения, а желательно и более длительный. Таким образом, привязанные к инфляции долговые обязательства увеличивают средний срок погашения и помогают снизить риски рефинансирования для портфеля долговых обязательств в целом.

### ***Структура сроков погашения***

1263. Целевой показатель дюрации не ограничивает риски рефинансирования. В принципе, при помощи сочетания всего двух сроков погашения можно достичь любого целевого показателя дюрации. На практике риск пролонгации долга ограничивается за счет общей стратегии заимствований УНДШ, основанной на наборе номинальных эталонных облигаций со сроками погашения не менее 10 лет и наборе облигаций, привязанных к инфляции, некоторые из которых имеют еще более длительный срок погашения. Тем не менее, для ясности в руководящих принципах определяется лимит допустимого объема рефинансирования в краткосрочном плане. Устанавливается, что УНДШ должно планировать свои заимствования таким образом, чтобы в следующие 12 месяцев наступал срок погашения не более чем 25 процентов всех долговых обязательств.

### ***Резюме***

1264. В Швеции было принято решение о том, что понятие риска, используемое в установленной законом цели управления долгом, должно интерпретироваться с точки зрения того, как затраты по долгу сказываются на общей стабильности государственных финансов. В этом отношении официальные органы Швеции приняли в качестве отправной точки для анализа портфеля долговых обязательств подход на основе СУАО. Учитывая временные рамки управления государственным долгом, потенциально охватывающие не одно поколение, подлинная неопределенность всегда будет ключевым элементом управления долгом. Таким образом, не следует ожидать получения твердых и окончательных количественных заключений относительно оптимального состава портфеля долговых обязательств. Основное достоинство подхода на основе СУАО, возможно, состоит не только в предлагаемых им формальных решениях, но и в тех вопросах, которые он поднимает. В частности, управляющий долгом вынужден решать вопросы, связанные с принятием рисков, гораздо более последовательным образом, чем в случае, если бы затраты по долгу рассматривались независимо от всего остального государственного баланса.

## **Активное управление долгом**

### ***Общая информация***

1265. Полезно различать активное управление долгом двух типов. Первый тип включает действия, позволяющие разграничить решения о финансировании, с одной стороны, и решения, касающиеся характеристик портфеля долговых обязательств, с другой, что достигается главным образом с помощью производных инструментов. Такие действия мотивированы желанием использовать более дешевые методы финансирования без обязательного принятия рисков, сопряженных с этими инструментами. Получаемый в результате портфель долговых обязательств должен иметь меньшие затраты на финансирование и/или меньшие риски, чем аналогичный портфель, сформированный за счет прямого заимствования. Эта форма активного управления определяется стратегическими соображениями<sup>107</sup>.

1266. Активное управление долгом второго типа представляет собой занятие позиций на основе взглядов относительно будущей динамики процентных ставок или валютных курсов. Для этого необходимо, чтобы был определен контрольный портфель. Затем создается позиция посредством изменения фактического портфеля таким образом, чтобы он отклонялся от контрольного. Результат занятия этой позиции может быть оценен посредством сравнения (рыночной) стоимости фактического портфеля со стоимостью контрольного. Такая форма активного управления обычно определяется тактическими соображениями.

1267. Управление национального долга Швеции использует обе формы активного управления долгом. В данном разделе разъясняются мотивации и схемы, используемые в каждом случае.

### ***Стратегии управления портфелем***

1268. Разграничение решений о финансировании и о составе портфеля вытекает из прошлой практики управления долгом в иностранной валюте. УНДШ традиционно преследует стратегию заимствований с использованием выгодных возможностей, предлагаемых текущей ситуацией, стремясь найти недорогие источники финансирования, безотносительно валюты или срока погашения. Затем для достижения желаемого состава портфеля долговых обязательств в иностранной

---

<sup>107</sup> К активному управлению долгом можно было бы отнести обмены и выкупы находящихся в обращении долговых обязательств, так как они предполагают отклонение от простой стратегии «выпустить и оставить до срока погашения». Эти меры обсуждаются в разделе С, так как они также ставят своей целью повышение ликвидности рынка.

валюте, который выражается в контрольном портфеле, оно использует производные финансовые инструменты для трансформации кассовых потоков.

1269. Учитывая этот опыт работы с производными инструментами, начало осуществления в 1996 году заимствований в шведских кронах и конвертация этого долга в синтетические валютные обязательства с использованием валютных свопов не явилось для УНДШ радикальной мерой<sup>108</sup>. Эта трансформация включает несколько этапов. Во-первых, УНДШ выпускает долгосрочные облигации в кронах. Во-вторых, оно осуществляет процентный своп в кронах, в котором оно получает платежи по фиксированной процентной ставке и осуществляет платежи по плавающей ставке. В-третьих, кассовый поток в кронах по плавающей ставке конвертируется в евро, например, посредством валютного свопа. Наконец, осуществляется процентный своп в иностранной валюте для достижения желаемой дюрации открытой валютной позиции. В конце 2001 года примерно 45 процентов открытой валютной позиции, или эквивалент 180 миллиардов шведских крон, составляли свопы между кроной и иностранной валютой. Как можно видеть из рисунка 2, ежегодные объемы свопов составляли от 20 до 40 миллиардов шведских крон, что частично зависело от представлений о емкости рынка. В последние годы по крайней мере половина выпущенных облигаций была использована в свопах.

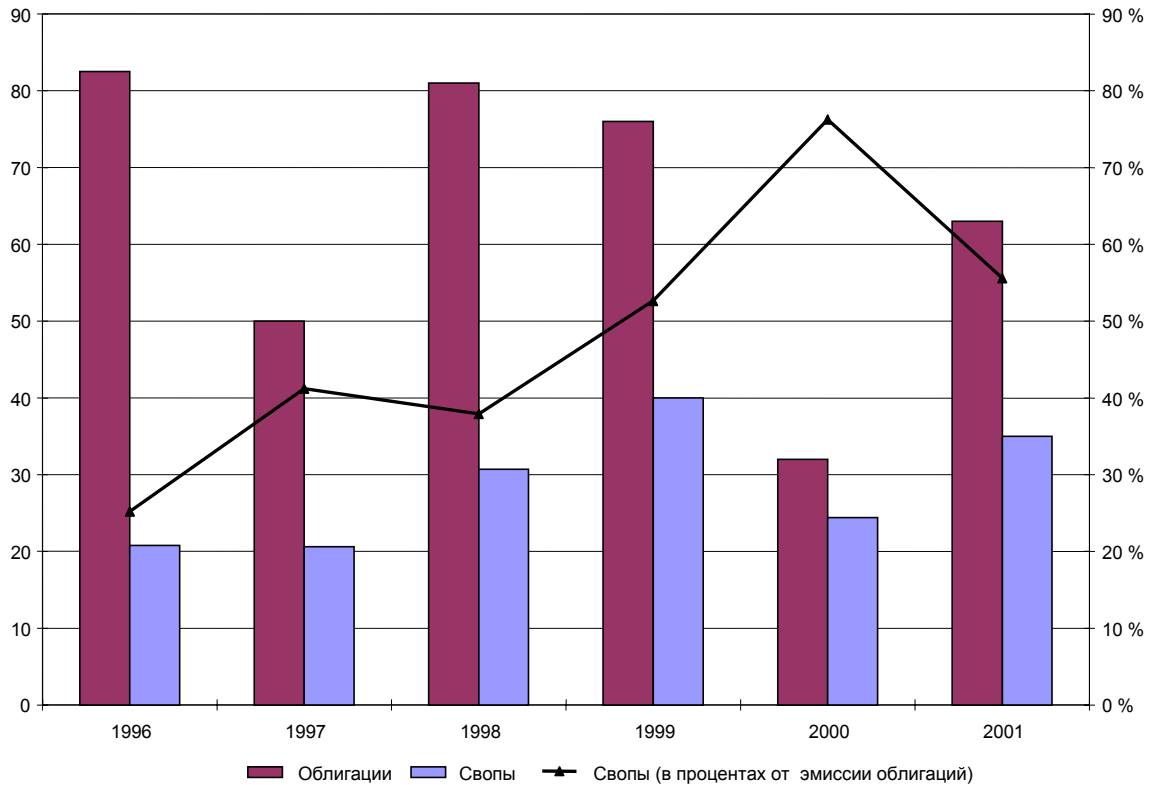
1270. Свопы между кроной и иностранной валютой в течение нескольких лет были самым дешевым методом создания открытой валютной позиции. Причина состоит в том, что УНДШ — как представитель государства — имеет сравнительное преимущество при долгосрочном заимствовании в шведских кронах. Другими словами, долгосрочная ставка в операциях своп выше, чем стоимость долгосрочного финансирования для УНДШ. Этот спред ставок по операциям своп частично компенсируется тем фактом, что плавающая ставка в свопе выше, чем ставка по казначейским векселям, которая определяет стоимость прямого краткосрочного финансирования. До тех пор пока средний краткосрочный спред в течение срока действия свопа ниже первоначального долгосрочного спреда ставок в операциях своп, УНДШ получает более дешевое финансирование, используя свопы, чем выпуская векселя. Более того, оно избегает риска рефинансирования<sup>109</sup>.

---

<sup>108</sup> Глубокий обзор практики использования свопов управляющими долгом (включая Управление национального долга Швеции) см. в работе Gustavo Piga, *Derivatives and Public Debt Management*, International Securities Market Association (ISMA), Zurich, 2001.

<sup>109</sup> Долгосрочная облигация в сочетании с процентным свопом эквивалентна (синтетическому) долговому обязательству с плавающей ставкой.

Рисунок 2. Эмиссия облигаций и объемы свопов, 1996–2001 годы



1271. УНДШ объявило, что процентный своп может использоваться в качестве альтернативы краткосрочному финансированию, то есть в дополнение к векселям. Это позволяет УНДШ осуществлять заимствования на длинном конце кривой доходности без увеличения дюрации долга. Таким образом, результатом свопов являются более высокие объемы эмиссии на шведском рынке облигаций, что должно способствовать ликвидности. Этот аспект приобрел важность в последние годы, когда валовые потребности в заимствованиях снизились вследствие улучшения состояния бюджета.

1272. Важно, чтобы при проведении крупномасштабных операций с производными финансовыми инструментами обеспечивалась прозрачность во избежание неясности на рынке относительно мотивов их использования. Поэтому, как и на рынке облигаций, УНДШ объявляет о запланированных на год операциях своп. Решения об объемах принимаются на основе предшествующего опыта и с учетом замечаний участников рынка. Фактические объемы могут меняться в зависимости от рыночных условий. Более того, такой объем портфеля свопов, который имеется на сегодня в Швеции, предполагает достаточную емкость рынков свопов, чтобы уменьшение спреда ставок по операциям своп не сводило на нет получаемые выгоды. Вследствие

этого, желательно постепенно расширять программу, уделяя должное внимание затратам, связанным со свопами, в сравнении с другими методами финансирования.

1273. Свопы и другие производные инструменты приводят к возникновению рисков со стороны контрагента, которые необходимо тщательно регулировать. В качестве метода снижения кредитных рисков УНДШ использует соглашения CSA (по приложению о кредитной поддержке). Это система двустороннего обмена кассовыми средствами исходя из текущей рыночной стоимости чистой позиции. Такая система ограничивает размеры подверженности кредитному риску только изменениями в рыночной стоимости за день, позволяя УНДШ проводить операции с контрагентами, которые предлагают наилучшие цены в каждый конкретный момент времени, по существу не обращая внимания на предыдущие контракты с этими посредниками<sup>110</sup>.

### ***Тактическое распределение долговых обязательств***

#### *Долг в иностранной валюте*

1274. УНДШ занимает тактические позиции с целью получения выгод от изменений валютных курсов и процентных ставок только при управлении долгом в иностранной валюте. Основной для этой деятельности служит контрольный портфель, определяемый Советом УНДШ. Совет определяет нейтральный портфель с точки зрения валютной структуры и структуры сроков погашения и устанавливает максимально допустимые отклонения от этого портфеля. Руководство УНДШ может занимать позиции в этих пределах. Соблюдение этих лимитов отслеживается Отделом по контролю за рисками, который функционирует отдельно от Отдела по управлению долгом.

1275. УНДШ также использует внешних управляющих портфелями (в настоящее время их пять), которые работают в рамках того же мандата, но ограниченного небольшой частью совокупного долга в иностранной валюте. Эта практика дает дополнительный инструмент для оценки решений УНДШ о распределении долга.

#### *Долг в национальной валюте*

1276. При управлении долгом в кронах УНДШ не принимает соответствующих решений о распределении долга на основе своих взглядов относительно процентных ставок. Главная причина состоит в том, что УНДШ занимает столь доминирующие позиции на рынке инструментов в кронах с фиксированным доходом, что перераспределение его портфеля может вызвать изменение процентных ставок. Если

---

<sup>110</sup> УНДШ работает с симметричными соглашениями CSA, то есть оно, в соответствии с рыночной практикой, также переводит кассовые средства, если контрагент имеет чистое требование.

такой заемщик будет стремиться извлечь выгоды из текущей ситуации, то это приведет к повышению общего уровня процентных ставок, так как инвесторы будут требовать компенсации за дополнительные риски, которым они подвергаются. Учитывая, что УНДШ обычно доминирует на рынке облигаций в национальной валюте, предсказуемая и прозрачная стратегия заимствований является лучшим средством для снижения затрат по долгу для суверенного эмитента. (См. также раздел С.)

1277. Как отмечалось выше в подразделе «Стратегия управления портфелем долговых обязательств», решения УНДШ о темпах погашения долга в иностранной валюте частично основываются на оценках валютного курса. Это также является формой активного управления долгом, влияющего на состав долга, хотя для портфеля долговых обязательств в целом контрольный показатель не определяется.

1278. Следует подчеркнуть, что с точки зрения обеспечения низких затрат и приемлемых рисков активное управление долгом относительно контрольного портфеля имеет второстепенное значение по сравнению с решением о самом контрольном портфеле. Например, очевидно, что выбор целевого показателя дюрации в два года, а не пять лет влияет на затраты и риски в гораздо большей степени, чем отклонения в интервале  $\pm 0,3$  года от любого из этих центральных значений. Тем не менее экономия за счет успешного активного управления долгом может быть значительной в абсолютном выражении. Более того, инструменты, используемые для занятия позиций, могут также применяться в традиционном управлении долгом, как, например, это происходит при использовании производных инструментов, создавая тем самым положительные побочные эффекты.

### **Управление кассовыми средствами и связи с центральным банком**

1279. Государственная платежная система Швеции основана на принципе единого счета, то есть все платежи направляются через систему с одним единым главным счетом, которым управляет УНДШ. До 1994 года остатки средств на этом счете хранились в Национальном банке. Это означало, что УНДШ не участвовало в управлении кассовыми средствами. Вместо этого Национальный банк был вынужден стерилизовать изменения банковских резервов из-за колебаний остатков средств на государственном счете.

1280. В связи с вступлением Швеции в ЕС было принято решение, что УНДШ должно управлять главным счетом за пределами Национального банка. Одна из причин состояла в том, что правила ЕС запрещают центральному банку осуществлять прямое кредитование правительства, то есть УНДШ более не могло иметь отрицательное сальдо по своему счету с конца одного дня до начала другого. Так как кассовые позиции правительства подвержены сильным колебаниям в течение месяца, оно было бы вынуждено внести существенную сумму на счет в Национальном банке для создания буфера, предотвращающего возможность того, что сальдо данного счета

когда-либо окажется отрицательным. Это было признано неэффективной формой управления кассовыми средствами.

1281. В рамках действующей в настоящее время системы УНДШ использует свой счет в Национальном банке для участия в платежной клиринговой системе, но сальдо счета в конце каждого дня обнуляется. Это достигается посредством операций на краткосрочном межбанковском рынке с использованием таких инструментов, как кредиты и депозиты «овернайт» и соглашения РЕПО. Обычно сальдо счета сводится к нулю с помощью таких операций на межбанковском рынке. Иногда на конец дня на счету сохраняется остаток (положительный или отрицательный), редко превышающий несколько миллионов крон. В таком случае он автоматически переводится на счет УНДШ в коммерческом банке. Таким образом, УНДШ несет ответственность за все аспекты управления государственным долгом — от кредитов «овернайт» до тридцатилетних облигаций, привязанных к инфляции.

1282. Такая система также ведет к тому, что Национальному банку не приходится компенсировать колебания в кассовой позиции правительства посредством операций на рынке. Так как УНДШ является частью межбанковского рынка, кассовая позиция правительства не оказывает влияния на резервы, имеющиеся в распоряжении банковской системы. Таким образом, отделение функции управления кассовыми средствами правительства от центрального банка также облегчает для Национального банка задачу управления своим балансом, позволяя ему устанавливать процентные ставки «овернайт» на целевом уровне.

1283. Хотя с 1994 года ответственность за управление кассовыми средствами в национальной валюте возложена на УНДШ, все обменные операции между кроной и иностранными валютами оно по-прежнему совершает через Национальный банк. Национальный банк осуществляет обменные операции, необходимые для покрытия покупок иностранных валют УНДШ, по заранее определенной схеме, чтобы их невозможно было спутать с интервенциями, проводимыми в целях политики в области валютного курса. В частности, банк покупает заранее объявленную сумму иностранной валюты в рамках определенного периода каждого операционного дня.

1284. С 1 июля 2002 года УНДШ также будет иметь право осуществлять такие обменные операции с другими контрагентами. Такое решение правительства мотивировано тем, что это создаст большую гибкость при проведении этих операций. Хотя УНДШ дано указание соблюдать принцип предсказуемости и прозрачности также и при осуществлении деятельности на рынке иностранной валюты (это означает, что проведение краткосрочных спекулятивных операций исключается), оно не обязано придерживаться столь же жесткого календарного графика, как Национальный банк, что делает возможным использовать выбор сроков совершения покупок иностранной валюты в качестве инструмента снижения затрат по долгу.



## **Управление условными обязательствами**

1285. Условные обязательства в форме гарантий могут выдаваться только на основе санкции Парламента. Четыре правительственных органа отвечают за специальные программы гарантий, связанные с кредитованием экспорта, жилищным строительством, международной помощью и страхованием депозитов. УНДШ выдает другие гарантии на основе специальных санкций Парламента в каждом конкретном случае. Закон о бюджете устанавливает, что за предоставление гарантий должен взиматься сбор, учитывающий уровень риска. Если Парламент решает, что получатель гарантии не обязан платить, то для покрытия этого сбора должны быть зарезервированы бюджетные средства. Размер сбора устанавливает УНДШ, то есть существует четкое разграничение между решением о выдаче гарантии и установлением размера сбора. Точность решений УНДШ в отношении размера сбора может быть оценена впоследствии посредством проверки того, соответствуют ли сборы, накопленные в течение длительного времени, платежам, осуществленным в счет покрытия требований по гарантиям.

1286. При использовании подхода к управлению долгом на основе СУАО становится ясно, что гарантии (и другие условные обязательства) должны учитываться при анализе рисков в области государственных финансов. В согласованной системе управления рисками должен быть возможен, например, анализ того, следует ли добиваться снижения риска посредством изменения государственного портфеля долговых обязательств или путем передачи гарантии гаранту из частного сектора.

