## Анотация

**TRANSPORTA UN SAKARU INSTITŪTS**

**VADĪBZINĀTŅU, EKONOMIKAS UN TRANSPORTA FAKULTĀTE**

**ATĻAUTS AIZSTĀVĒT**  Vadībzinātņu katedras vadītājs

Dr.inž. as.profesors

Rostislavs Kopitovs\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(paraksts)

2005.gada ”\_\_\_”\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

**DARBS**

**“SOCIĀLO ZINĀTŅU MAĢISTRS VADĪBZINĀTNĒ”**

**AKADĒMISKĀ GRĀDA IEGŪŠANAI**

Бондовый рынок как экономическая составляющая

новых членов Европейского Союза

Studējošais: **Nadežda Kotkova** 2005. gada „23” Maijā

(paraksts)

Darba vadītājs:

**Vjačeslavs Davidovs\_\_**\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_2005.gada „\_\_\_\_\_”\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

( paraksts)

Normatīvu kontrolieris:

Maģ.ek.,lektore

**Vera Ressina** \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ 2005.gada „\_\_\_\_\_\_” \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(paraksts)

**Rīga - 2005.**

**TRANSPORTA UN SAKARU INSTITŪTS**

**VADĪBZINĀTŅU, EKONOMIKAS UN TRANSPORTA FAKULTĀTE**

**Studiju programma „Sociālo zinātņu maģistrs vadībzinātnē”**

(463412)

**APSTIPRINU**

Vadībzinātņu katedras vadītājs

Dr.inž., as.profesors

Rostislavs Kopitovs\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(paraksts)

200\_.gada „\_\_\_\_\_\_\_”\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# MAĢISTRA DARBA UZDEVUMS

studējošam: **Nadežda Kotkova** (studējošā kods – **39425**)

Darba temats: Бондовый рынок как экономическая составляющая

**новых членов Европейского Союза**

**Galvenie izpētes jautājumi:**

1) Сравнить бондовые рынки 10 стран вступивших в ЕС.

2) Выявить, в какой из этих стран наиболее развит бондовый рынок;

3) Показать развитие бондового рынка 10 стран относительно общей ситуации рынка бондов в Европейском Союзе;

**Uzdevums saņemts:** 2005. gada 10.maijā

**Darbs iesniegts:** 2005. gada 15.maijā

**Darba vadītājs**: **Vjačeslavs Davidovs** \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(paraksts)

Studējošā paraksts : \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Бондовый рынок как экономическая составляющая новых членов Европейского Союза. Н. Коткова. Научный руководитель В. Давыдов. Работа на получение академической степени магистра. В работе 99 страниц, 75 рисунка, 6 таблиц, использовано 40 литературных источников.

Бондовый рынок, бонды, рынок капитала, конвергенция, ЕС, корпоративный бондовый рынок, кривая доходности, Маастрихтские критерии

В процессе работы были исследованы бондовые рынки: Мальты, Чешской республике, Венгрии, Кипра, Словении, Словакии, Польши, Литвы, Латвии, Эстонии, как компоненты рынка капитала и как экономическая составляющая. В работе были проанализированы: объемы бондового рынка каждой страны, наличие и пропорция правительственных, корпоративных и муниципальных бондов, распределение долговых обязательств по сроку продолжительности, валюта в которой выпускаются бонды и т. д.; Были выявлены страны с наиболее развитым бондовым рынком; и показано развитие бондового рынка 10 новых членов ЕС относительно общей ситуации рынка бондов в Европейском Союзе; и показана степень влияния бондового рынка на развитие экономики исследуемых 10 стран.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение 5

1. Роль бондового рынка 8

2. Бондовые рынки новых членов ес 17

2.1. Мальта 17

2.2. Чешская республика 25

2.3. Венгрия 34

2.4. Кипр 42

2.5. Словения 48

2.6. Словакия 53

2.7. Польша 59

2.8. Литва 64

2.9. Латвия 69

2.10. Эстония 75

2.11. Описание корпоративного рынка новых членов ес 82

2.12. Кривая доходности 85

Заключение. 90

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 98

## Введение

Для растущих и амбициозных компаний, особенно в развивающихся странах, к которым относится и Латвия, актуальной становится проблема поиска капитала. Рынок капитала часто называют зеркалом экономики. Другими словами, отношение между рынком капитала и реальной экономикой понимается, когда на степень развития экономики воздействует уровень развития и эффективность функционирования рынка капитала.

Капитал – это деньги. Рынок – это группы людей, организаций, которые хотят одалживать деньги или заимствовать их. Рынок капитала - это среда для эмиссии и торговли долгосрочными ценными бумагами: корпоративными и правительственными бондами, обыкновенными и привилегированными акциями. А также это среда для хеджирования (страхования от финансового риска) и спекулирования производными инструментами (фьючерсами, опционами…) на ценные бумаги и другие базисные активы (например, товары и валюта).

Поэтому именно рынки капитала находят деньги, которые необходимы фирмам и, которые обеспечивают необходимый уровень доходности кредитодателю. Рынок капитала – это механизм, с помощью которого сбережения одних направляются к тем, которые используют эти сбережения. Так, например, фирмам необходим доступ к этим сбережениям, чтобы финансировать расширение своего бизнеса и покрывать потери и издержки в начальной стадии предпринимательства. Таким образом, рынок капитала – это важный и эффективный инструмент, мобилизующий фонды для предприятий, и обеспечивающий эффективный источник инвестиций в экономику, которую он обслуживает. Он играет решающую роль в мобилизации сбережений для инвестиций в производственные активы, с целью увеличения долгосрочных перспектив роста экономики страны, и таким образом действует как главный катализатор в преобразовании экономики в более эффективный, инновационный и конкурентоспособный рынок в рамках глобальной экономики.

Рынок капитала – это альтернативный рынок банковским кредитам. Рынок банковских кредитов не всегда является доступным и не всегда является выгодным и эффективным рынком заимствования. Здесь и ограниченная емкость и связанность кредитов. Полагаться целиком на банковское кредитование в целях долгового финансирования рискованно для экономики той или иной страны. Возможен кризис банковской системы.

В исследуемых в данной работе странах такой кризис сегодня маловероятен, но возможен в дальнейшем. С 1982 года в развивающихся странах произошло около 100 банковских кризисов. Один из наиболее мощных из них – это азиатский финансовый кризис 1997-98 годов, который повысил внимание к относительной роли банковского сектора в развивающихся странах, в том числе и в Латвии, Литве и Эстонии и очертил проблему развития рынка капитала и, в частности бондового рынка, не только в странах Балтии, но и в остальных исследуемых странах.

Внутренний бондовый рынок в новых странах ЕС еще слабо развит по сравнению с банковской системой, а иногда и с рынком акций. В свете финансового азиатского кризиса логично напрашивается вывод в сторону необходимости развития внутреннего бондового рынка, как альтернативы рынку банковских кредитов, которые, безусловно, могут служить источником кризиса экономики.

В целом не нужно доказывать, что полагаться целиком на банковское кредитование в целях долгового финансирования рискованно для экономики той или иной страны. Смысл в том, что банковский кризис может негативно повлиять на экономику внезапно, поскольку компании находятся в кредитных условиях и будут вынуждены отказаться от инвестиций.

Наличие же эффективного и активного внутреннего рынка капитала, в частности бондового рынка, дало бы компаниям альтернативные возможности увеличения долгового капитала, если бы банки были бы не в состоянии выдавать кредиты. Кроме того, наличие развитого бондового рынка помогло бы усилить восстановление банковской системы после кризиса, позволив банковской системе рекапитализировать свои балансы через секьюритизацию (например, через эмиссию бондов).

Кроме того, компании имеют больше финансовых издержек через банковское кредитование, чем через бондовое увеличение своей капитализации. Внутренний корпоративный бондовый рынок помогает компаниям сократить свои финансовые издержки двумя способами. Первый - позволяет компаниям через эмиссию бондов заимствовать напрямую от инвесторов, минуя посредническую роль коммерческого банка. Во-вторых, выпуская, корпоративные бонды, фирмы более эффективно используют свои активы и долговой капитал, особенно при долгосрочном заимствовании.

Без хорошо функционирующего бондового рынка, сбережения инвестиционной базы встречаются с относительно ограниченным выбором активов, которые используются для сбережений и, как правило, такими активами становятся банковские депозиты и в меньшей мере акции. В некоторых случаях сбережения направляются на приобретение нефинансовых активов, такие как недвижимость, что значительно снижает поставку денежных средств в виде сбережений в сферу продуктивных инвестиций. А это в свою очередь приводит к снижению уровня экономического благосостояния страны.

Поэтому активный и эффективный бондовый рынок расширял бы рынок капитала за счет предложений частных лиц, которые направляли бы свои сбережения в более широкий спектр финансовых активов. Это позволило бы инвесторам находить адекватные инвестиционные риски и принимать оптимальные решения по размещению своих инвестиций.

## 1. РОЛЬ БОНДОВОГО РЫНКА

Наличие жизнеспособного бондового рынка в стране позволяет финансовым институтам лучше управлять структурой своих балансовых отчетов, особенно компаний с долгосрочными обязательствами, такими как страховые компании и пенсионные фонды. [1]

В экономиках без развитого бондового рынка, процентные ставки, которые определяют банки, не могут быть определены на конкурентной основе и поэтому они не могут отражать действительно возможную стоимость капитала. Например, банки могут тайно сговориться по установлению процентной ставки.

Наличие развитого бондового рынка может привести к эффективному прайсингу кредитного риска, поскольку ожидания всех участников бондового рынка инкорпорируются в бондовые цены. Другими словами развитый бондовый рынок гарантирует компаниям направление в определении точной стоимости капитала при принятии инвестиционных решений, создавая тем самым эффективное размещение капитала в экономике.

При отсутствии корпоративного бондового рынка значительная доля долгового финансирования компаниям идет из банковского сектора. Расширяя кредиты компаниям, однако, банки берут на себя значительный риск, главным образом из-за несоответствия по срокам платежей между ликвидными краткосрочными активами (депозиты, которые могут быть изъяты по требованию) и относительно неликвидными долгосрочными активами (ссуды).

Кроме того, поскольку всего лишь незначительное количество банков в новых странах ЕС составляют весь вес кредитной активности, то существует концентрация кредитного риска в пределах банковского сектора, а это может привести к росту уровня системного риска в экономике.

Бондовый рынок однозначно только улучшит финансовую стабильность, создавая более разнообразную финансовую систему. Например, поскольку огромное количество инвесторов в основном вовлечены в покупку корпоративных бондов в развитых странах, то бремя кредитного риска в экономике распределяется среди различных инвесторов, что значительно снижает кредитный риск в банковской системе.

Развитие внутреннего бондового рынка зависит среди прочего от ряда макроэкономических факторов. Сюда включается необходимость сильного экономического роста, что собственно и может сгенерировать соответствующих эмитентов и инвесторов, а также должна быть стабильная и достаточно низкая среда процентной ставки, которая создала бы благоприятные инвестиционные условия, особенно для финансовых инструментов с фиксированным доходом.

Макроэкономическая среда может влиять на развитие бондового рынка разными путями. Растущая экономика может привести к росту потребностей в финансах, в то время как растущие доходы могут вызвать спрос на финансовые активы, включая, бонды. Когда инфляция устойчива, структура бондов, имеющих фиксированный доход, становится привлекательной для инвесторов, которым нужен устойчивый уровень доходности от инвестиций. Экономический рост может также побудить компании обращаться к рынку капитала за долговым финансированием или реструктуризации капитала.

Сейчас правительства всех стран новых членов ЕС играют ключевую роль в становлении и развитии бондового рынка, как основного эмитента и регулятора. Здесь существует прямое отношение между бюджетным дефицитом и эмиссией правительственных долговых обязательств. Та степень, в которой происходит фискальное расходование через продажу правительственных бондов на открытом конкурентном рынке и тот предел, на котором поддерживается уровень поставки правительственных бондов, имеет важное значение для развития корпоративного бондового рынка, например в контексте эталонов (ключевые ценные бумаги и индексы) для инвесторов и эмитентов бондов. Там, где правительственный бондовый рынок значителен и работает эффективно, участники рынка часто используют доходности определенных бондов в качестве безрисковой ставки доходности.

Использование правительственных бондов в качестве опережающего макроэкономического индикатора и в качестве эталона доходности по безрисковым ставкам в новых странах членах ЕС пока не эффективно, что связано в первую очередь с неразвитым вторичным рынком и отсутствием четко выраженной кривой доходности по бондам на данном рынке.

Экономисты часто используют сложные математические модели для предсказания будущего пути экономики индустриальных стран и вероятность экономического спада в этих странах. Но более простым инструментом является кривая доходности.

Кривая доходности – спрэд между процентными ставками десятилетних (в зависимости от исследуемой страны) казначейских бондов и трехмесячных казначейских билсов – есть ценный предсказывающий макроэкономический индикатор. Данный инструмент прост в использовании и значительно лучше работает, чем другие финансовые и макроэкономические индикаторы в предсказании экономических спадов от двух до шести кварталов вперед.

Форма кривой доходной может служить отличным индикатором возможной будущей рецессии по нескольким причинам. Текущая монетарная политика имеет значительное влияние на форму кривой доходности и таким образом на реальную активность экономики в ближайшие несколько кварталов. Изменение процентных ставок по краткосрочным правительственным бондам ведет к изменению формы всей кривой доходной. Ожидание будущей инфляции также отражается в кривой доходной.

Поэтому связь между финансовыми доходностями – такими как возвратность (доходность) на инвестицию в ценную бумагу – и реальная экономика является существенным фактором в макроэкономике и финансах.

Для развитого бондового рынка существенным является ликвидность вторичного рынка. Этот критерий эффективного и активного рынка является полезным индикатором развития рынка. Ликвидность отражается в высоком уровне оборачиваемости относительно размера рынка и в ценовой стабильности. Ликвидность корпоративного бондового рынка в новых странах членах ЕС - низкая, особенно по сравнению с ликвидностью правительственных бондов.

Также, безусловно, что ликвидность бондового рынка будет больше с доступностью таких инструментов, которые рыночные участники могут использовать для управления процентной ставкой и риском, связанным с ней. Кроме этого развитие организованного и активного деривативного рынка позволяет выявлять эффективную цену бондов на вторичном рынке, что в свою очередь улучшает ликвидность. Наличие таких деривативных инструментов как фьючерсы и опционы на правительственные долговые обязательства в целом бы послужило укреплению и развитию вторичного бондового рынка в указанных странах.

На развитие корпоративного бондового рынка влияет также наличие юридической и законодательной базы в этой области, а также налоги, которые призваны облегчить и поддержать развитие внутреннего бондового рынка.

Одним из важных факторов в развитии бондового рынка является наличие кредитно-рейтинговых агентств с высокой репутацией. Эти агентства призваны выявлять и оценивать кредитный риск относительно любого эмитента корпоративных бондов. Кроме того, данные агентства стимулируют компании, выпускающие бонды улучшать свою финансовую позицию, делать работу своей компании прозрачнее. Хорошо работающая система рейтинговых агентств увеличивает эффективность корпоративного бондового рынка, как на первичном, так и на вторичном рынке, а также способствует росту его ликвидности. Наличие внутренних кредитных рейтинговых агентств весьма полезно для развития внутренней рейтинговой шкалы по корпоративному кредитному риску. Кроме того, рейтинговые агентства способствуют развитию бондового рынка, через образовательную информацию, которую они распространяют для потенциальных участников бондового рынка. Данные рейтинговые агентства, если и существуют в исследуемых странах, то их уровень работы пока еще очень низкий. При создании внутренних рейтинговых агентств целесообразно получать техническую поддержку или создавать совместное агентство с мировыми рейтинговыми агентствами. В некоторых развивающихся странах рейтинговые агентства создаются по инициативе правительства, фондовых бирж или комиссий по ценным бумагам.

Налоги на бондовые транзакции, как на первичном, так и на вторичном рынке являются существенным фактором, который снижает ликвидность и служит тормозом при первичном выпуске корпоративных бондов. В целом, именно налоги служили сдерживающим фактором в прошлом, когда только начали развиваться бондовые рынки в исследуемых странах.