1287. И снова оказывается, что этот принцип легче декларировать, чем воплотить в жизнь. Первый шаг заключается в том, чтобы предоставить согласованную сводную информацию о государственных гарантиях. Она должна включать ожидаемые убытки по общему портфелю гарантий, а также учитывать величину возможных неожиданных убытков. Отчеты о портфеле гарантий должны представляться в Парламент в связи с проектом бюджета. Если ожидаемые или неожиданные убытки по гарантиям возрастают, то это должно приниматься во внимание до вынесения решений о расходах и налогах, так как данное обстоятельство равнозначно ослаблению базовой бюджетной позиции. В Швеции такая система отсутствует, однако шаги в этом направлении предпринимаются, с тем чтобы добиться совершенствования анализа условных обязательств и управления ими.

## **С. Развитие рынков государственных ценных бумаг**

### **Введение**

1288. Помимо хорошо сбалансированного распределения долга между различными видами долговых обязательств, для достижения цели минимизации затрат важен упорядоченно функционирующий рынок государственных ценных бумаг. Как ведущий

заемщик и участник шведского рынка инструментов с фиксированным доходом, УНДШ несет ответственность за обеспечение эффективности и развитие этого рынка. Поэтому УНДШ принимает активное участие в обсуждениях и развитии рынка. Это включает меры по совершенствованию вторичного рынка с целью повышения ликвидности и прозрачности. Ниже рассматриваются некоторые примеры мер, проводимых в различных сегментах рынка.

## **Номинальные облигации**

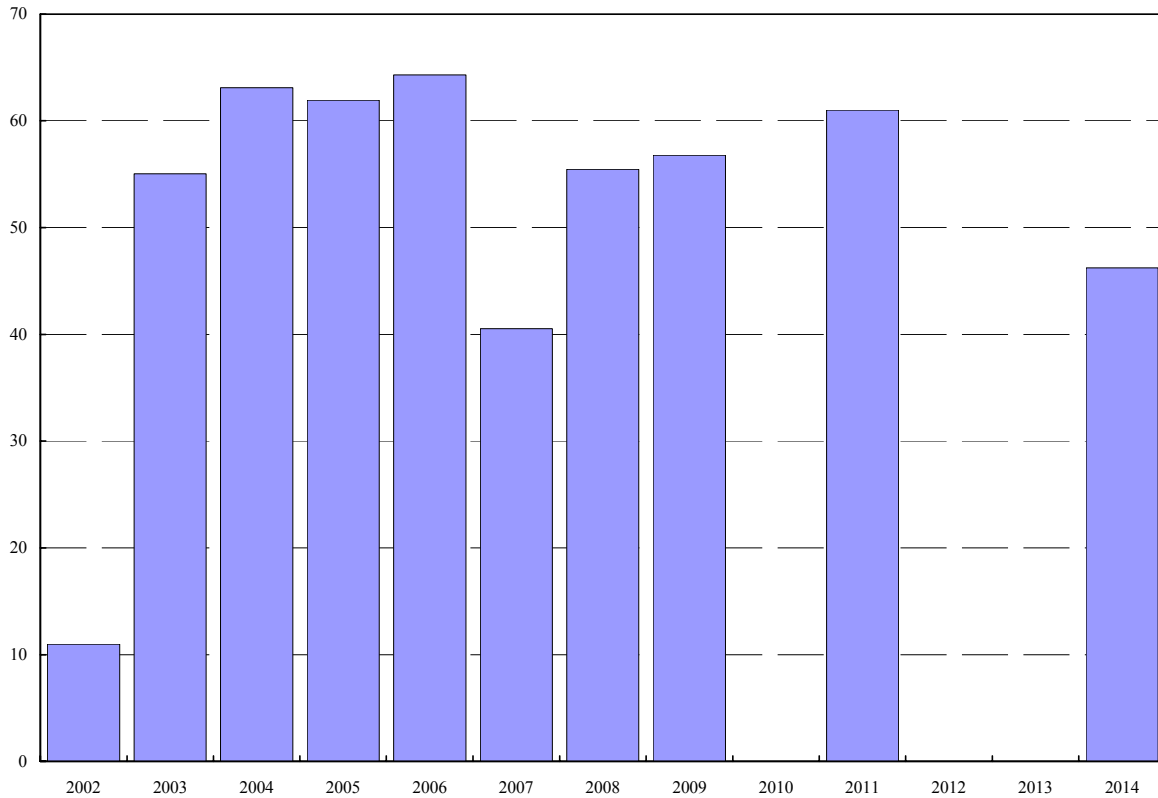
### ***Первичный рынок***

1289. Общая стратегия заключается в концентрации заимствований в нескольких довольно крупных выпусках. В настоящее время существует примерно 10 таких эталонных облигаций. Крупные выпуски облегчают трейдинг и снижают риск возникновения ситуаций «сдавливания коротких позиций» в отношении определенных выпусков. Ранее УНДШ стремилось к тому, чтобы в каждом году наступал срок погашения каких-либо облигаций. Эта стратегия была несколько изменена в 2000 году, когда был введен новый 10-летний выпуск с погашением в 2011 году, в результате чего на 2010 год не приходится погашения каких-либо облигаций. Учитывая значительный профицит бюджета, было важнее сконцентрировать заимствования с целью поддержания ликвидности, чем обеспечить ежегодное наступление сроков погашения эталонных облигаций. Структура сроков погашения на конец 2001 года показана на рисунке 3.

1290. Когда вводится новый выпуск, — обычно с 10-летним сроком погашения, — то для его быстрого размещения проводятся операции обмена старых выпусков на новый. Кроме того, сразу же после проведения первого аукциона по размещению нового выпуска облигаций начинает действовать специальный механизм РЕПО на сумму примерно 20 миллиардов шведских крон. Ставка по операциям РЕПО обычно на 15 базисных пунктов ниже целевого показателя Национального банка для процентной ставки «овернайт». Этот механизм РЕПО служит гарантией того, что никакие отдельные инвесторы не смогут создать на рынке ситуацию «сжатия» в отношении нового выпуска. Вследствие этого УНДШ не устанавливает никаких ограничений на размер доли облигаций одного выпуска, которой может владеть один инвестор, или доли, выделяемой одному дилеру на аукционе.

1291. Аукционы по облигациям проводятся раз в две недели. Информация о выпуске, подлежащем размещению на аукционе, и его объеме распространяется за неделю до проведения аукциона. Уполномоченные дилеры несут обязательство подавать заявки от имени инвесторов и за собственный счет. Результат объявляется через 15 минут после закрытия аукциона.

Рисунок 3. Структура сроков погашения номинальных облигаций, декабрь 2001 года



### ***Вторичный рынок***

1292. Одним из важных способов повышения ликвидности вторичного рынка является предложение уполномоченным дилерам возможности пользования механизмами РЕПО. Это снижает риск возникновения дефицита, а следовательно, поддерживает ликвидность. Для гарантии того, что УНДШ не займет слишком доминирующее положение на рынке РЕПО, объемы этих операций ограничиваются. УНДШ установило максимальный объем операций РЕПО в размере 500 миллионов шведских крон, которые уполномоченные дилеры могут использовать по штрафной ставке, которая на 60 базисных пунктов ниже целевой ставки «овернайт» Национального банка. Благодаря этому спреду данный механизм рассматривается как «РЕПО последней инстанции». Хотя эти механизмы РЕПО используются редко, они важны, так как не позволяют создать ситуацию «сжатия». При столь высокой штрафной ставке, составляющей 60 базисных пунктов, цены на рынке в нормальной ситуации по-прежнему определяются спросом и предложением без вмешательства со стороны УНДШ.

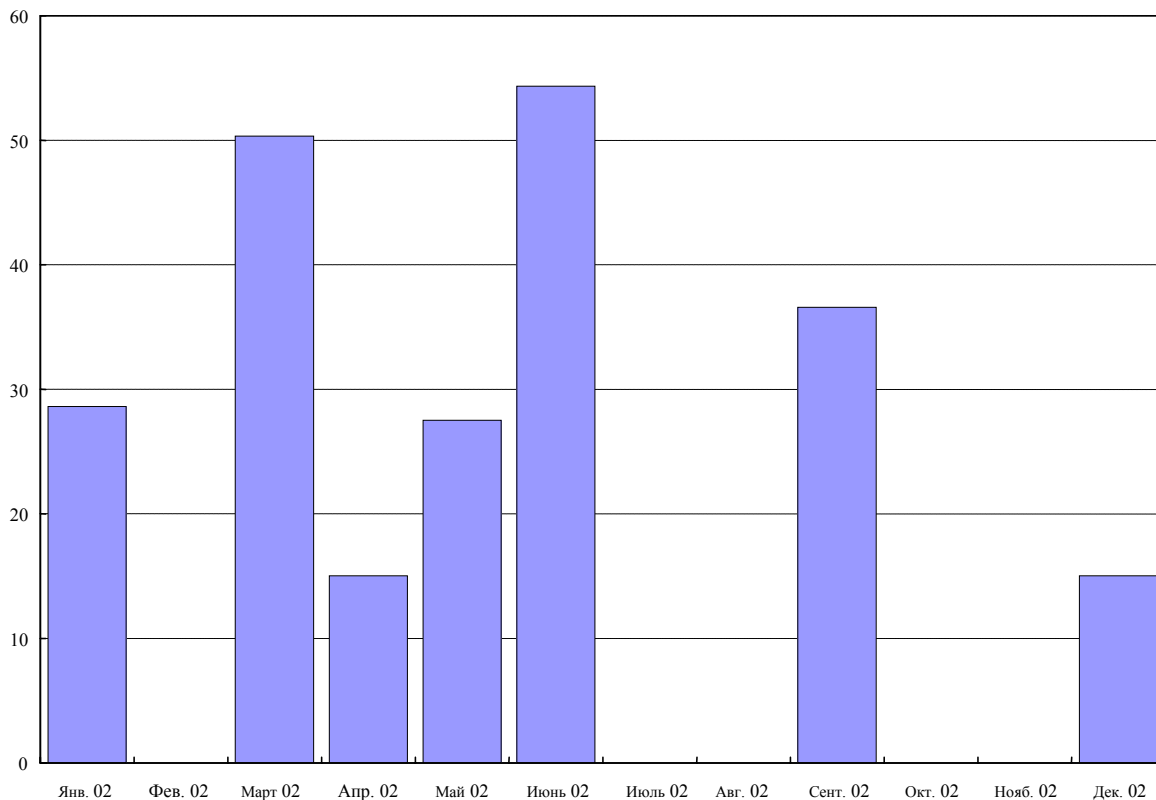
1293. Кроме того, операции РЕПО являются естественным инструментом в осуществляемом УНДШ управлении ликвидностью. Когда УНДШ нуждается в

краткосрочных займах, оно может, например, предоставить ценные бумаги в ссуду инвестору в рамках РЕПО для получения краткосрочного финансирования. В этом случае ставка РЕПО на 15–25 базисных пунктов ниже целевой процентной ставки «овернайт». Другими альтернативными вариантами являются прямое заимствование на рынке депозитов или выпуск краткосрочных казначейских векселей в текущем порядке.

### Казначейские векселя

1294. С позиций международной практики шведский рынок казначейских векселей достаточно велик. Примерно 20 процентов совокупного долга составляют казначейские векселя. Этот рынок организован на основе тех же принципов, что и рынок облигаций. Заимствование осуществляется через аукционы, проводимые раз в две недели, и сконцентрировано в восьми векселях, обычно со сроком погашения до 12 месяцев (см. рисунок 4). Рынок РЕПО является менее ликвидным и емким, чем рынок облигаций, но УНДШ имеет механизмы РЕПО, аналогичные предлагаемым на рынке облигаций, с несколько более выгодными условиями.

Рисунок 4. Структура сроков погашения казначейских векселей, декабрь 2001 года



1295. Когда до погашения облигации остается менее одного года, инвесторам предлагаются возможности обменять ее на пакет из трех или четырех векселей. Пакет формируется таким образом, что обмен не влияет на дюрацию. В результате этой операции инвестор получает более ликвидные ценные бумаги и снижается риск рефинансирования для УНДШ, так как погашение распределяется по нескольким датам.

### **Облигации, привязанные к инфляции**

1296. Облигации, привязанные к инфляции, были введены в 1994 году. Их доля в совокупном долге составляет приблизительно 8 процентов. Это делает шведский рынок облигаций, привязанных к инфляции, одним из крупнейших в мире, в относительном выражении. В настоящее время в обращении находится семь облигаций, привязанных к инфляции, со сроками погашения от 2 до 26 лет.

1297. В поддержку эмиссии облигаций, привязанных к инфляции, было выдвинуто два основных аргумента. Во-первых, долгосрочная стоимость финансирования за счет таких облигаций должна быть ниже, поскольку государство принимает на себя риск инфляции. Если премия за риск инфляции выше, чем другие премии, которые могут оказывать противоположное воздействие, такие как премии за ликвидность, то стоимость финансирования за счет облигаций, привязанных к инфляции, должна быть ниже стоимости финансирования за счет номинальных облигаций. Второй аргумент, обсуждаемый выше в разделе В, подразделе «Стратегия управления портфелем долговых обязательств», заключается в том, что облигации, привязанные к инфляции, способствуют диверсификации портфеля долговых обязательств.

1298. В первые годы осуществления программы аргумент, касающийся стоимости, как представляется, был верным, поскольку инвесторы покупали привязанные к инфляции облигации, когда пороговые уровни были выше официального целевого показателя инфляции, установленного Национальным банком. Вероятно, целевой показатель инфляции не вызвал в то время полного доверия, поэтому с точки зрения инвесторов было рациональным заплатить больше, чтобы избежать инфляционного риска. Инфляция упала ниже целевого показателя и, вследствие этого, по расчетам УНДШ за период с 1994 года займы, привязанные к инфляции, позволили сэкономить примерно 8 миллиардов шведских крон за счет снижения общей стоимости финансирования. Однако в последние годы установилось доверие к 2-процентному целевому показателю инфляции, а пороговый уровень инфляции для обеспечения выгоды данных облигаций по оценке рынка оказался ниже 2 процентов. Это привело к обсуждению вопроса об экономической целесообразности эмиссии облигаций, привязанных к инфляции.

1299. Правительство и УНДШ пришли к выводу, что величина экономии на затратах может значительно меняться с течением времени. Когда инфляционные риски

считаются небольшими, может быть менее выгодно выпускать облигации, привязанные к инфляции, и наоборот, если риск инфляции растет. Важно также, чтобы УНДШ поддерживало эффективный рынок облигаций, привязанных к инфляции, с целью снижения премии за ликвидность.

1300. Развитие рынка инструментов нового типа является сложной задачей. Теоретические аргументы свидетельствуют о желательности включения облигаций, привязанных к инфляции, в долгосрочные портфели активов. Однако в большинстве крупных портфелей активов в Швеции доли активов, привязанных к инфляции, до сих пор невелики. Это обусловлено несколькими причинами. Одной из них, возможно, является то, что многие инвесторы используют номинальный бухгалтерский учет и номинальные контрольные показатели, в результате чего привязанные к инфляции инструменты, как правило, воспринимаются скорее как более рискованные. Управляющие фондами также, как правило, стремятся не слишком отклоняться от линии своих конкурентов, что свидетельствует о возможности существования пороговых уровней, которые должны быть преодолены для увеличения объема совокупных авуаров в облигациях, привязанных к инфляции.

1301. Один вывод из опыта Швеции заключается в том, что прагматический подход является обоснованным. Например, УНДШ размещает привязанные к инфляции облигации как через аукционы, так и в текущем порядке. Эмиссия в текущем порядке, то есть эмиссия по запросу уполномоченных дилеров, была успешной, когда крупные внутренние инвесторы наращивали свои стратегические запасы облигаций, привязанных к инфляции. Метод эмиссии в текущем порядке позволил гибко удовлетворять этот спрос. По мере роста рынка были введены аукционы, так как этот метод повышает прозрачность и предсказуемость.

1302. Хотя облигации, привязанные к инфляции, продаются через аукционы, УНДШ предлагает уполномоченным дилерам на вторичном рынке механизм обмена в текущем порядке, который позволяет им обменивать один вид облигаций на другой без изменения дюрации. УНДШ устанавливает такую цену, при которой обмен становится для дилеров дорогостоящим. Как и механизмы РЕПО для номинальных облигаций, механизмы обмена должны рассматриваться в качестве варианта для использования при отсутствии других возможностей. Кроме того, УНДШ имеет механизмы РЕПО для облигаций, привязанных к инфляции. Каждый уполномоченный дилер может совершать операции РЕПО в объеме 200 миллионов шведских крон по ставке, которая на 25 базисных пунктов ниже ставки «овернайт» Национального банка.

1303. До проведения аукционов УНДШ принимает рекомендации от уполномоченных дилеров. Оно более склонно прислушиваться к рекомендациям, касающимся рынка инструментов, привязанных к инфляции, чем рынка номинальных облигаций; диалог с инвесторами и дилерами более важен на новом рынке.

1304. Естественно, принимая решение о том, что и в каком объеме выпускать, УНДШ также учитывает цены. В частности, УНДШ старается избежать финансирования при слишком низких пороговых темпах инфляции. Вместе с тем УНДШ считает важным поддерживать рынок посредством осуществления эмиссии по крайней мере в небольших объемах, даже когда уровень затрат на финансирование представляется менее благоприятным. В более долгосрочном плане это должно способствовать снижению премий за ликвидность и, следовательно, сделать финансирование, привязанное к инфляции, менее дорогим.

### **Уполномоченные дилеры**

1305. УНДШ имеет три отдельных соглашения с дилерами: одно — по номинальным облигациям, второе — по казначейским векселям и третье — по облигациям, привязанным к инфляции. Причина использования формальных соглашений состоит в том, что они позволяют УНДШ формировать дилерские группы, которые принимают на себя обязательства участвовать в операциях как на первичном, так и на вторичном рынке на постоянной основе. Принимаемые дилерами обязательства имеют в Швеции особое значение, учитывая довольно небольшой размер рынка.

1306. Соглашение по номинальным облигациям было изменено в 2001 году, с началом работы электронной системы торговли. УНДШ использовало соглашения в качестве инструмента, позволяющего провести единообразное изменение структуры рынка. В соответствии с новым соглашением уполномоченные дилеры, кроме участия в операциях на первичном рынке, выставляют в электронной системе обязательные двусторонние котировки по 2-, 5- и 10-летним облигациям. Соглашение определяет минимальные объемы операций и максимальные спреды между курсами покупки и продажи. В рамках нового соглашения УНДШ начало выплачивать комиссионные дилерам с целью поощрения участия в электронной системе торговли. Одна часть является фиксированной, а другая зависит от того, насколько активно дилер участвовал в операциях на первичном и вторичном рынках. В целом размер комиссионных составляет от 15 до 20 миллионов шведских крон в год (менее 2 миллионов долларов США).

1307. Работой новой электронной системы торговли управляет Консультативный совет. В этом совете представлены уполномоченные дилеры, УНДШ и биржа.

1308. УНДШ не выплачивает комиссионные на рынке казначейских векселей, так как необходимое обязательство дилеров — особенно на вторичном рынке — не считается столь важным, как на рынке облигаций. Вместе с тем уполномоченные дилеры имеют то преимущество, что только им разрешено представлять заявки на аукционах и пользоваться механизмами РЕПО.