В целом налоговый режим создается правительством, которое сфокусировано на максимизации государственного дохода и во многих случаях налоговые политики не принимают в должной мере во внимание аспектов и проблем, связанных с развитием бондового рынка.

Для исследуемых стран в целом львиная доля инвесторов относительно бондового рынка состоит в основном из банков, что также не способствует развитию вторичного бондового рынка. В старых странах Европейского Союза институционные инвесторы на бондовых рынках в первую очередь представлены страховыми компаниями, пенсионными и инвестиционными фондами, которые значительно потеснили банки, индивидуальных инвесторов и не финансовые компании.

Банки в исследуемых странах, как правило, не склоны выводить купленные бонды на вторичный рынок, и для них более характерен принцип «купил и держи» до конца срока обращения. Инвестиционные бондовые и гибридные фонды, напротив, ориентированы на максимизацию доходности своих активов и поэтому они все время продают и покупают бонды, создавая ликвидность и точную цену бондов на вторичном рынке.

Поэтому можно отметить, что для исследуемых стран существует довольно узкая инвестиционная база. В относительно маленьких бондовых рынках (Латвия, Литва) недостаток инвестиций в бонды связан также с незнанием об инвестиционных возможностях, которые предоставляют бонды для инвесторов.

Другим фактором, который влияет на развитие корпоративного рынка в исследуемых странах, является условие набора законов, которые бы ясно определяли отношения инвесторов и компаний, выпускающих бонды. Эти законы связаны с обязательствами компаний перед инвесторами и банкротством.

Успешные бондовые рынки и в частности правительственные бондовые рынки обычно связываются со средой, в которой кредитное размещение и номинальные процентные ставки устанавливаются первично рынком и, которые отражают рыночные ожидания. Такая среда поощряется использованием косвенных инструментов в монетарной политике государства. Особенно, если используются такие инструменты монетарной политики, как операции открытого рынка, которые поощряют к активности вторичный бондовый рынок. Продажа и покупка Центральным Банком бондов приводит к росту оборота, а также обеспечивает информацией рынок относительно намерений в монетарной политике, что способствует генерированию дальнейшей активности бондового рынка.

Бондовые рынки в исследуемых странах находятся под влиянием эндогенных и экзогенных факторов. Главным среди эндогенных факторов является развитие институционной структуры и микроструктуры бондовых рынков, а также развитие финансовых рынков в целом. В частности, внутренняя и внешняя финансовая либерализация и дерегуляция усиливается конкуренцией среди эмитентов бондов, инвесторов, инноваций в финансовых услугах, совершенствованием управлением рисками. Но может быть наиболее важным является экзогенный фактор, связанный с фискальной политикой, макроэкономической стабилизацией, притоками капитала.

Необходимость финансировать бюджетные дефициты является основной причиной развития правительственных бондовых рынков. В дополнение к этому развитие бондовых рынков связано также с поисками инвестиционного финансирования компаниями. Когда компании становятся большими, многие из них рано или поздно выходят на долговые рынки для привлечения дополнительного капитала

Низкая инфляция является существенным предварительным условием для развития бондового рынка. Высокая инфляция и крупный бюджетный дефицит не создает благоприятных экономических условий и способствует росту краткосрочных спекулятивных проектов и не поощряет долгосрочные инвестиционные проекты, которые и создают устойчивую экономику. Кроме того, низкий уровень инфляции способствует снижению выпуска бондов на международный рынок и интенсивному развитию внутреннего бондового рынка. Как правило, низкий уровень инфляции способствует выпуску бондов с длительным сроком обращения. Развитие внутреннего бондового рынка снижает эмиссию бондов на международный рынок, например, евробондов.

Необходимо отметить, что высокая пропорция в выпуске краткосрочных бондов имеет тенденцию к увеличению риска рефинансирования и увеличивает макроэкономическую нестабильность.

Таким образом, из всего вышесказанного сделаем следующие выводы относительно выгод, которые предоставляет развитый бондовый рынок:

- Первое: ликвидность правительственных бондов облегчает оценку и риск других финансовых активов.

- Второе: ликвидность бондового рынка имеет прямое воздействие на степень, в которой другие сегменты финансовых рынков (форвардные и фьючерсные рынки, включая хеджирование) могут быть развиты для управления риском.

- Третье: развитый бондовый рынок оказывает решающее воздействие на эффективность центральных банков с точки зрения проводимой ими монетарной политики.

Существует мнение что, ликвидность вторичного рынка связана с размерами страны. Поэтому, безусловно, что с принятием исследуемыми странами единой валюты, развитие бондовго рынка приобретет новый импульс.

Со вступлением десяти исследуемых стран в Еврозону одним из важных критериев такового вступления будет Маастрихсткий критерий по долгосрочным процентным ставкам на правительственные бонды данных стран.

Маастрихтские критерии, которые, как ожидается, будут составлять основу Европейского Союза в будущем, состоят из пяти условий, по которым страна допускается в Союз.

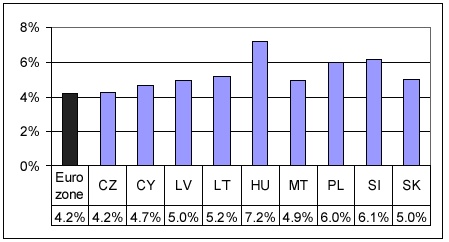
1. Уровень инфляции не должен превышать более чем на 1.5% вышесреднего уровня трех стран с самым низким уровнем инфляции.
2. Номинальные долгосрочные процентные ставки не должны превышать более чем на два процентных пункта долгосрочных процентных ставок трех стран с самым низким уровнем инфляции.
3. Не должно быть каких-либо кардинальных изменений в режиме обменного курса валюты в течение, как минимум, двух лет.
4. Правительственный бюджетный дефицит не должен превышать трех процентов от ВВП страны.
5. Общий долг страны к ВВП не должен превышать 60%.

Первые три гармонизационных критерия разработаны для того, чтобы гарантировать денежно-кредитную стабильность за счет сохранения фиксированного режима обменного курса среди стран. Стабильность евро усиливается за счет двух последних критериев, которые защищают Европейский Союз от угроз инфляции, которая может вырасти из-за роста правительственных бюджетных дефицитов.

В мае 2004 года десять стран: Чехия, Эстония, Кипр, Латвия, Литва, Венгрия, Мальта, Польша, Словения и Словакия вступили в Европейский Союз.

Ниже представлен график, сравнивающий долгосрочные процентные ставки новых членов Европейского Союза и Еврозоны с марта 2003 года по февраль 2004 года.

1.1 табл. Средние долгосрочные ставки с Марта 2003 по февраль 2004[5]



На графике не приведены данные по Эстонии. Это связано с тем, что Эстония имеет очень ограниченный правительственный долг, и определить гармонизацию правительственных бондов со сроком обращения 10 лет не представляется возможным. Поэтому для Эстонии в качестве индикатора берется средний уровень процентных ставок по новым кредитам, выдаваемым компаниям и частным лицам на срок более пяти лет. Этот уровень составил в Эстонии между мартом 2003 и февралем 2004 года 4.9%.

Девять из десяти стран, вступивших в Европейский Союз (кроме Эстонии) выбрали для данного критерия бонды центрального правительства со сроком обращения около десяти лет и деноминированных в национальной валюте; семь стран используют доходность бондов вторичного рынка, в то время как Кипр и Литва используют процентные ставки первичного рынка. Мальта избрала корзину бондов, в то время как другие восемь стран используют в качестве эталона единый бондовый подход. Ниже в таблице 1.2 праведны данные по гармонизации процентных ставок (проценты даны за год по доходностям на десятилетние бонды центрального правительства на вторичном рынке).

1.2. табл. Процентные ставки десятилетних правительственных бондов

| **Страны** | **Фев. 04** | **Maр. 04** | **Aпр. 04** | **Maй 04** | **Июн. 04** | **Июл. 04** | **Авг. 04** | **Сен. 04** | **Oкт. 04** | **Нояб. 04** | **Дек. 04** | **Янв. 05** | **Фев. 05** |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Еврозона** | | | | | | | | | | | | | |
| Бельгия | 4.26 | 4.07 | 4.26 | 4.40 | 4.46 | 4.34 | 4.18 | 4.11 | 3.98 | 3.85 | 3.66 | 3.59 | 3.57 |
| Германия | 4.11 | 3.91 | 4.10 | 4.25 | 4.31 | 4.24 | 4.08 | 4.02 | 3.89 | 3.78 | 3.58 | 3.56 | 3.54 |
| Греция | 4.35 | 4.17 | 4.35 | 4.49 | 4.55 | 4.44 | 4.28 | 4.22 | 4.11 | 3.97 | 3.77 | 3.69 | 3.69 |
| Испания | 4.15 | 4.01 | 4.20 | 4.33 | 4.39 | 4.28 | 4.15 | 4.08 | 3.97 | 3.85 | 3.64 | 3.59 | 3.58 |
| Франция | 4.14 | 3.98 | 4.18 | 4.34 | 4.39 | 4.27 | 4.11 | 4.09 | 3.98 | 3.86 | 3.64 | 3.58 | 3.60 |
| Ирландия | 4.15 | 3.97 | 4.17 | 4.31 | 4.38 | 4.27 | 4.09 | 4.04 | 3.92 | 3.80 | 3.62 | 3.52 | 3.51 |
| Италия | 4.34 | 4.17 | 4.35 | 4.49 | 4.54 | 4.44 | 4.28 | 4.25 | 4.13 | 4.00 | 3.79 | 3.71 | 3.68 |
| Люксембург | 4.33 | 4.12 | 4.29 | 4.43 | 4.49 | 4.36 | 4.20 | 4.13 | 4.00 | 3.85 | 3.64 | 3.57 | 3.56 |
| Нидерланды | 4.12 | 3.93 | 4.13 | 4.37 | 4.42 | 4.31 | 4.15 | 4.09 | 3.96 | 3.85 | 3.63 | 3.56 | 3.55 |
| Австрия | 4.27 | 4.09 | 4.23 | 4.36 | 4.41 | 4.40 | 4.17 | 4.14 | 3.99 | 3.86 | 3.66 | 3.57 | 3.53 |
| Португалия | 4.19 | 4.00 | 4.25 | 4.42 | 4.47 | 4.35 | 4.18 | 4.12 | 3.99 | 3.86 | 3.64 | 3.56 | 3.55 |
| Финляндия | 4.11 | 3.92 | 4.10 | 4.25 | 4.48 | 4.37 | 4.21 | 4.14 | 4.01 | 3.89 | 3.68 | 3.60 | 3.57 |
| **Страны вне Еврозоны** | | | | | | | | | | | | | |
| Чешская республика | 4.80 | 4.50 | 4.60 | 4.88 | 5.02 | 5.11 | 5.02 | 5.02 | 4.82 | 4.55 | 4.05 | 3.84 | 3.55 |
| Дания | 4.30 | 4.10 | 4.30 | 4.46 | 4.53 | 4.62 | 4.45 | 4.38 | 4.23 | 4.09 | 3.86 | 3.74 | 3.64 |
| Кипр | 4.79 | 5.17 | 5.17 | 5.17 | 5.49 | 6.58 | 6.58 | 6.58 | 6.58 | 6.45 | 6.26 | 6.13 | 6.06 |
| Латвия | 5.05 | 4.98 | 4.89 | 4.95 | 4.93 | 4.89 | 4.88 | 4.87 | 4.63 | 4.58 | 4.58 | 4.29 | 4.03 |
| Литва | 4.81 | 4.64 | 4.55 | 4.46 | 4.47 | 4.58 | 4.57 | 4.56 | 4.38 | 4.25 | 3.95 | 3.85 | 3.80 |
| Венгрия | 8.65 | 8.04 | 7.89 | 8.25 | 8.55 | 8.47 | 8.44 | 8.58 | 8.23 | 7.64 | 7.17 | 7.21 | 6.84 |
| Мальта | 4.70 | 4.70 | 4.65 | 4.65 | 4.65 | 4.65 | 4.70 | 4.70 | 4.71 | 4.70 | 4.70 | 4.71 | 4.72 |
| Польша | 6.82 | 6.65 | 7.02 | 7.32 | 7.27 | 7.44 | 7.37 | 6.96 | 6.80 | 6.45 | 6.00 | 5.96 | 5.73 |
| Словения | 5.01 | 4.99 | 4.83 | 4.77 | 4.69 | 4.65 | 4.66 | 4.63 | 4.47 | 4.31 | 4.07 | 3.87 | 3.92 |
| Словакия | 5.11 | 5.09 | 5.06 | 5.13 | 5.09 | 5.03 | 5.02 | 5.04 | 5.08 | 4.92 | 4.58 | 4.04 | 3.80 |
| Швеция | 4.55 | 4.31 | 4.55 | 4.68 | 4.72 | 4.57 | 4.42 | 4.37 | 4.25 | 4.13 | 3.90 | 3.84 | 3.76 |
| Англия | 4.88 | 4.76 | 4.99 | 5.15 | 5.24 | 5.14 | 5.03 | 4.95 | 4.81 | 4.74 | 4.58 | 4.60 | 4.66 |

| Индикатор процентной ставки для Эстонии | | | | | | | | | | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Страна** | **Feb. 04** | **Mar. 04** | **Apr. 04** | **May 04** | **June 04** | **July 04** | **Aug. 04** | **Sep. 04** | **Oct. 04** | **Nov. 04** | **Dec. 04** | **Jan. 05** | **Feb. 05** |
| Эстония | 4.77 | 4.56 | 4.63 | 4.53 | 4.36 | 4.23 | 4.29 | 4.00 | 4.15 | 4.17 | 4.28 | 4.08 | - |

## 2. Бондовые рынки новых членов ЕС

### 2.1. Мальта

Исторически бондовый рынок Мальты начинает свое развитие, практически, в то же самое время, как и все 10 стран, вступивших в Евросоюз в мае 2004 года, то есть относительно недавно. Общий объем бондового рынка Мальты к ВВП традиционно занимает первое место среди всех новых стран членов ЕС. Это в первую очередь связано с большим бюджетным дефицитом страны (9.7%) от ВВП относительно других стран новых членов ЕС.

Объем бондового рынка на Мальте постоянно растет все это время, что свидетельствует о позитивной динамике в развитии бондового рынка страны. Так, в декабре 2000 года он составил €2,433 миллионов, что превысило 62% от ВВП [2]79. При этом долговые обязательства страны выпускаются тремя главными секторами. Ценные бумаги, выпущенные центральным правительством в 2000 году, составили 89% от всего бондового рынка. Остальные долговые обязательства были выпущены корпоративными учреждениями (5%) и денежно-кредитными финансовыми учреждениями (6%).

Все долговые обязательства, выпущенные центральным правительством, были деноминированны в мальтийской лире (см. рис. 2.1.1) . Больше чем половина правительственных долговых обязательств (55%) имели срок обращения, равный или выше десяти лет, в то время как 22% оставшихся долговых обязательств имели первоначальный срок оборачиваемости в пределах от пяти лет до десяти лет.  20% от общего количества, составили казначейские билсы с различным сроком действия до одного года включительно (см. рис. 2.1.2).

2.1.1. рис.



2.1.2 рис.



В дальнейшем правительство Мальты продолжило расширение эмиссий долговых обязательств. Общая сумма долговых обязательств выпущенных к декабрю 2002 года составила €2,836 миллионов или 68% от ВВП [3].

Долговые обязательства, выпущенные центральным правительством, составили тогда 87% от всего бондового рынка. Остальные долговые обязательства были выпущены корпорациями (8%) и денежно-кредитными финансовыми учреждениями (5%). Как видим, рост корпоративных бондов составил 3%.

На первичном рынке, больше чем половина всех правительственных ценных бумаг (62%) были выпущены со сроком обращения  равным десяти или более лет, в то время как 17% имели продолжительность обращения в пределах от пяти до десяти лет. 21% от общего количества, являются казначейскими билсами с различными сроками обращения до одного года включительно (см. рис. 2.1.3).

.

2.1.3 рис.



Необходимо отметить, что правительство Мальты склонно к выпуску долговых обязательств только в мальтийской лире, что в целом является позитивной тенденцией в целом для экономики этой маленькой страны.