1309. Соглашение по облигациям, привязанным к инфляции, является более широким в том смысле, что оно требует от кандидатов ежегодной подачи заявлений и представления бизнес-планов своей деятельности. Требуя представления бизнес-планов, УНДШ стремится подчеркнуть важность того, чтобы дилеры активно способствовали распространению облигаций, привязанных к инфляции, с целью содействия расширению базы инвесторов. На рынке облигаций, привязанных к инфляции, уполномоченным дилерам также выплачиваются комиссионные на общую сумму примерно 12 миллионов шведских крон в год.

### **Отношения с инвесторами**

1310. По мере того как рынки инструментов с фиксированным доходом становятся более глобальными и интегрированными, значение отношений с инвесторами растет. Ранее политика страны в области управления долгом представляла интерес лишь для ограниченного числа инвесторов, главным образом внутренних. Теперь инвесторы могут и будут делать выбор из целого ряда рынков инструментов с фиксированным доходом. Поэтому суверенные заемщики ведут конкуренцию как друг с другом, так и с другими крупными эмитентами.

1311. Основным элементом стратегии УНДШ в отношениях с инвесторами является наличие прозрачной и предсказуемой стратегии заимствований. Когда инвесторы понимают систему управления долгом и знают, какие переменные являются важными, уменьшается неопределенность и снижаются премии за риск. Однако прозрачность и предсказуемость не исключают изменений в планах заимствований или наборе используемых инструментов. Эмитент должен иметь возможность корректировать свои планы, например, в ответ на непредвиденные изменения потребностей в заемных средствах. Следовательно, цель должна заключаться в распространении информации о стратегических принципах, например, о дюрации и желаемом составе долга, и в объяснении того, какие факторы играют важную роль при разработке политики.

1312. В этом отношении система руководящих принципов служит хорошей основой. В руководящих принципах инвесторы и другие участники могут обнаружить мотивы, стоящие за определенной стратегией. Тот факт, что все документы в процессе подготовки руководящих принципов являются публичными, также позволяет дилерам, инвесторам и другим заинтересованным сторонам высказывать свои замечания.

1313. УНДШ трижды в год публикует отчет, в котором оно представляет последний прогноз потребностей в заемных средствах, а также планы будущей эмиссии. Кроме того, в отчете рассматриваются различные вопросы, относящиеся к управлению долгом. Он может включать разделы, описывающие стратегии свопов, предложения по изменению структуры рынка и другие аналогичные вопросы. Целью является предоставление информации и стимулирование обсуждения вопросов управления



долгом. Для распространения этой информации широко используется Интернет ([www.rgk.se](http://www.rgk.se)).

1314. Помимо письменных материалов УНДШ считает важным быть открытым для общения с инвесторами, которые хотели бы обсудить политику управления долгом. УНДШ также выступает инициатором встреч с инвесторами как в Швеции, так и за рубежом.

### **Клиринг и расчеты**

1315. Все свободно обращающиеся на рынке долговые инструменты, используемые УНДШ, проходят электронную регистрацию в Центральной депозитарии ценных бумаг и клиринговой организации Швеции (VPC AB) — корпорации, которая находится под контролем крупнейших банков страны. Она осуществляет клиринг и расчеты по всем операциям с государственными ценными бумагами, а также выплаты процентов и основной суммы при наступлении сроков погашения. Расчеты по казначейским векселям обычно осуществляются в день T+2, а по облигациям — в день T+3.

1316. Клиринг в шведской системе осуществляется на чистой основе, что делает его чувствительным к проблемам, связанным с развязыванием позиций в случае неспособности крупного участника осуществить платеж или поставку ценных бумаг. Для решения этой проблемы все участники рынка, включая УНДШ и Национальный банк, пришли к соглашению о поддержке рынка с помощью механизмов РЕПО. Однако это соглашение не является обязывающим, то есть сохраняется риск возникновения проблем, связанных с развязыванием позиций, и это означает, что система не вполне соответствует международным стандартам. Существует системный риск, косвенно покрываемый государством. Национальный банк как орган, ответственный за платежную систему Швеции, выступил за изменение этой системы. В настоящее время наиболее вероятным решением представляется введение системы центрального контрагента, но обсуждаются и другие варианты, такие как механизм валовых расчетов.

### **Тенденции, определяющие будущий рынок государственных ценных бумаг**

1317. В будущем управление долгом и стратегия финансирования в Швеции будут по-прежнему сосредоточены на расширении базы инвесторов. Это включает привлечение новых международных институциональных инвесторов, чтобы компенсировать международную диверсификацию, которую проводят управляющие портфелями внутри страны. Однако это также включает обеспечение доступности государственных долговых инструментов для более мелких инвесторов, включая розничных. В последние годы такое развитие событий до некоторой степени сдерживала экстремальная ситуация на фондовом рынке; для частных лиц Швеции инструменты с

фиксированным доходом не выглядели привлекательными. Вслед за коррекцией фондового рынка УНДШ отметило рост спроса на сбережения с фиксированным доходом.

1318. Это поднимает вопросы о том, каким образом привлечь розничных инвесторов. Более эффективные каналы распределения могут изменить роль уполномоченных дилеров и других посредников. Один из возможных вариантов заключается в том, чтобы инвесторы, как розничные, так и институциональные, подавали заявки на аукционы напрямую через веб-сайт УНДШ. Преимущество с точки зрения инвесторов заключается в том, что они могут в этом случае подавать заявки без посредников и без раскрытия информации другим участникам рынка. Более того, для посредников приглашение розничных инвесторов к участию в первичном рынке государственных ценных бумаг, возможно, будет представляться невыгодным, так как это может быть менее прибыльно, чем продажа других продуктов.

1319. Поэтому УНДШ полагает, что для привлечения более мелких инвесторов важно развивать прямые каналы распределения. Недостаток такой стратегии состоит в том, что продажа мелких лотов может быть связана с достаточно высокими издержками. Вместе с тем тенденция к сквозной обработке операций должна в ближайшие годы привести к снижению этих издержек. Кроме того, возникающие издержки необходимо оценивать в сравнении с издержками при использовании посредников, в частности на комиссионные и сборы за размещение ценных бумаг. При усилении конкуренции среди суверенных эмитентов сборы за такие услуги могут обнаружить тенденцию к повышению.

1320. Не представляется очевидным то, как именно быстрые технические изменения повлияют на распределение долговых инструментов. Однако УНДШ считает важным быть готовым на случай, если новые каналы распределения, например на основе Интернет, окажутся привлекательными для инвесторов. Перемены трудно предвидеть, что подчеркивает важность не опираться на использование лишь одной единственной стратегии.

1321. Если на первичном рынке произойдут изменения, связанные с увеличением объемов прямых продаж инвесторам, то что в таком случае произойдет со вторичным рынком? В настоящее время вторичный рынок опирается на систему маркет-мейкеров, при которой банки выставляют двусторонние котировки. В связи с уменьшением их роли на первичном рынке некоторые посредники могут посчитать неприбыльным направлять ресурсы на проведение операций на вторичном рынке. Либо это будет происходить одновременно с развитием тенденции, при которой ситуация на рынках долговых обязательств, как и на рынках акций, будет главным образом определяться заказами при уменьшении значимости маркет-мейкеров, либо эмитентам придется найти новые способы получения поддержки посредников на вторичном рынке. И в том, и в другом случае рационально иметь альтернативные каналы распределения.

Однако эти альтернативы следует развивать с учетом их воздействия на вторичный рынок. Для розничных инвесторов также важно, иметь возможность перевести принадлежащие им облигации в денежные средства при разумных издержках.

1322. Продолжающийся технический прогресс, без сомнения, приведет к изменениям на рынках инструментов с фиксированным доходом, как это уже происходит на других финансовых рынках. Разделение первичного и вторичного рынков и значительная роль посредников в обоих сегментах — это две области, в которых могут появиться новые решения. Поэтому при формировании стратегий совершенствования работы рынков государственных ценных бумаг управляющим долгом желательно принимать во внимание возможные изменения в традиционной структуре рынка.

## XVII. СОЕДИНЕННОЕ КОРОЛЕВСТВО<sup>111</sup>

### A. Развитие надежной системы управления и институциональной основы

#### Цели политики управления долгом

1323. Проводимая в настоящее время правительством политика управления долгом впервые была в общих чертах сформулирована в Докладе «Обзор управления долгом» в 1995 году. Цель управления долгом заключается в

«минимизации в долгосрочной перспективе затрат на удовлетворение потребностей правительства в финансировании с учетом риска, гарантируя при этом согласованность управления долгом с целями денежно-кредитной политики».

1324. Эта цель достигается благодаря:

- проведению открытой, предсказуемой и прозрачной эмиссионной политики;
- выпуску традиционных первоклассных ценных бумаг, которые обеспечивают получение премии эталонных выпусков;
- корректировке срока погашения и характеристик портфеля государственных долговых обязательств за счет сроков погашения и состава выпускаемых долговых обязательств и проведения других рыночных операций, включая аукционы по обмену ценных бумаг, предложения о конверсии и выкупы;
- созданию ликвидного и эффективного рынка первоклассных ценных бумаг;
- предложению экономически эффективных розничных сберегательных инструментов через Систему национальных сбережений.

1325. До доклада 1995 года официальная цель управления долгом состояла в следующем:

- поддержка и дополнение денежно-кредитной политики;
- с учетом этого — недопущение искажений на финансовых рынках;
- с учетом этого — финансирование с минимальными затратами и риском.

1326. Однако представлялось, что эти цели не были адекватным описанием того, как политика управления долгом реализуется на практике. В частности:

---

<sup>111</sup> Данное целевое исследование подготовлено Отделом по управлению долгом Соединенного Королевства и Группой по управлению долгом и резервами Казначейства Соединенного Королевства.

- первоочередной задачей политики управления долгом является финансирование при минимальных затратах с учетом риска;
- эффективный и ликвидный рынок первоклассных ценных бумаг обеспечивает снижение доходности, а следовательно, затрат на финансирование, тем самым способствуя достижению первоочередной цели;
- управление долгом не является ключевым инструментом денежно-кредитной политики; денежно-кредитная политика также не является основной целью управления долгом;
- сформулированная цель не содержит упоминания о важных специфических функциях рынка первоклассных ценных бумаг и национальных сбережений.

1327. В настоящее время цель сосредоточена на долгосрочной перспективе. Это не дает возможности органам государственного управления преследовать краткосрочные выгоды, например, путем уменьшения расходов на выплату процентов по долгу в течение объявленного периода прогнозирования. Долгосрочный характер многих инструментов, используемых на рынке долговых обязательств, и важность поддержания репутации эмитента означают, что предпочтительнее сосредоточивать внимание на долгосрочных целях, а не искать краткосрочных выгод.

1328. Принимая во внимание риск, органы государственного управления не проводят чистую стратегию минимизации затрат. Вместо этого они стремятся обеспечить устойчивость позиции в случае самых различных экономических ситуаций. Основным способом добиться этого является анализ воздействия выпуска долговых обязательств, оказываемого на складывающийся в результате портфель государственных долговых обязательств. В общем случае органы государственного управления не могут предсказать, какая именно первоклассная ценная бумага окажется для них дешевле другой, так как они редко будут сколько-нибудь лучше рынка информированы о будущей траектории изменений ключевых макроэкономических переменных. Действительно, рынок обеспечивает ценовое отражение любой значимой информации в кривой доходности первоклассной ценной бумаги. Поэтому представляется, что органам государственного управления бессмысленно пытаться систематически показывать лучшие результаты, чем рынок, пытаясь предвосхитить будущую траекторию развития экономики, отличающуюся от той, которая уже учтена в ожиданиях рынка. Поэтому для органов государственного управления предпочтительнее выбрать портфель, который защищал бы их от возможно более широкого спектра экономических потрясений.

1329. Что касается практической реализации этой новой цели управления долгом, доклад 1995 года возвестил о начале отхода от в высшей степени дискреционной политики управления долгом. В докладе отвергается тезис о том, что органы государственного управления получали выгоду от свободы действий, имея возможность продавать соответствующие долговые обязательства по выгодным ценам.

Был сделан вывод, что при такой системе органы государственного управления выплачивают ненужную премию, так как систематические попытки превзойти результаты рынка обуславливают отсутствие как определенности, так и прозрачности в отношении направленности эмиссионной политики. Поэтому в докладе предлагалось внести изменения в проводимую политику, которые способствовали бы повышению эффективности, ликвидности и прозрачности рынка. В нем также рекомендовалось перейти к политике ежегодной публикации мандатов, в которых бы заранее устанавливались характеристики выпуска долговых инструментов с точки зрения типов и сроков погашения первоклассных ценных бумаг, ввести предварительное объявление календарного графика проведения аукционов и увеличить продажи первоклассных ценных бумаг через аукционы и уменьшить их размещение в текущем порядке.

### **Институциональная основа управления долгом**

1330. Шестого мая 1997 года канцлер Казначейства объявил о том, что он передает Банку Англии операционный контроль за политикой в области процентных ставок. В числе других изменений была передача Казначейству Ее Величества операционной ответственности за управление долгом и кассовыми средствами. После проведения консультаций в июле 1997 года руководство Казначейства объявило о создании нового исполнительного ведомства — Отдела по управлению долгом Соединенного Королевства (ОУД), ответственного за проведение государственных операций на рынках долговых обязательств и наличном рынке. ОУД официально начал функционировать 1 апреля 1998 года, и с этой даты он принял от Банка Англии ответственность за управление долгом. Полная ответственность за управление кассовыми средствами перешла ОУД с 3 апреля 2000 года.

1331. До апреля 1998 года Банк Англии действовал в качестве агента правительства на рынках долговых обязательств и наличном рынке. Переход этих функций к Казначейству Ее Величества позволил устранить любые подозрения в том, что при проведении операций с государственным долгом и кассовыми средствами может извлекаться выгода из использования внутренней информации о будущей динамике процентных ставок. За счет этого также удалось избежать потенциального или видимого конфликта интересов между целями операций, связанных с управлением долгом и с проведением денежно-кредитной политики. Это разделение обязанностей позволяет установить четкие и самостоятельные цели денежно-кредитной политики, управления долгом и управления кассовыми средствами, что создает выгоды в форме уменьшения неопределенности на рынке, а потому и снижения ставок финансирования. Комитет по денежно-кредитной политике (КДКП) Банка Англии имеет возможность обсуждать любые вопросы, касающиеся воздействия управления долгом на денежно-кредитную политику, с представителем Казначейства Ее Величества на заседаниях КДКП.

1332. Как и для всех исполнительных ведомств, отношения между ОУД и Казначейством Ее Величества определены в рамочном документе<sup>112</sup>. Базовая структура управления долгом состоит в том, что министры Казначейства, после консультаций с официальными лицами Группы по управлению долгом и резервами, определяют основы политики, в соответствии с которыми ОУД принимает операционные решения в рамках годового мандата, устанавливаемого для него министрами Казначейства. Цели деятельности ОУД включают требование о консультировании Казначейства в отношении надлежащих основ политики, однако принятие стратегических решений является прерогативой соответствующих министров. Банк Англии выступает в качестве агента ОУД для расчетов по первоклассным ценным бумагам и несет ответственность за регистрацию этих ценных бумаг.

### **Правовая основа заимствований**

1333. Общая политика органов государственного управления в сфере управления долгом определена в «Кодексе налогово-бюджетной стабильности», имеющем нормативную силу согласно разделу 155 Финансового закона 1998 года. Пункт 12 Кодекса гласит, что:

«первоочередная цель политики управления долгом заключается в минимизации — в долгосрочной перспективе — затрат на удовлетворение потребностей Правительства в финансировании, одновременно:

- принимая во внимание риск;
- обеспечивая, чтобы проводимая политика не противоречила денежно-кредитной политике».

1334. Все заимствования центрального правительства осуществляются через Казначейство (включая ОУД) или Систему национальных сбережений, хотя Банк Англии выступает в качестве агента по привлечению займов в иностранной валюте для целей, связанных с официальными резервами. Система национальных сбережений несет ответственность за предоставление общественности (главным образом, мелким инвесторам) инструментов для формирования личных сбережений.

1335. Казначейство обладает широкими полномочиями в отношении выбора способов привлечения средств путем заимствований и осуществляет эту деятельность через два фонда, созданных в соответствии с законом, — Фонд национальных займов и Счет управления долгом. Основные полномочия по осуществлению заимствований

---

<sup>112</sup> Подробное описание всех обязанностей ОУД, целей и линий подотчетности содержится в текущем варианте Рамочного документа ([Framework agreement](#)) (июль 2001 года). Другие относящиеся к этому вопросу документы можно найти на веб-сайте ОУД (<http://www.dmo.gov.uk>)

для Фонда национальных займов предоставлены ему в соответствии с разделом 12 Закона о государственных займах 1968 года, в который в 1998 году были внесены поправки для создания Счета управления долгом. Установленные положения предусматривают, что Казначейство вправе привлекать любые средства, которые оно считает целесообразными для содействия устойчивости ситуации в денежно-кредитной сфере Соединенного Королевства, и такими способами и на таких условиях, какие Казначейство считает адекватными. В разделе 12(3) того же Закона разъясняется, что полномочия Казначейства по привлечению средств распространяются на привлечение средств как внутри, так и за пределами Соединенного Королевства, а также в других валютах. Никаких лимитов на объем заимствований, которые Казначейство вправе осуществлять за пределами Соединенного Королевства, не устанавливается. Полномочия Казначейства привлекать займы для Счета управления долгом предоставлены ему в соответствии с пунктом 4 Приложения 5А к Закону о государственных займах 1968 года, и этот пункт, как и раздел 12 Закона, предоставляет Казначейству высокую степень независимости в выборе способов привлечения средств. Пункт 4(3) содержит положения, аналогичные разделу 12(3) Закона, и устанавливает, что полномочия Казначейства по привлечению средств в соответствии с пунктом 4 распространяются на привлечение средств как внутри, так и за пределами Соединенного Королевства, а также в других валютах. Здесь также ни одно из положений Приложения 5 к Закону не ограничивает объем средств, который Казначейство вправе заимствовать за пределами Соединенного Королевства.

1336. На практике заимствования Казначейства осуществляются в самых разных формах — от эмиссии долгосрочных ценных бумаг (первоклассных ценных бумаг) до выпуска краткосрочных казначейских векселей (с максимальным сроком погашения 12 месяцев) в соответствии с Законом о казначейских векселях 1877 года.

### **Организационная структура ОУД<sup>113</sup>**

1337. Канцлер Казначейства, после консультаций с должностными лицами Казначейства, определяет политическую и финансовую основу, в рамках которой действует ОУД, и делегирует его руководителю принятие операционных решений,

---

<sup>113</sup> Приведенная информация отражает ситуацию по состоянию на 30 июня 2002 года. Однако с 1 июля 2002 года в ОУД вошло два дополнительных подразделения: Совет по привлечению займов на общественные работы (PWLБ) и Подразделение уполномоченных по снижению национального долга (CRND). Это привело к увеличению численности сотрудников ОУД до примерно 80 человек. До 1 июля 2002 года другой государственный департамент — Управление по национальным инвестициям и займам (NILO) — выполнял функции PWLB и CRND. Сотрудники были переведены из NILO, которое прекратило свое существование.