В 2003 году был проведен выпуск Мальтийских правительственных долговых обязательств на сумму около 149 миллионов лир. Из них 49 миллионов были направлены для погашения подходящих к концу сроков предыдущих выпусков. Что касается казначейских билсов, лимит их выпуска в 2003 году поднялся от 200 миллионов мальтийских лир до 300 миллионов.

Общая сумма долговых обязательств на начало 2004 года превысила €3,055 миллионов, что составляет 71% от ВВП Мальты. Как видим, Мальта значительно превышает Маастрихсткий критерий относительно общего долга страны к ВВП среди новых членов Европейского Союза.

Из всех бондов, выпущенных к началу 2004 года[4]:

- долговые обязательства, выпушенные центральным правительством составили 87% от всего бондового рынка;

- нефинансовые и немонетарные финансовые корпорации – составили 9% от выпущенных бондов;

- монетарные финансовые организации выпустили 4% от всех выпущенных бондов.

Все долговые обязательства, выпущенные центральным правительством, были опять же деноминированы в мальтийской лире.

На первичном рынке, более чем половина всех правительственных долговых обязательств (62%) были выпущены со сроком обращения десять или более лет, в то время как 18% имели срок обращения в пять или более лет, но меньше, чем десять лет. Значительная часть (около 20% от всех бондов), приходились на выпуск Казначейских билсов с различными сроками обращения в пределах одного года.

2.1.4 рис.



Активность на первичном бондовом рынке показала скромный рост за последние годы. Фактически, сумма эмиссий в 2001, 2002 и 2003 году составили €1.582 миллиона, €2,008 миллионов и €2,098 миллионов соответственно (рис. 2.1.5.). При этом нужно отметить, что сам незначительный рост связан с увеличением выпуска центральным правительством долгосрочных бондов, что связано с желанием правительства снизить долю краткосрочных долговых обязательств на рынке.

2.1.5. рис.



Рост первичного бондового рынка был связан  с двумя факторами.

Первым фактором было значительный рост объема выпусков казначейских билсов на первичном рынке, в то время как центральное правительство продолжало обращаться на первичный казначейский рынок билсов, чтобы поднять краткосрочные фонды, даже притом, что оно было частично расположено к существенному снижению в выпуске долгосрочных обязательств.

Второй фактор, повлиявший на рост объема бондового рынка, это присутствие других участников, выпускающих ценные бумаги на бондовом рынке. В 2000 году, оба сектора - нефинансовый и не денежно-кредитные финансовые корпорации и денежно-кредитные финансовые учреждения - каждый выпустил больше чем 5% от всего объема выпущенных долговых обязательств. В 2001 году, однако, почти все долговые обязательства были выпущены центральным правительством. Кроме того, в следующем году, нефинансовый и не денежно-кредитный финансовый корпоративный сектор выпустил лишь 6% от общего объема. Не было никакого заимствования денежно-кредитным финансовым сектором на первичном рынке в 2001 и 2002 годах.

Центральное правительство продолжает обращаться к первичному рынку казначейских билсов, чтобы увеличить краткосрочные фонды. Напротив, участие других игроков на рынке эмитентов бондов упало более чем на половину к началу 2004 года по сравнению с предыдущим годом.

К началу 2004 года корпорации выпустили почти 3% всех долговых обязательств против 6% от всего бондового рынка к началу 2003 года. Таким образом, развитие корпоративного бондового рынка пока не имеет позитивной динамики.

За последние несколько лет центральное правительство, как правило, выпускало краткрочных долговых обязательств больше, чем долгосрочных. Фактически, краткосрочные бонды составили чуть более 91% от всего выпуска к началу 2003 года, а к началу 2004 года около 83%.

Как уже отмечалось выше, увеличение пропорции в сторону выпуска краткосрочных долговых обязательств может послужить причиной экономической нестабильности. Это связано с тем, что мальтийская лира привязана к корзине валют. Привязка национальной валюты к какой-то другой валюте или корзине валют может вызвать инфляционное давление на экономику при значительном увеличении выпуска краткосрочных долговых обязательств.

Политика центрального правительства по выпуску бондов направлена только на внутренний рынок. Поэтому Мальта не выпускает бонды на международный рынок.

Мальтийское правительство не проводит свои бондовые аукционы через первичных дилеров. Также они не проводятся электронным способом. Вместо этого, предложения по конкурсным ценам на покупку оптовых пакетов направляются в Казначейство. Неконкурсное участие в аукционах не разрешается.

Казначейские билсы выпускаются со следующими сроками обращения: один, три, шесть, девять и двенадцать месяцев. Долгосрочные бонды в национальной валюте выпускаются центральным правительством три раза в год. Казначейские билсы в национальной валюте выпускаются регулярно раз в неделю.

Мальтийские правительственные бонды включены в список и торгуются на Малтийской Фондовой Бирже в дематериализованной форме. Мальтийские казначейские билсы имеют форму сертификатов и торгуются на внебиржевой основе (OTC).

Активность на вторичном рынке проявляется, прежде всего, торговлей на вторичном рынке казначейскими билсами. Общий оборот вторичного рынка составил в 2002 году – €3.1 миллиона, в 2002 году -€1.7 миллионов и в 2003 году – €1.9 миллионов.

Вторичный рынок Мальты характеризуется довольно низким уровнем ликвидности. Это объясняется тем, что большинство и институциональных и частных инвесторов предпочитают держать свои инвестиции до конца срока обращения бондов и, как правило, не выпускают их на вторичный рынок до конца срока обращения.

В целом, за ликвидность вторичного рынка отвечает Центральный Банк Мальты, хотя это и не закреплено законом. Центральный Банк, выступая в роли маркетмейкера, ежедневно публикует предложения на покупку казначейских билсов и ежедневные предложения на покупку правительственных бондов. Министерство Финансов не проводит интервенционной политики на вторичном рынке ни косвенно, ни прямо.

Развитие корпоративного бондового рынка Мальты пока не имеет позитивной динамики. К началу 2004 года корпорации выпустили почти 3% всех долговых обязательств против 6% от всего бондового рынка к началу 2003 года. Тем не менее, можно отметить, что оборачиваемость корпоративных бондов постоянно увеличивается. В феврале 2005 года оборачиваемость корпоративных бондов составила на Мальтийской бирже 1,050.123 против февраля 2004 года (532,809). Объем корпоративных бондов за февраль 2005 года составил 1,223,300 против 752,200 в феврале 2004 года. Маркетная капитализация корпоративных бондов составила в феврале 2005 года – 189,089,673 мальтийских лир.

Если говорить о бондовом рынке в целом, как экономической составляющей Мальты, то здесь, в первую очередь, надо выделить зависимость объема рынка бондов от бюджетного дефицита.

Мальтой не выполняет Маастрихтский критерий относительно бюджетного дефицита, который составил на начало 2004 года 9.7% от ВВП, что выше порогового уровня в 3%. И не выполняется критерий по правительственному долгу, который составил 71% от ВВП.

В целом значительный бюджетный дефицит служит причиной выпуска большого количества правительственных бондов для покрытия дефицита. Однако нужно отметить, что средняя величина правительственного долга Еврозоны к общему ВВП составила к концу 2004 года около125%.

Уровень средней долгосрочной процентной ставки на Мальте к августу 2004 года составил 4.7% и по этому показателю Мальта выполняет критерий по конвергенции долгосрочных процентных ставок. В целом средняя разница долгосрочных процентных ставок Мальты относительно еврозоны составила около 0.4% за период январь-август 2004 года. Отметим, что с 2001 года процентная ставка долгосрочных бондов все время несклонно снижалась.

В целом Мальта не выполняет критерий по среднему уровню инфляции, которая составила в августе 2004 года 2.6%, что означает невыполнение критерия по ценовой стабильности. Одной из причин здесь также является значительная эмиссия краткосрочных долговых обязательств. Пороговым уровнем инфляции является 2.4%. Конечно, нужно отменить, что уровень инфляции в стране остается длительный период относительно стабильным.

Ключевое требование к более высокой конвергенции Мальты с ЕС заключается в принятии твердой и вызывающей доверия среднесрочной бюджетной политики.

Что касается кривой доходности по правительственным бондам, то в целом кривая доходности правительственных долговых обязательств со сроком обращения от одного года до двадцати лет в течение всего 2003 года и к началу 2004 года росла. Процентная ставка по бондам сроком на один год выросла с 2% до 2.41%, на два года с 3.08% до 3.33%, … по десятилетним с 4.53% до 4.60%, по двадцатилетним бондам – с 4.98% до 5.01%. Таким образом, кривая доходности показывает сокращение спрэда между краткосрочными бондами и долгосрочными бондами центрального правительства Мальты. Данное сокращение является результатом инфляционного давления и долговременного бюджетного дефицита. Также бондовая составляющая кривой доходности теоретически показывает, что экономический рост Мальты может продолжиться, но без экспансии.

### 2.2. Чешская республика

Чехия – одна из трех (Чехия, Венгрия и Польша) крупнейших экономик, вступивших в Европейский Союз в мае 2004 года.

Размер национального бондового рынка Чехии относительно ВВП среди новых членов стран ЕС занимает на сегодня второе место после Мальты и второе место после Польши по физическому объему выпущенных бондов.

Также можно отметить, что бондовый рынок Чехии доминирует на рынке капитала этой страны. Большинство всех сделок с бондами на открытом рынке осуществляется на фондовой бирже Prague Stock Exchange. На начало 2004 года сделки с бондами на данной бирже составили 99.7%. Основными доминантами на бондовом рынке Чехии являются бонды правительства и банков. Корпоративный бондовый рынок в Чехии – не развит.

Министерство финансов является официальным эмитентом краткосрочных и долгосрочных правительственных долговых обязательств в Чешской Республике. Целью, которых является покрытие потребностей в бюджете текущего года и возмещение (погашение) государственного долга.

Казначейские билсы выпускаются в электронном виде с номинальной стоимостью 1 миллион чешских крон (приблизительно €32,679). Их стандартный срок обращения - 13, 26, 39 и 52 недель.

При необходимости, они дополняются выпуском казначейских билсов с необычным сроком обращения, обслуживая министерство финансов в его управлении ликвидностью денежного потока.

Казначейские долговые обязательства выпускаются с фиксированной процентной ставкой и с номинальной стоимостью CZK 10,000 (приблизительно €326).

Количество выпущенных чешских долговых обязательств в конце 2000 года составил €28,579 миллионов[2]38. Доля правительственных бондов на рынке составила 45%. Это немного меньше чем количество долговых обязательств выпущенных денежно-кредитными финансовыми учреждениями - 46%. И 9% составили - частные долговые обязательства, выпущенные нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями.

Необычно то, что 87% (€11,399 миллионов) приходится на долю краткосрочных бондов, выпущенных MFIs и все они являются CNB билсами.

К декабрю 2000 года, объем рынка долговых обязательств достиг почти 52% от ВВП (2.2.1. рис.). Предполагалось, что на тот момент есть предпосылки к дальнейшему росту этого объема (в национальной валюте) вследствие увеличивающегося бюджетного дефицита и потребности в государственной поддержке приватизации банка и других проблем, что и подтвердилось в дальнейшем.

2.2.1. рис.



Объем рынка долговых обязательств в конце 2002 года вырос до €41,956 миллионов [3]39, достигнув почти 57% от ВВП (2.2.1. рис.). Относительная доля государственных бондов на рынке в целом составила приблизительно 34% от общего объема бондового рынка, в то время как ценные бумаги, выпущенные денежно-кредитными финансовыми учреждениями (MFIs) составили почти 60%.

Частные долговые обязательства, выпущенные нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями, составили приблизительно 6% от общего объема. Стоит отметить, что краткосрочные долговые обязательства, выпущенные MFIs, которые составили более чем 90% выпущенного донным сектором (€22,876 миллионов), являются полностью CNB билсами, используемыми как имущественный залог в действиях монетарных властей страны.

Казначейские долговые обязательства деноминируются только в чешских кронах (2.2.2. рис.). Внутренний рынок способен свободно поглотить все ценные бумаги выпущенные чешским правительством и, как министерство финансов, так и CNB не нашли необходимым их выпуск в других валютах. Поэтому они по взаимному соглашению выпускаются только в чешских кронах.

2.2.2. рис.



Распределение срока оборачиваемости государственных правительственных долговых обязательств в 2001 и 2002 годах были отмечены большой долей казначейских билсов – 43% и 42% соответственно, что в целом могло негативно сказаться на экономической стабильности (2.2.3. рис. и 2.2.4. рис.). Но к 2004 году их доля уменьшалась до 37% (2.2.5. рис.).

2.2.3. рис.



2.2.4. рис.



2.2.5. рис.



14% - долговых обязательств выпушены государством в национальной валюте с первоначальным сроком обращения от одного до пяти лет.

Долговые обязательства со сроком обращения от пяти до десяти лет составили 23% от общего количества.

21% составили долговые обязательства с первоначальным сроком обращения от десяти лет и больше (2.2.4. рис.).

Официальное сообщение министерства финансов указало на временную цель реструктурирования срока обращения портфеля правительственных долговых обязательств. Цель состоит в том, чтобы финансировать одну треть рыночного долга казначейскими билсами и две трети с помощью казначейских бондов со средним сроком оборачиваемости. Одновременно министерство финансов приложило усилия к увеличению средней продолжительности портфеля от трех до четырех лет.

Первичная рыночная деятельность значительно увеличилась от общей стоимости общего выпуска в номинальном значении €44,914 миллионов в 2000 году до €73,287 миллионов в 2002 году (2.2.6. рис.). Этот рост главным образом обуславливался увеличением объема выпуска MFI, и в специальных выпусках CNB билсов (то есть краткосрочные долговые обязательства, выпущенные CNB для действий монетарной политики), чье количество на первичном рынке удвоилось за период с 2000 по 2002 год.

2.2.6. рис.



Поскольку общая сумма выпусков брутто бондов других двух секторов оставалась более или менее устойчивой, это также увеличило относительную долю MFI деятельности на всем первичном рынке.

Также с 2000 года стало заметно постепенное изменение в соотношении объема выпуска правительственных краткосрочных и долгосрочных долговых обязательств. В 2000 году объем выпуска долгосрочных правительственных бондов составлял 9% от общего количества, в то время как в 2002 году эта пропорция увеличился до 20%. При этом правительство играет доминирующую роль на Чешском первичном рынке в долгосрочных долговых обязательствах, составляя больше чем 80% от всего рынка в 2001 и 2002 годах.

Ежедневное среднее количество оборота бондов на вторичном рынке уменьшилось с €922.98 миллионов в 2000 году, до €871.12 миллионов в 2002. В результате существенно снизилась активность на рынке краткосрочных долговых обязательств. Хотя нужно отметить, что средний объем сделок долгосрочных долговых обязательств удвоился с 2000 по 2001 год, и немного упал в 2002 году.

Также как и на первичном рынке, правительство играет ведущую роль на вторичном рынке долгосрочных долговых обязательств. Почти 90% от всех сделок в 2001 и 2002 годах были вовлечены правительственные долговые обязательства. Однако, на вторичном рынке среди сделок с краткосрочными долговыми обязательствами, ежедневная средняя величина CNB билсов значительно больше, чем величина сделок Казначейских билсов. Это показывает, что сектор государственного управления и сектор MFI имеют более или менее равные доли на вторичном рынке (в торговле ценных бумаг оба сектора колеблются приблизительно в районе 45% от всего бондового оборота).

Доля торговли бондами и билсами на вторичном рынке, выпущенными нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями была почти незначительной (меньше чем 3%) в течение периода с 2000 по 2002 год.

Общая сумма выпущенных бондов составила на начало 2003 года – €41,956 миллионов. Из них на долю правительства приходится – €16,782.4 миллионов.

Бонды со сроком от одного года до 5 лет – €5,873.84 миллионов.

Бонды со сроком от пяти до десяти лет – €9,649.88 миллионов.

Бонды со сроком более десяти лет – €8,810.76 миллионов.