касающихся управления долгом и кассовыми средствами, а также текущих проблем управления. Руководитель ОУД назначается Казначейством Ее Величества и по разным вопросам подотчетен постоянному секретарю (по расходам и смежным вопросам) министрам Казначейства (по вопросам политики) и Парламенту (при официальном представлении счетов). В частности, руководитель ОУД подотчетен министрам Казначейства в отношении деятельности Агентства в целом, а также исполнения мандата (который может включать конфиденциальную часть, расширяющую опубликованный мандат) таким образом, который, по его мнению, в результате приведет к минимальным долгосрочным затратам для Казначейства, при условии совместимости с другими задачами политики.

1338. Отдел по управлению долгом насчитывает примерно 55 сотрудников, организованных в восемь подразделений (см. прилагаемую функциональную организационную схему) и имеет структуру корпоративного управления, которая призвана помочь его руководителю выполнять свои обязанности. Эта структура включает Консультативный совет высокого уровня, который дает рекомендации управляющему комитету — высшему распорядительному органу ОУД. Управляющий комитет, в свою очередь, опирается в своей работе на комитет по кредиту и рискам и стратегические группы по каждому из ключевых направлений деятельности (долг, кассовые средства, инвестиции). В настоящее время в состав Консультативного совета входят два внешних директора, не являющихся исполнительными лицами Отдела, оба из которых также являются членами Аудиторского комитета ОУД, куда помимо них входит один представитель Казначейства Ее Величества. Консультативный совет, однако, является неформальным образованием, и протоколы его заседаний не публикуются.

1339. ОУД представляет собой ведомство Казначейства Ее Величества, бюджет которого утверждается голосованием в Парламенте и которое финансируется как часть Казначейства и действует в рамках механизмов, обеспечивающих контроль за его административными расходами. Деятельность ОУД подлежит внутреннему аудиту, в ходе которого проверяются системы внутреннего контроля, в том числе меры финансового контроля, а также внешнему аудиту со стороны Национального ревизионного управления. Руководитель ОУД является главным бухгалтером, как в отношении административных счетов отдела, так и счетов Счета управления долгом (СУД), через который проходят все рыночные операции ОУД.

1340. Руководитель ОУД отвечает за разработку мер кадровой политики и управление персоналом в рамках ОУД. Отделу делегированы полномочия в отношении заработной платы, согласования условий оплаты труда, подготовки кадров, установления условий работы, с тем чтобы он имел возможность найма, удержания и мотивации персонала. Вместе с тем кадровая политика должна согласовываться с политикой оплаты труда во всем государственном секторе и с Кодексом управления системы государственной

службы. В июне 2000 года ОУД получил аккредитацию по программе «Инвесторы в людей».

1341. Для управляющих долгом большое значение имеет необходимость контроля за операционным риском, который может вызвать крупные убытки для государства и нанести ущерб репутации управляющих долгом. ОУД разработал систему корпоративного управления, призванную обеспечить надежное отслеживание рисков и надлежащую практику контроля для снижения операционного риска (см. описание функциональной структуры ОУД выше). Заявление о внутреннем контроле (SIC) в [Годовом отчете и счетах \(ARA\) за 2001–2002 год](#) (размещенном на сайте ОУД в Интернете) содержит описание используемого ОУД подхода к управлению своим операционным риском. В структуре ОУД было создано подразделение по управлению риском. Для смягчения воздействий каких-либо серьезных нарушений на рыночную инфраструктуру совместно с ключевыми участниками рынка также разрабатывается План обеспечения непрерывности деятельности. Адекватность деятельности ОУД по управлению рисками и мер внутреннего контроля регулярно анализируется Аудиторским комитетом ОУД под председательством внешнего директора, не занимающего исполнительной должности в ОУД.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

### **Координация управления долгом с налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой**

1342. Отделение управления долгом от деятельности по реализации денежно-кредитной политики было частью изменений в проведении денежно-кредитной политики, объявленных 6 мая 1997 года. Однако цель управления долгом по-прежнему формулируется со ссылкой на денежно-кредитную политику. Это гарантирует, что выполнение Банком Англии своих функций в области денежно-кредитной политики не будет подрываться деятельностью ОУД или Казначейства (например, в результате денежной эмиссии для удовлетворения потребностей в кассовых средствах или операций ОУД на наличном рынке, которые могут мешать операциям Банка Англии на денежном рынке)<sup>114</sup>. Данное ограничение на управление долгом отражает институциональные изменения, проведенные в 1997 году. Однако в Обзоре управления

---

<sup>114</sup> Пособие ОУД (DMO Handbook: Exchequer Cash Management in the United Kingdom, February 2002) содержит подробное описание взаимосвязей между управлением кассовыми средствами и денежно-кредитной политикой Соединенного Королевства и размещено на сайте ОУД в Интернете.

долгом 1995 года отмечалось, что управление долгом более не играет существенной роли в достижении целей денежно-кредитной политики<sup>115</sup>.

1343. Доверие к налогово-бюджетной политике Соединенного Королевства подкрепляется общей схемой деятельности государства в налогово-бюджетной сфере<sup>116</sup>, сформулированной в 1997 году в рамках макроэкономических реформ нынешней администрации. Кроме того, «Кодекс налогово-бюджетной стабильности» (1998 года) определяет руководящие принципы формулирования и реализации налогово-бюджетной политики. Взаимосвязь между управлением долгом и налогово-бюджетной политикой — это область, в которой постоянно реализуется программа работ. Казначейство Ее Величества вскоре представит результаты работы, посвященной анализу связей между налогово-бюджетной политикой и портфелем долговых обязательств. Эта работа включает создание системы комплексного текущего наблюдения за рисками, связанными с активами и обязательствами, с тем чтобы способствовать количественной оценке рисков, присутствующих в балансе центрального правительства. Предварительный вариант был опубликован в Докладе об управлении долгом и резервами на 2002–2003 год, предваряющем публикацию документа «Все государственные счета» в 2005–2006 году. Информация о других рисках, связанных с условными обязательствами центрального правительства, в настоящее время ежегодно публикуется в Дополнительных отчетах, сопровождающих издание Счетов Консолидированного фонда и Фонда национальных займов. Также обнаружится перечень условных обязательств и их максимальная стоимость. Кроме того, продолжится работа над количественным измерением и оценкой рисков, обуславливающих возникновение таких обязательств.

1344. Как отмечалось выше, в Докладе об управлении долгом 1995 года (с последующими дополнениями и уточнениями) первоочередная цель политики управления долгом в Соединенном Королевстве определена следующим образом: «минимизировать в долгосрочной перспективе затраты на удовлетворение потребностей правительства в финансировании, принимая во внимание риск и обеспечивая, чтобы политика в области управления долгом не противоречила денежно-кредитной политике». Эта первоочередная цель была вновь подтверждена в последующих Докладах об управлении долгом, ежегодно публикуемых вместе с бюджетными документами. Со стороны затрат основные элементы включают

---

<sup>115</sup> Более подробное обсуждение можно найти в работе K. Alec Chrystal (ed.), *“Government Debt Structure and Monetary Conditions,”* The Bank of England, 1999.

<sup>116</sup> Подробное рассмотрение налогово-бюджетной системы можно найти в публикации Казначейства Ее Величества *“Analysing U.K. Fiscal Policy,”* 1999. Всестороннее обсуждение последних изменений в макроэкономической и финансовой политике можно найти в публикации Казначейства Ее Величества *“Reforming Britain's Economic and Financial Policy— Toward Greater Economic Stability,”* 2001.

номинальные затраты, или затраты в форме кассовых потоков, по которым принимаются обязательства при осуществлении заимствований; реальные затраты на выплату процентов; начисленные затраты, или затраты по чистой текущей приведенной стоимости, включающие изменения капитальных затрат к моменту погашения; а также затраты на выпуск, которые сравнительно невелики для суверенных эмитентов.

1345. Эти затраты подвергают государственный баланс различным рискам, которые не столь просто регулировать, как риски частного сектора, поскольку органы государственного управления, как правило, не согласуют свои финансовые обязательства и финансовые активы. По этой причине риски необходимо рассматривать в контексте общего государственного баланса. Они включают:

- *риск дефолта* — риск того, что органы государственного управления не смогут выполнить свои обязательства по номинальным кассовым потокам в отношении выплаты процентов и основной суммы долга;
- *риск рефинансирования* — риск того, что органы государственного управления не смогут рефинансировать долг с наступающим сроком погашения путем дополнительных заимствований (или при этом они столкнутся с высокими затратами на финансирование);
- *риск по кассовым потокам* — риск того, что резкие изменения процентных ставок вызовут сильные колебания расходов на выплату процентов по долгу;
- *риск переоценки в привязке к рынку / риск последующего изменения ситуации* — риск того, что органы государственного управления впоследствии пожалеют о своем выборе инструмента заимствования вследствие резких сдвигов в номинальных и реальных процентных ставках.

1346. Учитывая долгосрочный характер государственного баланса и длительный срок погашения его потенциальных заимствований, выбор компромисса между этими затратами и рисками необходимо производить на достаточно длительном временном горизонте. Оптимальный портфель долговых обязательств, состоящий из ценных бумаг разных типов и с различными сроками погашения, в основном будет зависеть от того, какой именно риск пытаются сдерживать органы налогово-бюджетного регулирования, а также от их предпочтений в отношении затрат, связанных с реализацией стратегии снижения рисков. Акцент может делаться на колебаниях только затрат на обслуживание долга (сглаживание кассовых потоков/стоимость, подверженная риску) либо государственных расходов в целом (сглаживание налогов). В последнем случае требуется также учет взаимосвязей между различными экономическими переменными и их воздействия на уровень годового дефицита государственного бюджета (например, на государственные доходы и прибыль от государственных активов).

## Стратегия управления долгом

1347. Казначейство Ее Величества вместе с ОУД определяет желаемую структуру новой эмиссии на год вперед, с учетом потребности в финансировании и соображений, касающихся различных затрат и рисков. Такая учетная схема в общем виде приводится в ежегодном Докладе об управлении долгом и резервами (ДУДР), где указывается процентная доля выпуска каждого типа первоклассных ценных бумаг и общий объем финансирования, который необходимо привлечь путем выпуска казначейских векселей. Затем, после консультаций с Казначейством и участниками рынка, ОУД принимает дальнейшие решения о конкретных инструментах и сроках выпуска в течение года в соответствии с общим целевым показателем. Значительные изменения прогнозов, касающихся государственных финансов, могут вызвать пересмотр мандата. Предварительный бюджетный доклад канцлера Казначейства (обычно публикуемый в ноябре) позволяет при необходимости внести уточнения в эту структуру в свете пересмотренных экономических прогнозов Казначейства.

1348. В настоящее время политика Правительства Соединенного Королевства заключается в том, чтобы выпускать целый спектр различных долговых инструментов. Средняя модифицированная дюрация портфеля первоклассных ценных бумаг составляет 7,83 года (на конец декабря 2001 года), что выше, чем в большинстве других аналогичных стран-членов ОЭСР. Отчасти это отражает желание свести к минимуму риск рефинансирования и риск, связанный с кассовыми потоками, которые были неизбежным результатом высоких послевоенных показателей отношения долга к ВВП. Это также не дает государственному финансированию оказывать серьезного влияния на ситуацию с ликвидностью, в которой проводится денежно-кредитная политика, а в последнее время стало ответом на высокий институциональный спрос на ценные бумаги с длительными сроками погашения со стороны пенсионных фондов Соединенного Королевства. Наряду с достаточно гладким графиком погашения это придает дополнительную определенность прогнозам в отношении будущих затрат на обслуживание долга. Длинная дюрация также ограничивает воздействие любых негативных потрясений со стороны предложения на состояние государственных финансов.

1349. К концу декабря 2001 года 24,6 процента портфеля рыночных долговых обязательств составляли первоклассные ценные бумаги, привязанные к индексу, и казначейские векселя. В случае потрясения на стороне спроса такая пропорция должна обеспечить смягчение результирующего изменения сальдо государственного бюджета за счет того, что при этом произойдет обратное изменение в затратах на обслуживание данной конкретной части национального долга. При этом первоклассные ценные бумаги, привязанные к индексу, также обеспечивают защиту от «номинального» потрясения. Органы государственного управления Соединенного Королевства в мирное время не использовали долговые обязательства в иностранной валюте для финансирования внутренних потребностей в заемных средствах, что отражало

убеждение в том, что валютный риск не являлся для баланса ни желательным, ни оправданным с экономической точки зрения.

1350. Выпуск Соединенным Королевством долговых обязательств в иностранной валюте в последние годы использовался для наращивания валютных резервов, а не с целью внутреннего финансирования. Выпуск обязательств в той валюте, в которой Соединенное Королевство стремилось хранить валютные активы, позволял хеджировать валютные риски. Однако развитие рынка свопов привело к тому, что валюта, в которой выпускаются долговые обязательства, и валюта, в которой хранятся активы, не обязательно должны быть идентичными. Экономическая эффективность является главным фактором при принятии решения о том, финансировать ли валютные резервы посредством выпуска долговых обязательств в фунтах стерлингов с последующим свопом на иностранную валюту, или посредством выпуска долговых обязательств, выраженных в иностранной валюте, с проведением сравнений на базе совершенных операций своп.

1351. Органы государственного управления ведут дальнейшую работу в области управления рисками, связанными с портфелем долговых обязательств, путем определения устойчивости сглаживающего воздействия различных структур долга на затраты и налоги при разнообразных экономических условиях и потрясениях. Это должно помочь количественно определить более оптимальный портфель долговых обязательств, относительно которого могли бы оцениваться эмиссионная стратегия и долгосрочные финансовые результаты.

1352. В докладе Специального комитета Казначейства по управлению долгом и кассовыми средствами<sup>117</sup> рекомендовалось, «чтобы Казначейство рассмотрело вопрос о принятии подхода к управлению долгом с использованием контрольных показателей, ... [который] .... поможет дать четкую публикуемую оценку затрат и рисков, лежащих на ОУД». В качестве ответа данному комитету правительство согласилось с желательностью большей прозрачности в области измерения результатов деятельности, если это может быть достигнуто без ущерба для других целей управления долгом, однако выразило сомнения в отношении степени осуществимости этой рекомендации. Цель ОУД не была представлена в виде всеобъемлющего количественного целевого показателя или набора контрольных показателей по следующим четырем причинам:

---

<sup>117</sup> Документ [«Government's Cash and Debt Management»](#) («Управление государственными кассовыми средствами и долгом»)(НС 154) был опубликован 22 мая 2000 года. Он содержит комплексное руководство по механизмам управления государственными кассовыми средствами и долгом, а также записи устных свидетельств, предоставленных должностными лицами и экспертами.

- минимизация затрат на выплату процентов по долгу в краткосрочном плане может подталкивать к попыткам использования выгод текущей ситуации с потенциальным ущербом для достижения долгосрочной цели. (Подход к управлению долгом без использования выгод, предоставляемых текущей ситуацией, снижает долгосрочную премию за риск, заложенную в доходность первоклассных ценных бумаг);
- нет однозначного способа определить процентный риск, который Казначейству следует закладывать в свой портфель обязательств (учитывая, что он не ставится в соответствие определенному портфелю финансовых активов);
- любой контрольный показатель не является независимым от действий самого ОУД как монопольного эмитента государственных облигаций Соединенного Королевства, и потому он может в определенной степени меняться вследствие решений ОУД;
- ОУД и Казначейство Ее Величества стремятся не создавать впечатления, что они закладывают в свои решения определенные мнения относительно динамики процентных ставок в краткосрочном плане, — это делается, чтобы сохранять разграничение между процессом принятия решений по вопросам денежно-кредитной политики и управлением долгом и кассовыми средствами.

1353. ОУД не стремится к активному управлению портфелем долговых обязательств для получения выгод от реализации своих ожиданий относительно динамики процентных ставок и валютных курсов, отличающихся от тех, которые заложены в рыночных ценах. Такая деятельность вызывала бы риск финансовых убытков, а также могла бы посылать неверные сигналы рынкам и входить в противоречие с денежно-кредитной и/или налогово-бюджетной политикой. Это также способствовало бы повышению неопределенности на рынке.

1354. При этом в структуре финансирования, ежегодно согласовываемой с Казначейством Ее Величества, — поскольку оно устанавливает четкие рамки, в которых должен действовать ОУД — заложен целевой показатель дюрации портфеля.

### **Развитие рынков государственных ценных бумаг**

1355. Со времени комплексного обзора управления долгом в 1995 году произошел целый ряд позитивных сдвигов в методах размещения ценных бумаг, была уточнена и расширена номенклатура долговых инструментов, а на рынках долговых обязательств произошли многочисленные структурные изменения. Общая цель этих реформ состояла в том, чтобы способствовать снижению затрат на государственное финансирование в долгосрочной перспективе, в ответ как на эндогенные, так и экзогенные факторы, которые сказывались на рынке долговых обязательств Соединенного Королевства в течение этого периода. В последние годы эти факторы включали профицит бюджета, быстрый рост сектора корпоративных облигаций Соединенного Королевства, институциональные изменения (особенно связанные с

пенсионными фондами), рост технологических и других достижений, которые привели к совершенствованию систем, рыночных структур и долговых инструментов во всем мире.

1356. Процесс реформ был продолжен ОУД, объявленные цели которого включают «проведение рыночных операций, сотрудничая, по мере необходимости, с регулирующими и другими органами, с целью поддержания упорядоченных и эффективных рынков и содействия ликвидности рынка первоклассных ценных бумаг». Все изменения в отношении рынка проводились после широких консультаций с участниками рынка и другими заинтересованными сторонами, с тем чтобы получить широкую поддержку проводимых мер и способствовать их предсказуемости.

### **Прозрачность выпусков**

1357. Прозрачность и предсказуемость должны уменьшать затраты Правительства, связанные с неопределенностью на рынке («премия за неопределенность предложения»), однако количественное определение величины этих выгод предоставляет собой сложную задачу. Предсказуемость должна также позволить инвесторам более эффективно планировать и вкладывать средства (зная, когда и в каком диапазоне сроков погашения будут предложены ценные бумаги) и таким образом уменьшать премию за риск ликвидности. Это особенно важно для Соединенного Королевства, где государственный долг составляет достаточно высокую долю долговых обязательств с фиксированным доходом, и проведение органами государственного управления трейдинговых операций для использования выгод, предоставляемых текущей ситуацией, оказывало бы существенное влияние на рынок.

1358. Планы заимствований Правительства на год вперед объявляются до начала каждого финансового года в ДУДР, публикуемом Казначейством одновременно с Бюджетом, обычно в марте каждого года<sup>118</sup>. В ДУДР представлены подробные сведения о потребностях в финансировании, прогнозы продаж первоклассных ценных бумаг, их разбивка по срокам погашения и типам инструментов и календарный график проведения аукционов по первоклассным ценным бумагам на следующий год, вместе с плановыми показателями продаж краткосрочных долговых обязательств, включая казначейские векселя (см. ниже). Календарный график проведения аукционов также публикуется в конце каждого квартала Отделом по управлению долгом, который подтверждает даты проведения аукционов на предстоящий квартал и объявляет о том, какие первоклассные ценные бумаги на какую дату будут размещаться. Обычно за

---

<sup>118</sup> Доклад об управлении долгом был впервые опубликован в 1995–1996 годах. Его название было изменено на «Доклад об управлении долгом и резервами» в 2001–2002 годах, когда в нем впервые были в общих чертах сформулированы основы управления официальными валютными резервами на год.