Анализируя последние данные на начало 2004 года, ситуация на бондовом рынке координально не изменилась. Общая сумма выпущенных долговых обязательства в Чехии к концу 2003 года составила €45,146 миллионов, составляя 56 % от ВВП (это на 1% меньше, чем в предыдущем году) (2.2.1. рис.). Почти 50% от общей суммы выпущенных бондов (€21,602 миллиона) пришлось на Центральный Банк (CNB – билсы), используемых в качестве обеспечения в монетарных операциях по repo.

Несмотря, на особенность бондового рынка Чешской республики (выпуск бондов только в национальной валюте), в 2003 году они впервые начали выпускать бонды деноминированные в евро (2.2.2. рис.), что показывает некоторое перенасыщение бондового рынка в национальное валюте и слабое соотношение по активности между первичным и вторичном бондовым рынком.

Что касается долгосрочных бондов, то правительство играет в этом сегменте бондового рынка доминирующую роль. Из всей суммы в €17,188 миллионов долгосрочных бондов, почти 70% (€11,510 миллионов) приходится на правительственный сектор. При этом большинство всех эмиссий были деноминированны в национальной валюте – кроне, поскольку все Казначейские бонды и билсы, а также билсы Центрального Банка были деноминированны только в чешской кроне.

Активность на первичном рынке за последние годы резко колебалась. Общая сумма всех выпущенных долговых обязательств составила к концу 2003 года €62,027 миллионов по сравнению с €72,246 миллионов в 2002 году и €47,867 миллионов в 2001 году. Краткосрочные долговые обязательства составили более чем 90% от выпусков.

Активность на вторичном бондовом рынке Чехии снизилась за последние годы. Ежедневный средний объем торгов упал с €798 миллионов в 2001 году до €463 миллиона в 2003 году. На вторичном рынке долгосрочных бондов ежедневный средний объем транзакций упал с €142 миллионов в 2002 году до €142 миллионов в 2003 году.

Все чешские Казначейские бонды выпускаются с помощью аукционов. Для выпуска бондов другими правительственными учреждениями, также возможны альтернативные методы. Поскольку относительная доля этих выпусков является довольно маленькой, аукцион - доминирующий метод, на котором обычно продается 90% правительственных долговых обязательств. Аукцион также единственный метод, используемый для того, чтобы продавать краткосрочные долговые обязательства.

Аукционы по Казначейским бондам и билсам проводятся регулярно. Обычно существуют три аукциона по Казначейским билсам и один или два по Казначейским бондам в месяц.

Торговля краткосрочными долговыми обязательствами проводится внебиржевым способом. Торговля долгосрочными долговыми обязательствами проводится через специализированную систему Пражской Фондовой Биржи (PSE).

При выпуске бондов правительство проводит аукционы через первичных дилеров. Аукционы проходят электронным методом через Bloomberg Bond Trading System. Внеконкурсные предложения по ценам на покупку бондов разрешаются при проведении аукционов.

Аукционы казначейских билсов проводятся Чешским Национальным Банком электронным методом через первичных дилеров. Существуют несколько групп первичных дилеров, участвующих в аукционах по казначейским билсам и бондам. Первичные дилеры имеют эксклюзивный доступ к аукционам.

Ответственность за ликвидность на вторичном рынке несут первичные дилеры. От них требуется обеспечение ежедневных котировок. Министерство Финансов не проводит интервенций на вторичном бондовом рынке.

Долг Чехии (Казначейские билсы, Казначейские бонды и евробонды) достиг номинальной стоимости в 571,38 миллиардов чешских крон к началу 2005 года[4]. Доля краткосрочного рыночного долга (до одного года) составила 25,82%. Доля казначейских билсов в рыночном долге составила 21,97%.

Чешскую экономику можно назвать как одну из самых низко инфляционных, что явилось результатом позитивного воздействия монетарной политики, имеющей своей целью поддержания инфляции не выше установленной планки.

Чехия имеет бюджетный дефицит в 5.2% от ВВП и не выполняет критериев конвергенции.

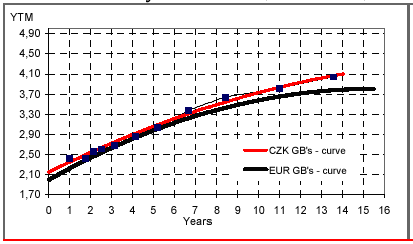
Краткосрочные билсы выпускаются для погашения долгосрочных долговых обязательств. К июлю 2004 года общая сумма Казначейских билсов, выпущенных для покрытия долгосрочного долга составила 154.35 миллиардов чешских крон или €4.9 миллиардов.

В целом можно сказать, что вторичный рынок правительственных долговых обязательств в Чехии более развит, чем на Мальте и ими в целом торгуют более активно. Ликвидность всех ключевых правительственных бондов при этом довольно высокая (узкий спрэд и высокий оборот).

При этом Казначейские бонды со сроком обращения 10 и 15 лет выглядят в этом отношении лучше других бондов, имея высокий коэффициент ликвидности. Поэтому доходности правительственных бондов как на первичном, и особенно, на вторичном рынках являются для Чехии возможным опережающим макроэкономическим индикатором, который дает теоретически возможность прогнозировать будущую экономическую ситуацию. Ниже приводится график (2.2.7. рис.) кривой доходности вторичного рынка правительственных долговых обязательств Чехии за январь 2005 года.

2.2.7. рис.

# 



В целом этот график показывает нам, что спрэд (разница) между краткосрочными билсам на 13 недель и долгосрочными бондами на 14 лет составляет 2%, что дает теоретическое основание говорить о позитивной динамике экономического роста Чехии на ближайшие шесть кварталов. Плавная форма кривой от низшей процентной точки до самой последней говорит, что развитие экономики будет ровным.

Долговой рынок Чехии выполняет критерий пропорции долга к ВВП. Общий правительственный дефицит составил в 2003 году 12.6% от ВВП. Как видим, Чехия не выполняет критерий по бюджетной позиции. Уровень долгосрочной процентной ставки с марта 2003 года по август 2004 года составил в среднем 4.7%, что соответствует Маастрихтскому критерию.

Кроме того, нужно отметить, что чешская крона не является участником ERM II и является плавающей (управляемой) валютой посредством интервенций со стороны центрального банка, что дает возможность увеличивать выпуск правительственных долговых обязательств без заметного увеличения роста инфляции.

Средний уровень инфляции за год к августу 2004 года составил 1.8%, что также соответствует критерию по ценовой стабильности. Чешскую экономику можно назвать как одну из самых низко инфляционных, что явилось результатом позитивного воздействия монетарной политики, имеющей своей целью поддержания инфляции не выше установленной планки. В целом нужно отметить снижающийся тренд в уровне инфляции в Чехии за последние годы с ростом во второй половине 2004 года, связанным с ростом цен на нефть и продукты питания.

### 2.3. Венгрия

Венгрия (Чехия и Польша) является одной из трех ведущих экономик новых членов Европейского Союза. Венгерский рынок долговых обязательств является сегодня довольно успешным и имеет одну из самых высоких ликвидностей из новых стран-членов ЕС. На сегодня, Венгерское правительство выпускает бонды с пятью сроками обращения: два года, три года, пять лет, десять лет и пятнадцать лет. Первый аукцион по двухлетним и трехлетним бондам был проведен в 1996 году. Первые пятнадцатилетние бонды были выпущены в ноябре 2001 года.

Эмиссия правительственных бондов осуществляется через первичную дилерскую систему, которая была основана в январе 1996 года и проводится для финансирования бюджетного дефицита. Первичная дилерская система призвана снизить финансовые издержки при эмиссии бондов через рыночный механизм и облегчить расширение и прозрачность вторичного рынка бондов. Основная задача первичных дилеров – торговля крупными объемами правительственных бондов с крупными инвесторами и обеспечение ликвидности и прозрачности вторичного рынка бондов.

Обычный объем аукционных торгов составляет 15-25 миллиардов венгерских форинтов (€50-90 миллионов). Общий эмиссионный размер составляет обычно 100 – 150 миллиардов форинтов (€350-550 миллионов). Торговый оборот обычного дня составляет в среднем около 85 миллиардов форинтов (€300 миллионов).