восемь календарных дней до аукциона объявляется объем выпуска, выставляемого на аукцион (и, если это новый выпуск, то его купонная ставка). На этом этапе данный выпуск вносится в листинг Лондонской фондовой биржи, и начинается проведение операций «по выпуску». (Такие операции представляют собой форвардную торговлю ценными бумагами выпуска, который будет продаваться на аукционе. Расчет по операциям «по выпуску» производится на дату расчетов по аукциону, и этот процесс помогает выявлять ценовую информацию в период, непосредственно предшествующий аукциону.)

1359. В ходе разработки этих планов (а также ежеквартально, перед тем как ОУД объявляет о конкретных выпусках, выставляемых на аукцион в следующем квартале) проводятся консультации с маркет-мейкерами (см. ниже) и группами конечных инвесторов.

1360. Первокласные ценные бумаги в настоящее время выпускаются только через аукционы (кроме исключительных случаев). ОУД сохраняет за собой право выкупать или выпускать первокласные ценные бумаги в меньших количествах (в текущем порядке) без заблаговременного уведомления только в целях регулирования рынка. Выкупы могут осуществляться либо на двусторонней основе, либо через обратные аукционы. ОУД также проводит ряд операций по регулированию рынка, которые, по существу, являются нейтральными с точки зрения государственного финансирования и включают конверсию или обмен определенных выпусков и операции продажи с последующим выкупом (РЕПО). Операция РЕПО с первокласной ценной бумагой предусматривает продажу первокласных ценных бумаг одной стороной контрагенту с заключением соглашения о выкупе эквивалентных ценных бумаг по согласованной цене и на согласованную дату. В июне 2000 года ОУД ввел недискреционный постоянно действующий механизм РЕПО, с помощью которого ОУД может временно, по запросу, создавать первокласную ценную бумагу для проведения операции РЕПО с целью урегулирования фактических или потенциальных диспропорций на рынке РЕПО по первокласным ценным бумагам (см. ниже). Операционная прозрачность повышается благодаря тесной координации с участниками рынка и согласованным требованиям в отношении объявления и публикации информации<sup>119</sup>.

### **Портфельные операции и инструменты**

1361. Рынок ценных бумаг Соединенного Королевства включает целый ряд долговых инструментов, в том числе казначейские векселя, традиционные первокласные ценные бумаги, первокласные ценные бумаги с двойной датой, бессрочные первокласные ценные бумаги, первокласные ценные бумаги, привязанные к индексу,

---

<sup>119</sup> Полную информацию обо всех этих инструментах и операциях можно найти на веб-сайте ОУД в документах [Gilt Operational Notice](#) и [Cash Operational Notice](#).

и первоклассные ценные бумаги с отделенным купоном<sup>120</sup>. Данные о распределении портфеля и основных держателях первоклассных ценных бумаг представлены в таблицах ниже.

### Казначейские векселя

1362. ОУД принял на себя полную ответственность за управление кассовыми средствами Казначейства 3 апреля 2000 года<sup>121</sup>. Передача ОУД функций управления кассовыми средствами была перенесена с самой ранней возможной даты в октябре 1998 года из-за технических, ресурсных и административных проблем (в том числе ввиду обеспокоенности компьютерной проблемой 2000 года).

Состав портфеля долговых обязательств по состоянию на 31 декабря 2001 года



Источник: Квартальный обзор ОУД (октябрь–декабрь 2001 года).

<sup>120</sup> Полную информацию обо всех этих инструментах и операциях можно найти в [Gilt Operational Notice](#) и [Cash Operational Notice](#) на веб-сайте ОУД.

<sup>121</sup> Подробное описание операций по управлению кассовыми средствами можно найти на сайте ОУД в Интернете в документе DMO Handbook: Exchequer Cash Management in the United Kingdom, February 2002.,

Распределение держателей первоклассных ценных бумаг  
по состоянию на конец декабря 2001 года  
(рыночная стоимость)

	Конец декабря 2001 года, в млрд. ф.ст.	Процент
Страховые компании и пенсионные фонды	183,7	63
Банки и строительные общества	3,1	1
Другие финансовые учреждения	29,6	10
Домашние хозяйства	18,8	6
Авуары государственного сектора 1/	4,4	2
Внешний сектор	53,4	18
<b>Всего</b>	<b>292,9</b>	<b>100</b>

Источник: Управление национальной статистики.

1/ Местные официальные органы, государственные корпорации и благотворительные общества. За вычетом авуаров центрального правительства.

1363. Главная стратегическая цель, которую преследует ОУД при выполнении возложенной на него функции управления кассовыми средствами, заключается в «компенсации, посредством операций на рынке, ожидаемых входящих или исходящих кассовых потоков Фонда национальных займов (NFL)<sup>122</sup> на каждый рабочий день, делая это экономически эффективным способом и с должным вниманием к управлению кредитным риском»<sup>123</sup>. Важным аспектом подхода ОУД является стремление гарантировать, что его деятельность не вносит искажений в функционирование рынка или характер операций на нем, и потому в своих двусторонних отношениях с рынком ОУД является стороной, которая принимает диктуемые рынком цены. ОУД также должен учитывать операционные требования Банка Англии, касающиеся реализации целей проводимой им денежно-кредитной политики.

1364. Для достижения своих целей в области управления кассовыми средствами ОУД главным образом использует проводимые на конкурентной основе еженедельные тендеры по продаже казначейских векселей, двусторонние операции с контрагентами ОУД и операции РЕПО или обратного РЕПО.

<sup>122</sup> NFL представляет собой счет, на котором сведены все государственные кредиты и займы.

<sup>123</sup> Стратегическая цель управления кассовыми средствами оговаривается в «Мандате Казначейства по управлению кассовыми средствами», который опубликован Казначейством Ее Величества в «Докладе об управлении долгом и резервами на 2002–2003 год» (март 2002 года).

1365. Тендеры по продаже казначейских векселей в настоящее время проводятся в последний рабочий день каждой недели с расчетами на следующий рабочий день. После проведения заключительного тендера в конце каждого календарного квартала ОУД выпускает сообщение, содержащее общую информацию о сроках погашения казначейских векселей, которые будут предлагаться на каждой неделе следующего квартала. О точном количестве предлагаемых векселей и сроке погашения предлагаемых векселей на каждой неделе объявляется за одну неделю до соответствующего тендера.

1366. С тем чтобы содействовать значительному увеличению объема казначейских векселей, с 5 октября 2001 года ОУД внес изменения в механизмы размещения векселей через тендеры. В рамках этих изменений ОУД утвердил список первичных участников рынка казначейских векселей. Это банки или финансовые учреждения, которые согласились подавать заявки на тендеры по казначейским векселям от имени других сторон, обеспечивая, со своей стороны, должную осмотрительность и меры контроля. Первичные участники по запросу также предоставляют своим клиентам возможность пользоваться дилинговыми операциями второго уровня по казначейским векселям. Контрагенты ОУД по управлению кассовыми средствами и ограниченное число оптовых участников рынка, наладивших с ОУД систему подачи заявок по телефону, также имеют право напрямую подавать заявки на тендеры по казначейским векселям.

1367. ОУД публикует результаты тендеров на страницах в электронных информационных службах. Одновременно с этим ОУД объявляет о предлагаемом количестве векселей по каждому сроку погашения для следующего тендера, вместе с общей информацией о любых запланированных специальных тендерах, которые будут проводиться на предстоящей неделе.

1368. ОУД также может выпускать казначейские векселя с более короткими сроками погашения (до 28 дней) для продажи на специальных тендерах. Цель специальных тендеров заключается в том, чтобы предоставить ОУД дополнительную гибкость в процессе сглаживания кассовых потоков Казначейства, которая может не обеспечиваться программой регулярных тендеров.

### **Первоклассные ценные бумаги**

1369. Традиционные первоклассные ценные бумаги — это самый простой тип государственных облигаций, которые на конец декабря 2001 составляли 70,3 процента портфеля долговых обязательств. В обращении до сих пор находятся восемь выпусков бессрочных первоклассных ценных бумаг, и на них приходится примерно 1 процент портфеля. Их погашение производится по усмотрению органов государственного управления, но из-за давности выпуска все они имеют низкие купонные ставки, и в настоящее время у органов государственного управления почти нет стимулов к их

погашению. Последняя первоклассная ценная бумага с плавающей ставкой [купонная ставка которой была установлена относительно 3-месячной ставки ЛИБИД (лондонская межбанковская ставка спроса)] была погашена, когда наступил ее срок погашения в июле 2001 года. Для того чтобы избежать периодических ценовых колебаний, связанных с датами купонных выплат, цены первоклассных ценных бумаг теперь указываются в чистом виде, без начисленных процентов, хотя «грязная» цена (которая включает накопленный процентный доход) используется в предложениях о конверсии (см. ниже).

1370. Соединенное Королевство одним из первых приступило к выпуску государственных облигаций, привязанных к индексу; первый выпуск был осуществлен в 1981 году. В настоящее время облигации, привязанные к индексу, составляют примерно 25 процентов портфеля государственных ценных бумаг.

### **Первоклассные ценные бумаги с отделенным купоном**<sup>124</sup>

1371. Рынок разделенных первоклассных ценных бумаг (облигаций «стрип») Соединенного Королевства начал работу 8 декабря 1997 года. «Стрип» — это сокращение от английского “Separately Traded and Registered Interest and Principal Securities”, что означает раздельную торговлю основной суммой и купонами ценных бумаг. «Разделение» первоклассной ценной бумаги означает ее разбивку на индивидуальные кассовые потоки, которые могут продаваться и покупаться раздельно как первоклассные ценные бумаги с нулевым купоном. Не все первоклассные ценные бумаги могут быть разделены (см. ниже), хотя ОУД намерен предусмотреть возможность отделения купона для всех новых выпусков первоклассных ценных бумаг. Рынок разделенных облигаций был создан для того, чтобы дать инвесторам возможность:

- добиться близкого соответствия между кассовыми потоками по своим активам (облигациям с отделенным купоном) и обязательствам (например, аннуитетам);
- принимать на себя различные виды инвестиционного риска;
- привести набор продуктов, предлагаемых на рынке Соединенного Королевства, в соответствие с набором продуктов, предлагаемых на других крупных рынках, таких как Германия, США, Франция и Япония.

1372. С точки зрения эмитента рынок разделенных облигаций может обеспечивать некоторое снижение затрат на финансирование, если участники рынка готовы платить премию за облигации с отделяемым купоном. На 28 сентября 2001 года в обращении

---

<sup>124</sup> Полное описание рынка облигаций с отделенным купоном содержится в документе Information memorandum: Issue, Stripping and Reconstitution of British Government Stock, July 2000, размещенном на веб-сайте ОУД.

находилось 11 выпусков первоклассных ценных бумаг с возможностью отделения купона на общую сумму 115,18 миллиарда фунтов стерлингов (по номинальной стоимости). Из них ценные бумаги на сумму 2,4 миллиарда фунтов стерлингов хранились в разделенном виде. Даты купонных выплат по всем выпускам согласованы. Это означает, что купоны по разным выпускам облигаций с отделяемым купоном взаимозаменяемы, когда продаются отдельно. Однако отделенные купон и основная сумма, оплачиваемые в один и тот же день, не взаимозаменяемы, то есть отдельно взятая облигация не может быть восстановлена путем замены отделенной основной суммы отделенным купоном с тем же сроком погашения. Эта особенность защищает общий объем любого выпуска и таким образом поддерживает целостность различных контрольных индексов.

1373. Купонные даты по первым сериям ценных бумаг с отделяемым купоном были установлены на 7 июня / 7 декабря; однако в 2001 году ОУД разместил два новых выпуска традиционных ценных бумаг с купонными датами, установленными на 7 марта / 7 сентября. Эти выпуски станут разделяемыми с апреля 2002 года. Вторая серия купонных дат была введена, чтобы избежать чрезмерной концентрации кассовых потоков лишь на два дня в году.

1374. Хотя торговать или владеть разделенными облигациями может любое лицо, только маркет-мейкеры по первоклассным ценным бумагам (ММПЦБ) (см. ниже), ОУД или Банк Англии могут разделять (или восстанавливать) первоклассные ценные бумаги с отделяемым купоном через систему электронных расчетов CREST. ММПЦБ обязаны поддерживать раздельную торговлю основной суммой и купонами этих ценных бумаг.

1375. С момента своего образования рынок разделенных первоклассных ценных бумаг рос медленно. Факторами, обуславливавшими такое медленное развитие, были необходимость в том, чтобы администраторы пенсионных фондов дали управляющим фондов соответствующие полномочия для вложения средств в облигации с отделенным купоном, и инверсия кривой доходности за период с начала выпуска этих ценных бумаг, из-за чего они представлялись более дорогими, чем традиционные первоклассные ценные бумаги. Розничному спросу на облигации с отделенным купоном также препятствовал установленный порядок налогообложения, в соответствии с которым ценные бумаги ежегодно облагаются налогом на начисленные по ним прибыли или убытки от изменения капитальной стоимости, даже при отсутствии фактически выплачиваемого дохода. Однако возможность владеть разделенными облигациями в составе других сберегательных инструментов, освобожденных от налогов, уменьшит отрицательные налоговые стимулы для личных инвестиций в такие облигации.

### **Маркет-мейкеры по первоклассным ценным бумагам (ММПЦБ)**

1376. Рынок государственных облигаций Соединенного Королевства функционирует как система первичных дилеров. На конец декабря 2001 года ОУД предоставил полномочия первичных дилеров (ММПЦБ) шестнадцати компаниям. Каждый маркет-мейкер по первоклассным ценным бумагам должен быть членом Лондонской фондовой биржи, а также взять на себя ряд обязательств по поддержанию рынка в обмен на определенные привилегии.

1377. В общем виде обязательства ММПЦБ заключаются в том, чтобы активно участвовать в программе ОУД по выпуску первоклассных ценных бумаг; по требованию выставлять реальные двусторонние котировки на все первоклассные ценные бумаги, не имеющие статуса остаточных, и на первоклассные ценные бумаги, не привязанные к индексу, а также предоставлять ОУД информацию о состоянии рынка. На 28 сентября 2001 года 10 из 16 уполномоченных ММПЦБ имели также полномочия маркет-мейкеров по первоклассным ценным бумагам, привязанным к индексу (ММПЦБ ПИ). Таким образом, их обязательства по поддержанию рынка распространяются также и на первоклассные ценные бумаги, привязанные к индексу.

1378. Привилегиями, которые дает статус ММПЦБ, являются исключительные права на подачу конкурентных телефонных заявок на аукционах по первоклассным ценным бумагам и при продаже этих ценных бумаг в текущем порядке — либо за собственный счет, либо от имени клиентов; исключительный доступ к механизму подачи неконкурентных заявок на прямых аукционах; исключительная возможность проведения операций или обмена выпусков с использованием дилерских экранов ОУД; исключительные возможности для разделения и восстановления первоклассных ценных бумаг; приглашение на ежеквартальные консультативные совещания, проводимые ОУД<sup>125</sup> (что позволяет маркет-мейкерам по первоклассным ценным бумагам подавать свои рекомендации в отношении выпуска (выпусков), намеченных для продажи на аукционах в следующем квартале, и обсуждать другие вопросы, касающиеся рынка); а также исключительный доступ к экранам междилерских брокеров (МДБ) (см. ниже). Кроме того, любые операции ОУД с целью регулирования рынка проводятся только с ММПЦБ или через них.

1379. С начала 2002 года от ММПЦБ требуется выставлять твердые двусторонние котировки для других ММПЦБ по небольшому набору эталонных выпусков

---

<sup>125</sup> ОУД также организует ежеквартальные совещания с представителями конечных инвесторов. Протоколы этих совещаний публикуются вскоре после их проведения на сайте ОУД в Интернете. Кроме того, для обеих групп в январе проводятся ежегодные совещания с министром Казначейства по вопросам экономики в рамках программы подготовки годового мандата, публикуемого в марте.

первоклассных ценных бумаг. Эти котировки должны выставляться практически на постоянной основе на любом из утвержденных экранов МДБ. Целью этого нового обязательства является повышение ликвидности междилерского рынка ММПЦБ, от которого выигрывает весь вторичный рынок первоклассных ценных бумаг.

### **Междилерские брокеры (МДБ) по первоклассным ценным бумагам**

1380. На конец декабря 2001 года на рынке первоклассных ценных бумаг действовали три специализированных междилерских брокера (МДБ), предоставляющих свои услуги только группе ММПЦБ. Их основная цель заключается в поддержании ликвидности вторичных рынков путем предоставления ММПЦБ возможности ликвидировать, на анонимной основе, любые нежелательные позиции по первоклассным ценным бумагам, сформировавшиеся в результате их операций как маркет-мейкеров. Почти все операции между ММПЦБ проводятся через междилерских брокеров. ММПЦБ, не работающие с ценными бумагами, привязанными к индексу, не имеют доступа к экранам котировок ценных бумаг, привязанных к индексу.

1381. Каждый междилерский брокер регистрируется на Лондонской фондовой бирже (ЛФБ) и утверждается ОУД. Отдел по управлению долгом ведет постоянное текущее наблюдение за этим сегментом рынка с целью обеспечить доступность услуг МДБ для всех ММПЦБ на равной основе и действенную поддержку системы маркет-мейкеров с помощью механизмов МДБ. Междилерские брокеры также должны соблюдать определенные правила ведения деловых операций, установленные ЛФБ. Например, им запрещается занимать позиции по основной сумме или распространять какую-либо рыночную информацию за пределами группы ММПЦБ.

### **Механизмы, используемые для выпуска первоклассных ценных бумаг**

1382. Аукционы являются единственным механизмом, посредством которого органы государственного управления размещают первоклассные ценные бумаги в рамках своих плановых операций по привлечению финансирования. Вместе с тем органы государственного управления сохраняют гибкость, позволяющую использовать выпуск в текущем порядке или операции РЕПО как для первоклассных ценных бумаг, привязанных к индексу, так и для традиционных первоклассных ценных бумаг, если это необходимо в целях регулирования рынка. Переход к заблаговременному объявлению графиков проведения аукционов отражает приверженность органов государственного управления принципам прозрачности и предсказуемости эмиссии первоклассных ценных бумаг.

1383. Органы государственного управления используют два различных метода проведения аукционов для размещения первоклассных ценных бумаг:



- традиционные первоклассные ценные бумаги размещаются через аукционы с множественными ценами;
- первоклассные ценные бумаги, привязанные к индексу, продаются через аукционы с единой ценой.

1384. Эти два разных метода используются ввиду различного характера рисков, с которыми сталкивается участвующий в торгах покупатель разных ценных бумаг.

1385. Считается, что традиционные первоклассные ценные бумаги имеют меньший риск первичного размещения. На рынке часто уже присутствуют аналогичные первоклассные ценные бумаги, что облегчает установление цены (или, если выпускается дополнительное количество уже существующих первоклассных ценных бумаг, то имеется информация о цене на существующий начальный выпуск); позиции на аукционе могут быть хеджированы с использованием фьючерсов на первоклассные ценные бумаги, а вторичный рынок является относительно ликвидным. Это означает, что покупатели, не имеющие данных о стоимостной оценке предлагаемых ценных бумаг остальными участниками рынка, не оказывают заметного сдерживающего влияния на участие в аукционах. Метод проведения аукциона с множественными ценами также уменьшает для органов государственного управления риск тайного сговора со стратегической подачей заявок на аукционе.

1386. Напротив, позиции по первоклассным ценным бумагам, привязанным к индексу, не могут быть хеджированы так же легко, как в случае традиционных первоклассных ценных бумаг. Вторичный рынок первоклассных ценных бумаг, привязанных к индексу, также не столь ликвиден, как рынок традиционных первоклассных ценных бумаг. Оба эти фактора усиливают неопределенность аукционов по первоклассным ценным бумагам, привязанным к индексу, и усиливают «проклятие победителя» для успешных участников торгов — то есть повышают издержки в случае подачи заявок с высокой ценой, когда остальные участники рынка предлагают низкую цену. Аукционы с единой ценой, таким образом, уменьшают неопределенность для участников аукциона и поощряют участие в них. Кроме того, объем находящихся в обращении облигаций, привязанных к индексу, меньше объема традиционных облигаций, поэтому установление цены на новый выпуск ценных бумаг, привязанных к индексу, может оказаться более трудной задачей, чем установление цен на новый выпуск традиционных ценных бумаг.

1387. ММПЦБ также имеют доступ к механизму подачи неконкурентных заявок в рамках аукционов, проводимых по обоим методам. Они могут подать неконкурентную заявку на покупку до 0,5 процента предлагаемого выпуска на аукционе по традиционным первоклассным ценным бумагам. Доля выпуска, выделяемого каждому маркет-мейкеру по первоклассным ценным бумагам, привязанным к индексу, на аукционе по продаже таких ценных бумаг зависит от результатов его участия в трех предыдущих аукционах.

1388. ОУД выделяет выпускаемые ценные бумаги отдельным покупателям полностью по своему усмотрению. В исключительных ситуациях ОУД вправе принять решение не распределять весь предлагаемый выпуск, например в том случае, когда покрытие аукциона находится на уровне, недопустимо низком по сравнению с существующим рыночным уровнем. Кроме того, ОУД может отказать в выделении ценных бумаг отдельному участнику торгов, если существует вероятность того, что это может привести к искажению рынка. В качестве руководящего принципа установлено, что успешные участники торгов — либо ММПЦБ, либо конечные инвесторы — не должны рассчитывать на приобретение на аукционе за собственный счет более 25 процентов предлагаемого выпуска (за вычетом короткой позиции ММПЦБ на рынке операций «по выпуску») и/или по начальной части выпуска тех же ценных бумаг) традиционных первоклассных ценных бумаг и 40 процентов ценных бумаг, привязанных к индексу.

### **Выпуски в текущем порядке**

1389. ОУД прибегает к выпуску в текущем порядке как традиционных первоклассных ценных бумаг, так и первоклассных ценных бумаг, привязанных к индексу, только в целях регулирования рынка, в чрезвычайных ситуациях при временном избыточном спросе на определенный выпуск ценных бумаг или в определенном секторе. Последний выпуск в текущем порядке был осуществлен в августе 1999 года.

### **Предложения о конверсии и аукционы по обмену**

1390. Кроме описанных выше операций ОУД время от времени выпускает ценные бумаги через предложение о конверсии или аукцион по обмену, на котором держателям ценных бумаг предоставляется возможность конвертировать или обменять одну принадлежащую им первоклассную ценную бумагу на другую по коэффициенту конверсии, который связан с рыночными ценами на каждую ценную бумагу. В обоих случаях основные цели этих операций состоят в следующем:

- увеличении объема новых эталонных первоклассных ценных бумаг более быстрыми темпами, чем это возможно при использовании только аукционных продаж. Это особенно важно в периоды низких объемов эмиссии;
- концентрации ликвидности по всей кривой доходности первоклассных ценных бумаг за счет уменьшения числа мелких выпусков первоклассных ценных бумаг с высокой купонной ставкой и конверсии их в более крупные выпуски первоклассных ценных бумаг с текущей купонной ставкой, имеющих примерно такой же срок погашения.

1391. Ценные бумаги, которые могут быть кандидатами на конверсию, имеют срок, оставшийся до погашения, не менее пяти лет и непогашенный объем не более 5,5 миллиарда фунтов стерлингов по номиналу. Кроме того, предложения о конверсии не распространяются на выпуск, который является самым дешевым для поставки или с разумной вероятностью может стать самым дешевым для поставки по любым

фьючерсным контрактам на первоклассные ценные бумаги (по которым имеются какие-либо открытые позиции).

1392. Ценовые условия всех предложений о конверсии устанавливаются ОУД на основе собственной модели кривой доходности, в рамках которой рассчитывается контрольный курс обмена для конкретного предложения. Затем ОУД (по собственному усмотрению) корректирует это соотношение с учетом наблюдаемых характеристик «дешевизны»/«дороговизны» исходных инструментов и инструментов, на которые производится обмен. Предложения о конверсии действительны в течение трех недель с даты первоначального объявления фиксированного соотношения «грязных» цен. Соответствующая сумма накопленных процентов по обоим первоклассным ценным бумагам учитывается при расчете соотношения «грязных» цен для форвардных расчетов. Сама конверсия не предполагает какого-либо обмена кассовыми потоками.

1393. Принятие таких предложений является добровольным, и владельцы ценных бумаг вправе сохранить имеющиеся у них ценные бумаги, несмотря на то что они, вероятно, станут менее ликвидными (то есть будут продаваться менее широко, что может неблагоприятно отразиться на цене), если большая часть других держателей данного выпуска первоклассных ценных бумаг пожелает конвертировать свои ценные бумаги. Если объем непогашенных первоклассных ценных бумаг окажется слишком незначительным для существования рынка, на котором будут постоянно котироваться цены спроса и предложения, то ОУД готов, по запросу какого-либо ММПЦБ, предлагать собственную цену за эту первоклассную ценную бумагу. Кроме того, ОУД может уменьшить обязательства маркет-мейкеров по первоклассным ценным бумагам в отношении такой первоклассной ценной бумаги, имеющей статус «остаточной». ОУД объявляет о приобретении первоклассной ценной бумагой такого «остаточного» статуса.

1394. В дополнение к основным целям предложений о конверсии, обозначенным выше, в 2000 году было начато проведение обменных аукционов, с тем чтобы:

- дать возможность ОУД сгладить график погашения первоклассных ценных бумаг на ближайшее время, предлагая обмен крупных выпусков с очень коротким сроком на текущий пятилетний эталонный выпуск (или другие краткосрочные инструменты);
- способствовать обмену на ценные бумаги с более длительным сроком погашения с помощью фондов, привязанных к индексам, когда срок погашения конкретного выпуска близок к выходу за границы значимого диапазона сроков погашения, тем самым содействуя стабильности рынка.

1395. Обменные аукционы проводятся только для определенной части более крупного выпуска, который слишком велик для предложения о прямой конверсии. ОУД обеспечивает, чтобы после обменного аукциона от исходного выпуска осталась

значительная часть, гарантирующая сохранение жизнеспособного ликвидного рынка данного инструмента. Поэтому ОУД не будет проводить обменный аукцион по традиционному выпуску, если в результате этого объем непогашенных ценных бумаг составит менее 4,5 миллиарда фунтов стерлингов (в номинальном выражении). Обменные аукционы проводятся лишь в том случае, когда сроки погашения обоих соответствующих выпусков относятся к одному и тому же диапазону, хотя здесь диапазоны сроков погашения пересекаются (краткосрочные и сверхкраткосрочные — 0–7 лет; среднесрочные — 5–15 лет; долгосрочные — 14 лет и более). Кроме того, ОУД не будет проводить аукцион по обмену выпуска, который является самым дешевым для поставки или с разумной вероятностью может стать самым дешевым для поставки по каким-либо «активным» фьючерсным контрактам на первоклассные ценные бумаги. Тем не менее ОУД может провести обмен на такой выпуск.

1396. Обменные аукционы открыты для всех держателей исходного выпуска, хотя стороны, не являющиеся ММПЦБ, должны направлять свои заявки через ММПЦБ. Эти аукционы проводятся на основе конкуренции цен в поданных заявках, когда успешные участники конкурентных торгов получают ценные бумаги по ценам, указанным в их заявках. Неконкурентный механизм отсутствует, и ОУД не устанавливает минимальную цену.

1397. Те же принципы действуют в отношении обменных аукционов по ценным бумагам, привязанным к индексу, со следующими исключениями. Во-первых, обмен ценных бумаг, привязанных к индексу, проводится только в том случае, если срок, оставшийся до погашения обоих соответствующих выпусков, превышает 4½ года и если исходный выпуск не продавался через аукцион в течение последних шести месяцев. Во-вторых, (номинальный) объем любого отдельно взятого аукциона по обмену ценных бумаг, привязанных к индексу, ограничен 250 миллионами фунтов стерлингов на 750 миллионов фунтов стерлингов исходного выпуска, и ОУД не будет проводить обменный аукцион, если в результате объем непогашенного выпуска ценной бумаги, привязанной к индексу, составит по номиналу менее 1,5 миллиарда фунтов стерлингов. Третье условие заключается в том, что аукционы проводятся с единой ценой, то есть все победившие участники получают ценные бумаги по одной и той же цене. Когда представленная в заявке ММПЦБ цена превышает эту цену, ценные бумаги будут выделены ему в полном объеме заявки, однако количество, выделяемое по заявкам на уровне цены исполнения, может быть пропорционально уменьшено. Публикуемые результаты содержат информацию о единой цене, по которой выделялись ценные бумаги; коэффициенте пропорционального уменьшения заявок, поданных по этой цене; реальной доходности, соответствующей этой цене (и предполагаемом уровне инфляции, использованном в этом расчете), а также об отношении объема полученных заявок к предлагавшемуся количеству ценных бумаг (покрытии). За период до конца 2001 года был проведен только один аукцион по обмену ценных бумаг, привязанных к индексу.

### **Операции РЕПО с первоклассными ценными бумагами**

1398. Рынок операций РЕПО с первоклассными ценными бумагами был создан в январе 1996 года. После 1986 года существовал ограниченный рынок заимствования ценных бумаг, на котором ММПЦБ (и учетным домам по краткосрочным ценным бумагам) разрешалось покрывать *короткие* позиции посредством заимствования ценных бумаг на рынке, где ценные бумаги предоставлялись в ссуду, а утвержденным кредиторам разрешалось выдавать ссуды в форме ценных бумаг. Однако создание совершенно открытого рынка для торговли первоклассными ценными бумагами по соглашениям РЕПО упростило для участников рынка порядок получения или предоставления первоклассных ценных бумаг в ссуду. Это также повысило ликвидность рынка и облегчило возможность финансирования позиций по первоклассным ценным бумагам. Согласно обследованию Банка Англии, размер рынка РЕПО по первоклассным ценным бумагам на ноябрь 2001 года оценивался в 130 миллиардов фунтов стерлингов (что эквивалентно четверти денежного рынка в фунтах стерлингов на это время), и еще 48 миллиардов фунтов стерлингов в форме передачи ценных бумаг в ссуду.

1399. На операции РЕПО с первоклассными ценными бумагами в настоящее время приходится бóльшая часть операций, осуществляемых Банком Англии в рамках проведения денежно-кредитной политики, и значительная часть трейдинговых операций ОУД для управления кассовыми потоками Казначейства. По имеющимся оценкам, операции РЕПО с первоклассными ценными бумагами в настоящее время составляют примерно половину всех операций «овернайт» на денежном рынке в фунтах стерлингах. Правила торговли на рынке РЕПО по первоклассным ценным бумагам регулируются Кодексом надлежащей практики для РЕПО по первоклассным ценным бумагам, опубликованным Комитетом по ссудам ценных бумаг и операциям РЕПО под председательством Банка Англии (последняя версия — август 1998 года).

1400. ОУД имеет возможность создавать конкретные ценные бумаги и проводить с ними операции РЕПО с маркет-мейкерами или другими контрагентами ОУД в рамках специального механизма РЕПО в случае, например, острого дефицита конкретного вида ценных бумаг, нарушающего упорядоченное функционирование рынка. По результатам проведения предыдущей серии консультаций ОУД ввел в июне 2000 года недискреционный постоянно действующий механизм РЕПО для урегулирования фактических или потенциальных диспропорций на рынке РЕПО по первоклассным ценным бумагам. Любой зарегистрированный ММПЦБ или другой контрагент ОУД может обратиться с просьбой о временном создании ценной бумаги любого выпуска, не имеющего статуса «остаточного», для проведения операции РЕПО. При этом ОУД взимает штрафную ставку «овернайт», а затем возвращенные ценные бумаги аннулируются.

**С. Последние события, сказывающиеся на рынках облигаций Соединенного Королевства**

Изменение уровней долга  
(в абсолютном выражении и по отношению к ВВП)

	2000/2001	1999/2000	1998/1999	1997/1998
Рыночная стоимость долга	287 млрд. ф.ст.	348 млрд. ф.ст.	374 млрд. ф.ст.	343 млрд. ф.ст.
Чистый долг/ВВП (в процентах)	31,8	36,8	40,8	43,3

1401. Как и на рынках в других валютах, на кредитном рынке в фунтах стерлингов в последнее время наблюдалось увеличение ежегодного объема частных выпусков в период профицита бюджета Соединенного Королевства. Вследствие этого, доля непогашенных государственных ценных бумаг на рынке долговых обязательств в фунтах стерлингов в целом неуклонно снижалась. Уменьшение потребностей государства в финансировании привело к тому, что первоклассные ценные бумаги приобрели премию за дефицит, особенно в выпусках с более длительными сроками погашения, что, в свою очередь, привело к снижению их доходности. При этом в последнее время в Соединенном Королевстве отмечалась низкая инфляция и низкие процентные ставки (по сравнению с 1970-ми и 1980-ми годами), и необходимость повысить доходность привела к тому, что выросла готовность инвесторов принимать более высокий (кредитный) риск.

1402. По мере улучшения состояния государственных финансов Соединенного Королевства происходило снижение валового выпуска первоклассных ценных бумаг с пикового показателя в 54,8 миллиарда фунтов стерлингов в 1993–1994 финансовом году до минимального уровня в 8,1 миллиарда фунтов стерлингов в 1998–1999 году. Однако, учитывая цикличность государственных потребностей в заимствованиях, имеет смысл сохранять минимальный уровень выпусков для поддержания рыночной инфраструктуры, сохранения достаточной ликвидности рынка, а также его способности поглотить более крупные валовые выпуски в будущем. В таблице ниже представлен в общем виде государственный прогноз чистой потребности центрального правительства в кассовых средствах (CGNCR) на следующие несколько лет. Среднесрочные прогнозы указывают на желательность благоразумного уровня заимствований с учетом запланированных инвестиций в государственные службы, которые полностью соответствуют бюджетным нормам.

Прогноз чистой потребности центрального правительства в кассовых средствах,  
PBR, апрель 2002 года  
(в миллиардах фунтов стерлингов)

2001–2002 прогноз	2002–2003 прогноз	2003–2004 прогноз	2004–2005 прогноз	2005–2006 прогноз	2006–2007 прогноз
3	14	18	16	21	24

1403. Ввиду ограниченного объема выпуска первоклассных ценных бумаг в последние годы ОУД принял ряд стратегий по концентрации выпусков долговых обязательств в более крупных эталонных выпусках, в настоящее время с тремя сроками до погашения — 5, 10 и 30 лет. Эти более крупные выпуски позволяют органам государственного управления получать премию за ликвидность по всей кривой доходности. Для наращивания объема эталонных выпусков ОУД также использовал аукционы по конверсии и обмену ценных бумаг (см. выше).

1404. Правительство также приняло решение ввести в действие структурированную программу выкупа первоклассных ценных бумаг в 2000–2001 финансовом году, с тем чтобы увеличить валовой выпуск и таким образом содействовать поддержанию ликвидности рынка в период высокого спроса. После проведения консультаций с участниками рынка в 2000–2001 финансовом году были вновь введены обратные аукционы, а ОУД в то же время выкупал — напрямую на вторичном рынке — краткосрочные первоклассные ценные бумаги, привязанные к индексу, и первоклассные ценные бумаги с двойной датой. Кроме того, ОУД покупает первоклассные ценные бумаги с близким сроком погашения (с остаточным сроком до погашения менее шести месяцев) в рамках регулярно проводимых им операций по сглаживанию воздействия погашений на кассовые потоки.

1405. В целом, эти операции были очень успешными. Принималось более 90 процентов объема предложений о конверсии, не считая одного, сделанного в ноябре 1998 года. Все обменные аукционы имели покрытие с достаточным запасом, а три аукциона по обмену ценных бумаг с более длительным сроком погашения обеспечили очень привлекательные ставки финансирования на будущее. Ставки, по которым ОУД выкупал ценные бумаги через обратные аукционы, соответствовали уровням доходности, которые были преимущественно «дешевыми» по сравнению с адаптированной кривой доходности ОУД.

1406. В течение 2000–2001 финансового года ОУД (после консультаций с Банком Англии, Казначейством Ее Величества, Агентством радиосвязи и участниками рынков communications) ввел механизмы, облегчающие сглаженное освоение поступлений от аукциона по продаже лицензий на мобильные телефоны третьего поколения (3G), которые оказались гораздо больше ожидаемых. Общий объем поступлений на сумму 22,5 миллиарда фунтов стерлингов привел к увеличению профицита бюджета 2000–2001 финансового года. Органы государственного

управления впоследствии решили сохранять минимальный уровень валового выпуска первоклассных ценных бумаг для поддержания ликвидности рынка первоклассных ценных бумаг и интереса со стороны инвесторов в свете прогнозов относительно увеличения потребности в финансировании в последующие несколько лет. В результате этих политических решений на конец 2001–2002 финансового года краткосрочная чистая кассовая позиция ОУД составляла 11 миллиардов фунтов стерлингов. Отчасти для того чтобы облегчить управление этими средствами, в октябре 2000 года был расширен набор высококачественных краткосрочных инструментов денежного рынка, с которыми ОУД может проводить операции на двусторонней основе в целях управления кассовыми средствами. Ожидается, что кассовая позиция будет сведена к нулю в течение трех финансовых лет, к концу марта 2004 года.

1407. Продолжая демонстрировать приверженность мерам по содействию ликвидности и прозрачности рынка первоклассных ценных бумаг, в 2000 году ОУД провел широкие консультации о возможном воздействии систем электронной торговли на вторичный рынок первоклассных ценных бумаг и, как следствие, о возможном изменении взаимоотношений между ОУД и ММПЦБ. Эта работа продолжалась в течение 2001 года, чтобы в начале 2002 года ввести обязательное выставление котировок на междилерском рынке ММПЦБ по наиболее ликвидным первоклассным ценным бумагам, как это было намечено в отчетном документе по консультациям, опубликованном в июне 2000 года. Эти обязательные котировки будут распространяться в электронном виде.

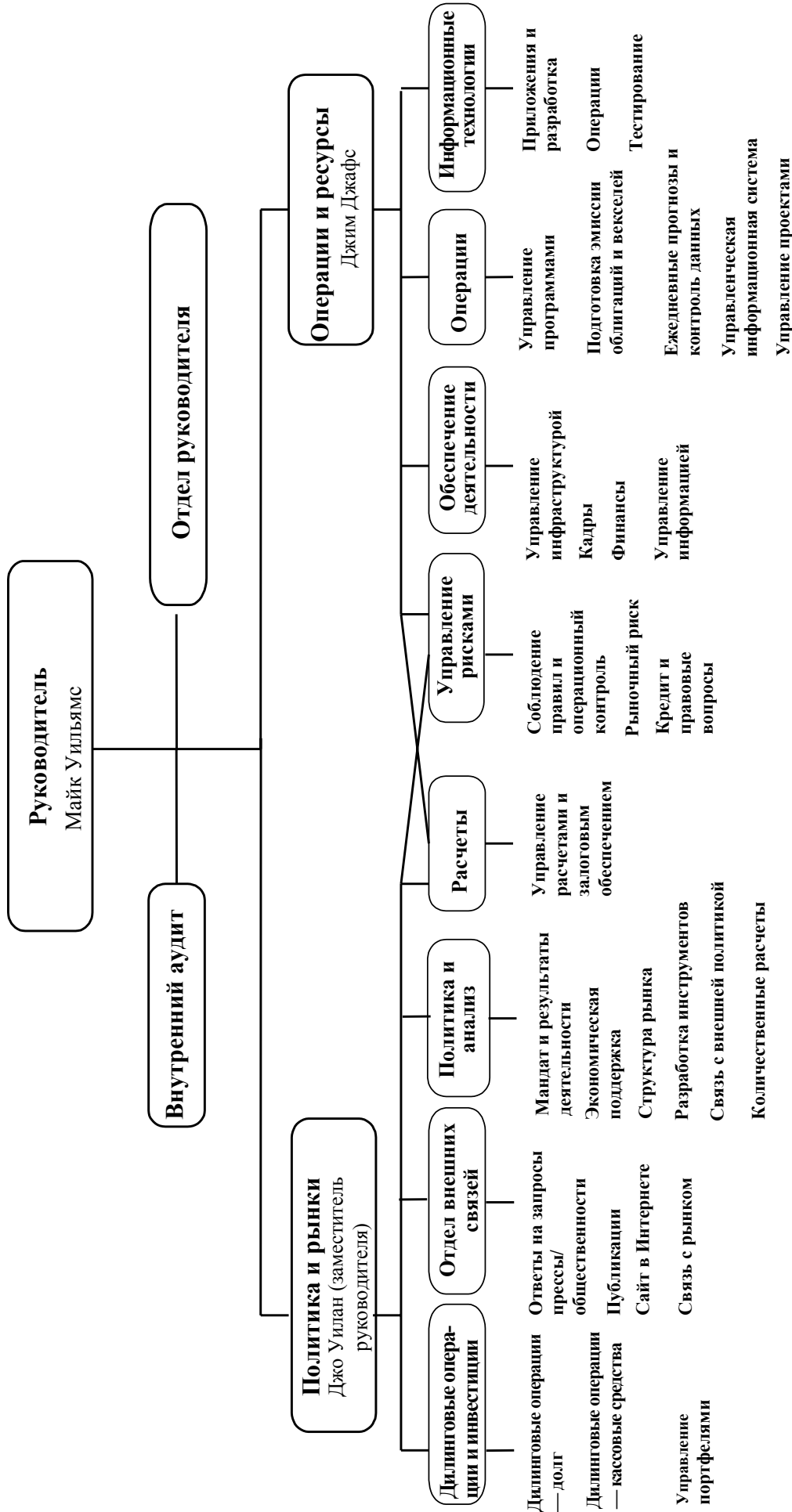
1408. Для дальнейшего повышения прозрачности рынка первоклассных ценных бумаг в сентябре 2000 года ОУД ввел в своих электронных средствах информации работающий в режиме реального времени экран цен на эталонные выпуски первоклассных ценных бумаг, который показывает ориентировочные средние цены ряда первоклассных ценных бумаг, выведенные из котировок, публикуемых ММПЦБ.

#### **D. Налогообложение**

1409. В 1995–1996 годах была проведена реформа основ налогообложения первоклассных ценных бумаг. По существу, это означало, что капитальные прибыли или убытки по первоклассным ценным бумагам, полученные корпоративными инвесторами, стали облагаться налогом на тех же условиях, что и доходы от первоклассных ценных бумаг. Это устранило большинство аномалий рыночного ценообразования, связанных с налогообложением, сделав налоговую систему нейтральной по отношению к владению облигациями с высокой или низкой купонной ставкой, и было необходимым предварительным условием для начала работы рынка отдельной торговли основной суммой и купонами ценных бумаг, чтобы избежать налоговых стимулов к отделению купонов по всем выпущенным облигациям определенного вида или к тому, чтобы такое отделение купона по определенным



выпускам не производилось совсем. Кроме того, с апреля 1998 года все процентные доходы по первоклассным ценным бумагам выплачивались на валовой основе (за исключением случаев, когда получатель предпочитал выплату на чистой основе), с тем чтобы уменьшить возлагаемое на кастодианов бремя по обеспечению выполнения требований налогового законодательства и сделать рынок первоклассных ценных бумаг более доступным и привлекательным для инвесторов.



## XVIII. СОЕДИНЕННЫЕ ШТАТЫ АМЕРИКИ<sup>126</sup>

1410. Министерство финансов США имеет несколько преимуществ перед другими странами в сфере управления долгом. Объемы эмиссии федеральных долговых обязательств составляют относительно небольшую долю совокупного объема эмиссии внутренних долговых обязательств, поэтому финансовые рынки легко справляются с изменениями в потребностях правительства в заимствованиях. Емкость частных рынков также позволяет правительству осуществлять заимствования исключительно в национальной валюте. Благодаря высокому уровню развития внутренних финансовых рынков правительство может полагаться на частный сектор в проведении целого ряда мероприятий, повышающих ликвидность рынка казначейских ценных бумаг. Широкий круг участников казначейских аукционов делает возможным проведение аукционов с единой ценой. В основе этих преимуществ лежит еще одно преимущество — крупная диверсифицированная экономика, которая служит для инвесторов гарантией погашения долга. Многие из перечисленных преимуществ стали самоусиливающимися — по мере углубления и расширения рынка все большее число его участников проявляли стремление в большей степени использовать казначейские ценные бумаги.

1411. Преимущества, которыми пользуются США, сказались на развитии рынка казначейских ценных бумаг и на применяемых в США методах управления долгом. Результатом стала система, которая имеет уникальные характеристики и ограничения. Поэтому описываемая ниже система управления в США, используемые страной стратегия и процессы развития рынка могут иметь ограниченную применимость в других странах.

### **А. Система управления**

1412. Полномочия Правительства США по осуществлению заимствований предоставлены ему Конституцией США. Конгресс делегировал министру финансов США полномочия по эмиссии:

- «долговых сертификатов» и «векселей» — долговых обязательств со сроками погашения не более одного года со дня выпуска;
- «среднесрочных обязательств» — долговых обязательств со сроками погашения не менее одного года и не более 10 лет со дня выпуска;
- «облигаций» — долговых обязательств со сроками погашения более 10 лет;

---

<sup>126</sup> Данное целевое исследование подготовлено Управлением рыночного финансирования Министерства финансов США.

- «сберегательных облигаций» — розничных долговых обязательств со сроками погашения не более 20 лет со дня выпуска — и «сберегательных сертификатов» — розничных долговых обязательств со сроками погашения не более 10 лет со дня выпуска.

1413. Министр финансов США уполномочен определять условия выпускаемых им долговых обязательств и условия, в соответствии с которыми будет осуществляться эмиссия долговых обязательств. Для выполнения этой и других функций министр может делегировать обязанности и полномочия другим должностным лицам или сотрудникам Министерства финансов США. На практике это означает, что лицо, получившее политическое назначение в аппарате Министра финансов, как правило, принимает решения по управлению долгом, используя рекомендации кадровых сотрудников.

1414. Министр финансов может вкладывать средства в собственные ценные бумаги или размещать средства на депозитах в коммерческих банках, обеспеченных широким набором предоставленных в качестве залога инструментов, которые приемлемы для Министерства финансов, включая обязательства Правительства США и частных эмитентов. В рамках управления своими кассовыми средствами Министерство финансов поддерживает взаимоотношения с большим числом коммерческих банков, которые помогают сгладить крупные сезонные колебания кассовых остатков Министерства финансов.

1415. Конгресс устанавливает лимит совокупной номинальной суммы долговых обязательств, выпускаемых министром финансов. Этот лимит периодически меняется в порядке, предусмотренном законом, — либо в рамках бюджетного процесса в Конгрессе, либо с использованием иных процедур. До конца 1917 года каждый раз, когда Министерству финансов было необходимо привлечь заемные средства, требовалась санкция Конгресса. В период первой мировой войны такой подход к выпуску долговых обязательств стал чрезмерно обременительным, и Конгресс предоставил Министерству финансов право на осуществление заимствований, сохранив за собой полномочия по определению совокупной суммы находящихся в обращении долговых обязательств. Данная практика давала Министерству финансов возможность выпускать долговые обязательства в течение определенного периода времени, часто одного или двух лет, без необходимости получать разрешение Конгресса.

1416. Министр финансов обязан представлять в Конгресс годовой отчет, включающий определенные статистические данные о прошлой и планируемой деятельности Министерства финансов в области государственного долга. Эти отчеты основаны на ежегодных бюджетных прогнозах Администрации и повышают подотчетность управляющих государственным долгом. Кроме того, государственный

ревизионный орган вправе проверять деятельность Министерства финансов по управлению долгом.

### **Административная структура**

1417. Организационная структура Министерства финансов состоит из двух основных компонентов: управлений Министерства и операционных бюро. Управления Министерства отвечают в первую очередь за разработку политики и руководство Министерством в целом, тогда как операционные бюро выполняют конкретные операции, возложенные на Министерство.

1418. В рамках управлений Министерства министр финансов несет основную ответственность за деятельность по управлению долгом, осуществляемую федеральным правительством, является главным экономическим советником Президента и играет ключевую роль в разработке и проведении политики, перенося вопросы, стоящие перед федеральным правительством, в контекст общей экономической политики и политики в области государственных финансов. Сотрудники Министерства разрабатывают и предлагают меры внутренней и международной финансовой, экономической и налоговой политики. Обязанности в сфере управления долгом включают:

- определение потребностей Министерства в финансировании, разработку графиков эмиссии ценных бумаг, определение необходимых объемов эмиссии и анализ альтернативных видов ценных бумаг и методов их продажи;
- сбор мнений представителей частного сектора в отношении проведения политики Министерства финансов в области финансирования и управления долгом и подготовку докладов, содержащих полученные рекомендации;
- регулярный анализ текущего экономического положения и ситуации на рынке ценных бумаг и их потенциального воздействия на деятельность Министерства в области финансирования;
- согласование действий с Федеральным резервным банком Нью-Йорка, который является частью системы центрального банка, в отношении его обязанностей как фискального агента;
- участие в работе межведомственной группы по надзору за рынком;
- координацию и утверждение рыночных заимствований федеральных агентств и финансируемых государством предприятий.

1419. Управление долгом осуществляет Бюро государственного долга (БГД), которое подотчетно Министерству финансов. Конкретные функции БГД включают:

- привлечение заемных средств, необходимых для обеспечения работы федерального правительства, и ведение учета образующегося в результате этого государственного долга;

- выпуск, учет и погашение государственных ценных бумаг; обслуживание зарегистрированных счетов и уплату процентов согласно графику;
- осуществление бухгалтерского и аудиторского контроля за операциями в области государственного долга и публикацию отчетности;
- рассмотрение требований в отношении утерянных, украденных или уничтоженных ценных бумаг в бумажной форме;
- содействие продаже и хранению держателями розничных инструментов — сберегательных облигаций США.

1420. Управление кассовыми средствами осуществляет Служба управления финансами (СУФ), которая также подотчетна Министерству финансов. СУФ осуществляет получение и выплаты всех государственных средств, ведет государственные счета и готовит ежедневные и ежемесячные отчеты о состоянии государственных финансов. СУФ является главным распорядителем государственных средств; агентом по сбору средств; органом, который осуществляет бухгалтерский учет и представляет финансовую информацию; а также агентом по взысканию просроченного государственного долга.

1421. СУФ управляет процессом сбора доходов федерального бюджета, таких как перечисления подоходных налогов на физических и юридических лиц, таможенные пошлины, погашения ссуд, штрафы и поступления от аренды, и имеет для сбора этих доходов сеть, в которую входит примерно 18 000 финансовых учреждений. СУФ также является надзорным органом в отношении центральной системы учета и отчетности федерального правительства, осуществляя контроль за его денежными активами и обязательствами. СУФ работает с федеральными агентствами, помогая им вводить унифицированные стандарты и системы бухгалтерского учета и отчетности.

1422. В дополнение к операционным бюро Федеральный резервный банк Нью-Йорка действует в качестве фискального агента Министерства финансов при осуществлении деятельности по управлению долгом. Выполняемые им функции фискального агента включают:

- ведение счета, на котором хранятся средства Министерства финансов;
- клиринг чеков Министерства финансов, выставляемых на этот счет;
- проведение аукционов по казначейским ценным бумагам;
- ведение электронной системы учета казначейских ценных бумаг;
- выпуск, обслуживание и погашение казначейских ценных бумаг.

1423. Федеральная резервная система (ФРС) является независимым государственным учреждением. Политика управления долгом и денежно-кредитная политика проводятся независимо друг от друга. Но хотя Министерство финансов и ФРС проводят независимую политику, ФРС выступает в качестве фискального агента Министерства финансов, осуществляя различную операционную деятельность для

него, и высшие должностные лица этих двух ведомств еженедельно проводят совещания для обсуждения вопросов политики.

1424. Текущую информацию можно найти на соответствующих веб-сайтах:

<http://www.treas.gov/domfin> — деятельность Министерства финансов по управлению долгом;

<http://www.publicdebt.treas.gov> — Бюро государственного долга;

<http://www.fms.treas.gov> — Служба управления финансами;

<http://www.newyorkfed.org> — Федеральный резервный банк Нью-Йорка.

## **В. Стратегия управления долгом и система управления рисками**

1425. Цель Министерства финансов в сфере управления долгом состоит в обеспечении минимально возможных затрат на финансирование в долгосрочной перспективе. Для достижения этой цели стратегия управления долгом Министерства финансов определяется пятью взаимосвязанными принципами.

1426. Первый принцип состоит в поддержании «безрискового» статуса казначейских ценных бумаг. Это достигается за счет благоразумной налогово-бюджетной дисциплины и своевременного повышения лимита долга. Наличие постоянного легкого доступа на рынок при минимальных затратах для государства в долгосрочной перспективе является важнейшим компонентом управления долгом.

1427. Второй принцип заключается в поддержании согласованности и предсказуемости программы финансирования. Министерство финансов выпускает ценные бумаги в соответствии с регулярным графиком и установленным порядком проведения аукционов. Это снижает неопределенность на рынке и помогает минимизировать общую стоимость заимствования. Соблюдая данный принцип, Министерство финансов не стремится «подстроиться» под рынки; то есть оно не пользуется удобным моментом для выпуска долговых обязательств, когда рыночная конъюнктура представляется благоприятной.

1428. Идея регулярных и предсказуемых графиков проведения аукционов появилась в 1970-е годы. Начиная с 1970 года федеральное правительство начало финансировать в целом растущий дефицит бюджета, и большинство инструментов управления долгом, которые использовало Министерство финансов, хорошо подходили для выполнения этой задачи. Были установлены новые циклы проведения аукционов, увеличена частота эмиссии ценных бумаг, а объемы аукционов со временем росли. К концу 1970-х годов масштабы потребностей Министерства в финансировании привели к введению «регулярного и последовательного» графика эмиссии долговых обязательств.

1429. Третий принцип управления долгом — принятое Министерством финансов обязательство обеспечивать ликвидность рынка. Ликвидность повышает эффективность рынков капитала, обеспечивая базовый уровень надежности для широкого диапазона финансовых операций и более низкую стоимость заимствования для Министерства финансов за счет повышения спроса на его ценные бумаги.

1430. В-четвертых, Министерство финансов привлекает финансирование на всех участках кривой доходности. Сбалансированная структура сроков погашения снижает риски рефинансирования и отвечает потребностям самого широкого круга инвесторов. Кроме того, обеспечение надлежащего функционирования механизма установления процентных ставок на всех участках кривой доходности дополнительно способствует повышению эффективности рынков капитала.

1431. В-пятых, Министерство финансов осуществляет единое финансирование. Государственные потребности в финансировании сводятся воедино, с тем чтобы заимствования различных агентств осуществлялись через Министерство финансов. Таким образом, все программы федерального правительства могут получать выгоды благодаря низкой ставке заимствования Министерства финансов. В противном случае отдельные программы с меньшими по объему, менее ликвидными выпусками конкурировали бы друг с другом на рынке. Существуют некоторые исключения из правила единого финансирования, но общая сумма таких заимствований составляет менее 1 процента всех выпущенных и непогашенных государственных долговых ценных бумаг.

1432. Эти принципы часто задают ограничения для Министерства финансов при осуществлении им деятельности, направленной на достижение его цели. Регулярная эмиссия ценных бумаг на всех участках кривой доходности может иногда приводить к достаточно высокой краткосрочной стоимости заимствования; вместе с тем эти затраты, как представляется, более чем компенсирует премия, которую инвесторы готовы уплатить за предсказуемость предложения казначейских ценных бумаг. Однако наиболее серьезным ограничением является то, что Министерство финансов имеет лишь примерное представление о будущем развитии ситуации, и потому ведет постоянную работу по прогнозированию своих вероятных потребностей в заимствованиях, чтобы предусмотреть, как ему нужно будет изменить свой стиль заимствований, если будущая ситуация не будет соответствовать прогнозам, и предвидеть, что в будущем окажется наиболее дешевым средством финансирования.

1433. Решения, касающиеся долгосрочного финансирования, принимаются Министерством финансов на квартальной основе после получения рекомендаций частного сектора через опрос участников рынка и учета рекомендаций консультативной группы частного сектора. Данная группа состоит примерно из 20 человек, которые представляют брокерские/дилерские и инвестиционные компании и которые являются активными участниками рынка государственных ценных бумаг.



Эта группа собирается каждый раз во время проведения Министерством финансов операций рефинансирования в середине квартала, чтобы представить ему свои рекомендации в отношении текущей операции рефинансирования и по вопросам политики управления долгом. Официальные рекомендации группы и протоколы совещаний группы размещаются на веб-сайте (по адресу <http://www.treas.gov/domfin>). Министерство финансов также приглашает частных лиц представлять свои рекомендации по электронной почте (по адресу [debt.management@do.treas.gov](mailto:debt.management@do.treas.gov)).

### **Управление рисками**

1434. Финансовые обязательства существуют только в национальной валюте. Обязательства в национальной валюте считаются соответствующими состоянию баланса Министерства финансов, учитывая очень высокую долю в нем активов, выраженных в национальной валюте. Помимо того, что портфель, состоящий исключительно из обязательств в национальной валюте, является адекватным, он также может быть реализован на практике ввиду крупного размера внутренних финансовых рынков, которые могут легко покрыть колебания потребностей Министерства в заемных средствах.

1435. Для снижения риска рефинансирования Министерство финансов выпускает эталонные ценные бумаги с широким диапазоном сроков погашения. Ожидаемые потребности в заимствованиях объявляются ежеквартально. Изменения графиков или объемов обнаруживаются достаточно заблаговременно для выявления цены и распространения среди инвесторов. Данный подход основан на широком присутствии Министерства финансов на рынке, вследствие чего изменения политики в большинстве случаев ведут к изменениям цен.

1436. Управление риском по обязательствам сосредоточено на поддержании стабильного среднего срока погашения за счет сбалансированной эмиссии кратко-, средне- и долгосрочных ценных бумаг и обеспечения высокой ликвидности посредством регулярной и предсказуемой эмиссии эталонных ценных бумаг. Средний срок погашения обращающихся казначейских долговых обязательств, находящихся в руках частных инвесторов, на конец 2001 года составлял 5 лет и 6 месяцев, исключая ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции, и 5 лет и 10 месяцев, включая ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции.

1437. Программы заимствований основаны на бюджетных и экономических прогнозах, которые содержатся в годовом бюджете, принимаемом Конгрессом. Министерство финансов использует самые последние прогнозы Администрации в отношении бюджета федерального правительства в качестве исходных данных для своих моделей. Новые бюджетные прогнозы составляются ежегодно и публикуются в начале календарного года. Затем прогнозы пересматриваются пять или шесть месяцев спустя.

1438. На основе прогнозов Администрации Министерство финансов готовит долгосрочные прогнозы долга с использованием разработанных самим Министерством моделей. Эти модели применяются для текущего контроля риска пролонгации долга и обеспечения достаточно равномерной структуры сроков погашения. График эмиссии краткосрочных долговых обязательств основан на прогнозах управления кассовыми средствами, которые включают как долгосрочные прогнозы Администрации, так и последние оценки расходов и доходов на краткосрочную перспективу.

1439. Министерство финансов обеспечивает высокий уровень ликвидности за счет масштабного, регулярного и предсказуемого характера эмиссионной программы. Система первичных дилеров ФРС для размещения долговых обязательств, которая помогает гарантировать успех аукционов, проводимых Министерством финансов, еще более снижает риск ликвидности. Частота и крупные масштабы операций Министерства финансов помогают обеспечить возможности частого тестирования расчетных систем.

1440. На Министерство финансов возложена ответственность за руководство и обеспечение работы Программы коммерческого учета (СВЕ), которая занимается объявлением и проведением аукционов, размещением и выкупом обращающихся казначейских ценных бумаг, а также регулированием, обслуживанием и учетом этих ценных бумаг. Федеральный резервный банк Нью-Йорка, действующий в качестве фискального агента Министерства финансов, несет оперативную ответственность за выявление, отслеживание и снижение операционного риска, связанного с Национальной электронной системой учета (NBES), системой хранения и перевода обращающихся казначейских ценных бумаг. Ответственность за выявление и отслеживание рисков, связанных с объявлением и проведением аукционов, размещением и выкупом обращающихся казначейских ценных бумаг лежит на Бюро государственного долга. Эти риски связаны с различными элементами необходимых для выполнения этих функций автоматизированных систем, где могут возникать сбои, и для их компенсации разрабатываются планы на случай непредвиденных обстоятельств.

1441. Операционный риск минимизируется благодаря тому, что программа СВЕ предусматривает условие поставки против платежа, а аукционы и расчеты проводят разные учреждения. Дополнительной гарантией являются ежегодные аудиторские проверки со стороны контрольно-ревизионного агентства законодательной власти.

### **Недавние изменения политики**

1442. Вследствие сохранявшегося в последнее время профицита бюджета Министерство финансов уменьшало свой непогашенный долг за счет выпуска меньшего объема долговых обязательств, чем объем подлежащего погашению долга, сократив эмиссию как краткосрочных, так и долгосрочных долговых обязательств. Неотъемлемой характеристикой процесса выплаты долга, когда это производится на коротком конце спектра сроков погашения, является его асимметричность, что ведет к увеличению среднего срока долга.

1443. Министерство финансов ввело меры политики, призванные сдержать рост среднего срока долговых обязательств, в том числе проводя регулярные, меньшие по объему доразмещения долговых обязательств с более длительными сроками погашения и выкупы находящихся в обращении долгосрочных долговых обязательств. Кроме того, Министерство финансов недавно приостановило выпуск 30-летних облигаций. Хотя отчасти это решение было основано на необходимости сократить объемы эмиссии более долгосрочных долговых обязательств, оно также отражало рыночный опыт, который указывает на то, что финансирование за счет 30-летних облигаций является дорогостоящим по сравнению с финансированием за счет 10-летних инструментов.

1444. Сохраняющиеся вялые темпы экономического роста, снижение налоговых доходов и воздействие на бюджет трагических событий 11 сентября привели к увеличению потребностей Министерства финансов в финансировании в краткосрочной перспективе. Ожидается, что эти потребности будут носить временный характер и будут удовлетворяться главным образом за счет увеличения эмиссии казначейских векселей и среднесрочных обязательств с более короткими сроками погашения, что в свою очередь помогло бы уменьшить средний срок погашения обращающихся долговых обязательств, находящихся в руках частных инвесторов.

### **Управление активами**

1445. Запасы финансовых активов Правительства США (включая валютные резервы) невелики по сравнению с его финансовыми обязательствами. Кассовые средства хранятся в основном в коммерческих банках, которые обязаны предоставлять за них существенный залог. Федеральная резервная система как фискальный агент Министерства финансов, действующий под его руководством, несет основную операционную ответственность за размещение кассовых средств в коммерческих банках — участниках системы. Эти обязанности включают принятие, стоимостную оценку и безопасное хранение залога, осуществление текущего контроля за его качеством и его возврат. Федеральная резервная система также является основным контактным учреждением для депозитных учреждений, которые участвуют в программе.

1446. Операции по управлению кассовыми средствами подвергаются как внутреннему, так и внешнему анализу и аудиту. Учреждения, которые участвуют в управлении кассовыми средствами (включая как Федеральную резервную систему, так и коммерческие банки), применяют согласованные комплексные процедуры управления рисками для гарантии нормального прохождения установленных процессов и проведения операций. Такое управление обеспечивает отсутствие отступлений от целей программы и их достижение.

### **С. Рынок государственных ценных бумаг**

1447. Управление долгом развивалось по мере совершенствования финансовых рынков США. Еще в период второй мировой войны различные инструменты играли важную роль в эмиссии долговых обязательств. В 1950-х и 1960-х годах ведущими эмитентами облигаций были корпорации, а не органы государственного управления. Регулярная эмиссия всех долговых инструментов начала проводиться лишь в 1970-е годы. Правила участия продолжают развиваться в ответ на изменения числа участников рынка казначейских ценных бумаг и технологические сдвиги.

1448. Основной рост эмиссии государственных долговых обязательств в США происходил на финансовых рынках, которые уже были хорошо развиты. Вместе с тем, учитывая, что для реализации программы управления государственным долгом крайне необходим легкий доступ к рынку, Министерство финансов уделяет серьезное внимание методам расширения рынка своих ценных бумаг. Широкое распространение казначейских ценных бумаг повышает ликвидность и эффективность рынка государственных долговых обязательств, одновременно минимизируя воздействие деятельности по управлению государственным долгом на экономику и денежные рынки и обеспечивая более широкое распределение выгод государственного заимствования.

1449. Вследствие размера рынка, надежности казначейских ценных бумаг и спроса на них со стороны других инвесторов эти ценные бумаги представляют собой наиболее ликвидные капиталовложения в мире. Казначейские ценные бумаги обладают рядом преимуществ, отвечающих запросам инвесторов, которым необходима безопасность, предсказуемость и высокая ликвидность.

1450. Министерство финансов выпускает номинальные ценные бумаги с фиксированной ставкой и ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции. Они являются прямыми обязательствами Правительства США и широко признаны как обращающиеся ценные бумаги, поскольку они могут быть куплены и проданы на вторичном рынке по установившимся рыночным курсам через финансовые учреждения, брокеров и дилеров по государственным ценным бумагам. За исключением нескольких конкретных выпусков казначейских облигаций,

размещенных до 1985 года, которые предусматривают возможность досрочного погашения, обращающиеся казначейские ценные бумаги не подлежат погашению до наступления срока. Все обращающиеся казначейские ценные бумаги выпускаются только в безбумажной форме, с минимальным объемом покупки 1000 долларов США и на суммы, кратные 1000 долларов США. С сентября 1998 года клиенты, открывшие счета в Министерстве финансов, могут покупать ценные бумаги через веб-сайт Бюро государственного долга ([www.publicdebt.treas.gov](http://www.publicdebt.treas.gov)).

1451. В настоящее время Министерство финансов на регулярной основе предлагает номинальные ценные бумаги с фиксированной ставкой со сроками погашения от 4 недель до 10 лет. Векселя со сроками погашения 4, 13 и 26 недель размещаются через еженедельные аукционы с расчетами по четвергам, 2-летние обязательства предлагаются ежемесячно с расчетами в конце месяца, а 5- и 10-летние обязательства размещаются посредством ежеквартальных аукционов с расчетами в середине месяца. Этот широкий диапазон сроков погашения позволяет инвестору структурировать портфель в соответствии с конкретными временными горизонтами.

1452. В попытке расширить номенклатуру предлагаемых ценных бумаг и базу прямых инвесторов, участвующих в его аукционах по ценным бумагам, в январе 1997 года Министерство финансов начало размещать через аукционы ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции. Эти ценные бумаги позволяют защитить инвесторов от инфляции, и в аукционах по ним участвует большее число прямых инвесторов в сравнении с аукционами по казначейским номинальным ценным бумагам с фиксированной ставкой, так как они привлекают инвесторов, которые ранее не вкладывали средства в казначейские ценные бумаги, и стимулируют держателей других портфелей вкладывать больше средств в казначейские ценные бумаги. Такое возросшее участие должно способствовать снижению общих затрат на финансирование. Министерство финансов также выпускает розничные сберегательные облигации, индексированные по темпам инфляции.

1453. Первоначально Министерство финансов предлагало 5- и 10-летние обязательства, индексированные по темпам инфляции, и 30-летние облигации, индексированные по темпам инфляции, но интерес рынка был сосредоточен главным образом на 10-летних обязательствах, поэтому в октябре 1997 года 5-летние обязательства, индексированные по темпам инфляции, были выпущены в последний раз, а в октябре 2001 года был прекращен выпуск 30-летних облигаций, индексированных по темпам инфляции. Основная сумма такой ценной бумаги ежедневно корректируется с учетом инфляции. Величина корректировки с учетом инфляции подлежит обложению федеральным налогом на доходы в том году, в котором она имела место, а основная сумма, скорректированная с учетом инфляции, выплачивается при наступлении срока погашения. Полугодовые процентные платежи составляют фиксированный процент от основной суммы, скорректированной с учетом инфляции. В качестве индекса инфляции используется индекс потребительских цен

(ИПЦ) без сезонных поправок для всех городских клиентов. В настоящее время Министерство финансов предлагает 10-летние индексированные по темпам инфляции обязательства в соответствии с регулярным полугодовым графиком.

1454. До начала 1970-х годов традиционными методами продажи среднесрочных обязательств и облигаций были размещение путем подписки, размещение путем обмена и досрочное рефинансирование. При использовании подписки Министерство финансов устанавливало процентную ставку по выставляемым на продажу ценным бумагам, а затем продавало их (или принимало подписку на них) по фиксированной цене. При размещении путем обмена Министерство финансов давало возможность держателям находящихся в обращении ценных бумаг с наступающими сроками погашения обменять их на новые выпуски по объявленной цене и купонной ставке. В некоторых случаях новые ценные бумаги размещались только среди держателей конкретных ценных бумаг с наступающими сроками погашения; в других случаях выпускались дополнительные суммы новых ценных бумаг. Досрочное рефинансирование отличалось от размещения путем обмена тем, что находящиеся в обращении ценные бумаги могли быть обменены до наступления срока их погашения.

1455. Принципиальная трудность, связанная с размещениями путем подписки и обмена по фиксированной цене, состояла в том, что рыночные уровни доходности могли меняться в период с момента объявления о размещении до наступления крайнего срока подписки. Вследствие роста изменчивости рынка в 1970-е годы размещения по фиксированной цене стали для Министерства финансов очень рискованными.

1456. В 1970 году был введен модифицированный метод проведения аукционов, при котором Министерство финансов заранее устанавливало процентную ставку (купонную ставку), а заявки подавались на основе цены. В 1974 году Министерство финансов начало размещать выпуски купонных инструментов через аукционы по доходности. Заявки принимались по годовой процентной доходности, а купонная ставка была основана на средневзвешенной доходности удовлетворенных на аукционе конкурентных заявок. Аукционы по доходности освобождают Министерство финансов от необходимости устанавливать купонную ставку до начала аукциона и гарантируют, что затраты на уплату процентов по новым выпускам среднесрочных обязательств и облигаций будут точно отражать фактические рыночные условия спроса и предложения на момент проведения аукциона.

1457. В настоящее время все обращающиеся казначейские ценные бумаги продаются на аукционах с единой ценой, и все аукционы Министерства финансов проводятся на основе доходности. Условия предложений о размещении казначейских ценных бумаг регулируются условиями, которые определены в «Стандартном проспекте эмиссии для продажи и размещения обращающихся безбумажных казначейских векселей, среднесрочных обязательств и облигаций» (в части Свода федеральных правил США,

размещенного в Интернете по адресу [www.publicdebt.treas.gov/gsr/gsrucam.htm](http://www.publicdebt.treas.gov/gsr/gsrucam.htm)). По каждому аукциону делается отдельное объявление, с указанием дат проведения аукциона и осуществления расчетов, предлагаемого к продаже объема, срока погашения ценных бумаг и других сведений. Министерство финансов продает весь объявленный объем каждой предлагаемой ценной бумаги по доходности, которая определяется в ходе аукциона.

1458. Казначейство разрешает осуществлять операции «по выпуску» в период между объявлением о выпуске и проведением расчетов, что позволяет выявить цену и снижает неопределенность, связанную с установлением цены на аукционе. Потенциальные конкурентные участники рассматривают уровни операций «по выпуску» в качестве меры рыночного спроса для определения того, какие заявки выставлять на аукционе. Неконкурентные участники, которым ценные бумаги продаются по определенной на аукционе доходности, могут использовать котировки рынка операций «по выпуску» для оценки вероятной доходности, которая будет установлена на аукционе.

1459. До конца 1998 года обычным методом продажи обращающихся казначейских ценных бумаг были аукционы с множественными ценами. На аукционе с множественными ценами конкурентные заявки принимались начиная с самой низкой доходности (учетной ставки в случае казначейских векселей) до самой высокой доходности, требуемой для продажи всего предлагаемого объема ценных бумаг участникам. Конкурентные участники, чьи заявки были приняты к исполнению, уплачивали цену, соответствующую предложенной ими доходности (или учетной ставке). Неконкурентные участники уплачивали средневзвешенную цену принятых к исполнению конкурентных заявок.

1460. В ноябре 1998 года Министерство финансов ввело в практику аукционы с единой ценой для всех обращающихся казначейских ценных бумаг. Все аукционы по среднесрочным обязательствам и облигациям, индексированным по темпам инфляции, проводились по единой цене с тех пор, как Министерство финансов начало продавать ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции. Как и в случае аукционов с множественными ценами, аукционы с единой ценой проводятся на основе доходности (банковской учетной ставки в случае казначейских векселей). Заявки принимаются начиная с самой низкой доходности (или учетной ставки) до самой высокой доходности, требуемой для продажи предлагаемого объема ценных бумаг. В отличие от аукционов с множественными ценами, все ценные бумаги продаются по самой высокой доходности (или учетной ставке), предложенной в принятых к исполнению заявках.

1461. Министерство финансов пришло к выводу, что аукционы с единой ценой имеют некоторые преимущества перед аукционами с множественными ценами. Во-первых, на них ценные бумаги, как правило, распределяются среди большего числа участников, чем на аукционах с множественными ценами. Во-вторых, на аукционах с единой ценой участники могут выдвигать более смелые заявки. Для успешных участников

ослабляется так называемое «проклятие победителя» — риск того, что успешный участник торгов уплатит сумму, превышающую обычную рыночную стоимость ценной бумаги, и потому у него будет меньше шансов получить прибыль от ее продажи. Существуют свидетельства в пользу того, что представление более смелых заявок привело к некоторому снижению стоимости заимствования для Министерства финансов.

1462. Любой субъект может представить заявку на участие в казначейском аукционе напрямую в Федеральный резервный банк, который действует в качестве фискального агента Министерства финансов, косвенно через дилера или непосредственно в Министерство финансов. Министерство разрешает всем дилерам, которые зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и биржам (КЦББ), и всем финансовым учреждениям, которые подпадают под федеральное регулирование, подавать заявки на казначейских аукционах за собственный счет или от имени клиентов. Все участники казначейских аукционов, а не только первичные дилеры и финансовые учреждения, могут подавать заявки на казначейских аукционах без внесения депозита, при условии что данный участник имеет платежный механизм («соглашение об автоматическом списании средств со счета») в обслуживающем его Федеральном резервном банке.

1463. Первичные дилеры — это компании, через которые Федеральный резервный банк Нью-Йорка проводит свои операции на открытом рынке. Они включают крупные диверсифицированные компании по работе с ценными бумагами, банки, расположенные в крупных финансовых центрах, и специализированные компании по работе с ценными бумагами. Среди этих компаний есть как иностранные, так и американские. За последнее десятилетие число первичных дилеров сократилось с 46 до 22. В обязанности первичных дилеров входит значимое участие в казначейских аукционах, проведение достаточно большого объема операций в рамках торговых отношений с операционным отделом Федерального резервного банка Нью-Йорка и предоставление ФРС рыночной информации. В прошлом первичные дилеры также обязаны были проводить определенный объем трейдинговых операций с клиентами и тем самым поддерживать ликвидный вторичный рынок казначейских ценных бумаг. Клиенты включают других дилеров, кроме первичных, другие финансовые учреждения (такие как банки, страховые компании, пенсионные и взаимные фонды), нефинансовые учреждения и физических лиц. Хотя трейдинговые операции с клиентами более не являются обязательными, первичные дилеры остаются ведущими маркет-мейкерами на рынке казначейских ценных бумаг США.

1464. Министерство финансов облегчает мелким инвесторам приобретение казначейских ценных бумаг, продавая их на неконкурентной основе на сумму до 5 миллионов долларов США через систему электронного учета. В этой системе инвесторы хранят казначейские ценные бумаги непосредственно на счетах Министерства финансов, не прибегая к услугам финансовых учреждений или дилеров.