Объем бондового рынка Венгрии в конце 2000 года превысил €30,619 миллионов, что составило 62% от ВВП (2.3.1. рис.) [2]53. Две трети от общей суммы долговых обязательств были выпущены центральным правительством, а остальные - почти одна треть от общего количества, были выпущены денежно-кредитными финансовыми учреждениями (главным образом Национальным Банком Венгрии). Доля нефинансовых и не денежно-кредитных финансовых корпораций составила меньшую часть - 3% от общего количества.

2.3.1. рис.



85% долговых обязательств, выпущенных центральным правительством деноминированы в национальной валюте (HUF) и 11% в евро (2.3.2. рис.). Оставшаяся часть от выпуска правительственных бондов была деноминирована в других валютах.

2.3.2. рис.



Объем рынка долговых обязательств в конце 2002 года превысил €38,556 миллионов, что составило 55% от ВВП (2.3.1. рис.) [3]61. Больше чем 80% от общей суммы выпущенных долговых обязательств являлись государственными бондами, а остальные, чуть меньше 20% были выпущены денежно-кредитными финансовыми учреждениями (прежде всего Национальным Банком Венгрии).

Доля нефинансовых и не денежно-кредитных финансовых корпораций составила меньше 2% от общего количества. 88% долговых ценных бумаг, выпущенных центральным правительством деноминированы в национальной валюте и почти 10% были выпущены в евро. Остальная часть долговых обязательств, выпущенных не государством, деноминирована в других валютах.

27% от всех долговых обязательств имеют продолжительность действия от 1 до 5 лет, 26% - от 5 до 10 лет и 24,5% - от 10 лет и больше.

Срок обращения правительственных бондов выпущенных в национальной валюте распределяется следующим образом (то есть 73.5% от общего объема): 30% долговых обязательств являются краткосрочными и 70% долгосрочными ценными бумагами.

В конце 2002 года срок обращения долговых обязательств, выпущенных в национальной валюте центральным правительством, имел следующее распределение: 27% - от 1 до 5 лет, 22% - от 5 до 10 лет и 21% от 10 лет и выше (2.3.4. рис.).

2.3.3. рис.



2.3.4. рис.



К началу 2004 года 27% долговых обязательств, выпущенных в национальной валюте центральным правительством имели срок обращения более одного года, но менее чем пять лет, 23% имели срок обращения пять лет и более, но меньше 10 лет и 24% имели срок обращения десять лет и более (2.3.5. рис.).

2.3.5. рис.



Правительство регулярно выпускает долговые обязательства на заранее объявленных аукционах. Новые эмиссии необходимы для выкупа предыдущих бондов и ссуд из-за дефицита средств у государства.

Первичная рыночная деятельность повысилась на 11% и 40% в 1999 и 2000 соответственно. Выпуск общего количества бондов на первичном рынке составил €16,608 миллионов в 2000 году (2.3.6. рис.) [2]. Столь резкое увеличение в 2000 году было связано с билсами, выпущенных Национальным Банком Венгрии, которые составили 30% от всего выпуска в 2000 году. Остальные 70% были выпущены центральным правительством.

2.3.6. рис.



В 2001 году активность на первичном рынке повысилась на 37%, но упала на 5% в 2002 году. Общий выпуск на первичном рынке составил €21,520 миллионов в 2002 году (2.3.5. рис.)[3]. Небольшое сокращение в 2002 году наблюдалось в эмиссии билсов, выпущенных Национальным Банком Венгрии [8]., объем которых составил лишь 13% от всего объема в 2002 году. Остающиеся 87% были выпущены правительством Венгрии.

Распределение по продолжительности действия оставалось устойчивым за период с 2000 до 2002 год. В 2002 году приблизительно 35% правительственных бондов считались долгосрочными и 65% - краткосрочными долговыми обязательствами. 99% всех долгосрочных обязательств были деноминированых в национальной валюте

и выпущены государством с помощью аукционов.

В период с 2000 по 2002 годы, ежедневный оборот бондов в среднем находился в диапазоне от €159 миллионов до €270 миллионов. От €159 миллионов в 2000 году средний ежедневный оборот в 2001 году вырос на €22 миллиона. В 2002 году полный оборот бондов достиг пика в €270 миллионов.

Долговые обязательства, выпущенные правительством, представляли, в среднем, больше чем 90% от всех сделок. Доля долгосрочных правительственных долговых обязательств плавно увеличилась, составляя 85% к концу 2002 года.

Почти все сделки (больше чем 99,9%) осуществлялись на внебиржевом рынке (OTC), и только 0,01% проводились на фондовой бирже. В то время как средний ежедневный бондовый оборот на рынке OTC резко возрос в период с 2000 по 2002 год, средний ежедневный оборот на фондовой бирже упал до ноля.

Общая сумма долговых обязательств, выпущенных к началу 2004 года составили €45,490 миллионов, что составляет 62% от ВВП (2.3.1. рис.) [4]. Более чем 79% от всех бондов выпущены центральным правительством. Менее чем 9% выпущены монетарными финансовыми организациями и менее чем 2% выпущены нефинансовыми и немонетарными финансовыми организациями. К началу 2004 года 84% долговых обязательств выпущенных центральным правительством были деноминированы в национальной валюте и около 14% были выпущены в евро (2.3.2. рис.). Все остальные бонды были выпущены в другой валюте.

27% государственных бондов имели срок обращения более одного года, но менее пяти лет. 33% бондов имели срок обращения, пять лет и более, но меньше 10 лет. 22% имели срок обращения десять лет и более.

Центральное правительство выпустило бонды в национальной валюте со следующими сроками обращения:

- 26% - краткосрочные бонды;

- 74% - долгосрочные бонды.

Активность на первичном рынке упала на 5% в 2002 году и выросла на 20% в 2003 году, когда общий выпуск бондов составил €25,774 миллиона. Сильный рост активности на первичном рынке в 2003 году определялся частным размещением правительственных бондов и выпуском правительственных бондов в евро. Соотношение между краткосрочными и долгосрочными бондами оставалось устойчивым с 2000 по 2003 год включительно. В 2003 году приблизительно 46% всех правительственных бондов составляли долгосрочные долговые обязательства и 54% краткосрочные.

Аукционы по трехмесячным казначейским билсам проводятся раз в неделю, по казначейским бондам проводятся раз в месяц. Аукционы по казначейским билсам со сроками обращения 6 и 12 месяцев проводятся раз в две недели для каждого срока обращения. Аукционы проводятся через систему первичных дилеров.

Активность на вторичном рынке выросла за период с 2000 к началу 2004 года с €159 миллионов до €348 миллионов. Долговые обязательства, выпущенные правительством, составили в среднем более чем 90% от стоимости транзакций вторичного рынка. Пропорция долгосрочных долговых обязательств выпущенных правительством увеличилась до 81% от всех сделок к началу 2004 года. Почти все сделки происходили на внебиржевом рынке (OTC). В то время как ежедневный бондовый оборот резко вырос на рынке ОТС между 2000 и 2004 годом, средний бондовый оборот на фондовой бирже упал до нуля к концу 2003 года.

Наиболее важными мерами, предпринятыми в Венгрии для увеличения ликвидности на вторичном рынке стали:

-калькуляция и публикация доходностей правительственных бондов;

- ежедневная ценовая котировка бондов первичными дилерами;

На вторичном рынке корпоративные бонды не играют значительной роли. Хотя, нужно отметить, что именно в 2003 году снова стали выпускаться корпоративные бонды, составив общий объем на сумму €1,850 миллионов.

Ауксины по правительственным бондам проводятся раз в месяц, за исключением трехлетних бондов, которые выпускаются два раза в месяц, и пятнадцатилетних бондов, аукционы по которым проводятся раз в три месяца. Оборот десятилетних бондов не такой значительный по сравнению с бондами более коротких сроков обращения. В целом вторичный рынок бондов в Венгрии достаточно ликвидный и ежедневно проводятся значительные сделки по бондам, но, как правило, между членами системы первичных дилеров.

Правительственные долговые обязательства торгуются на фондовой бирже и вне биржи (ОТС).

В настоящий момент дисконтные Казначейские билсы выпускаются с тремя сроками обращения: 3,6 и 12 месяцев. Благодаря активному вторичному рынку эти билсы доступны на вторичном рынке. Минимальная деноминация дисконтных Казначейских билсов 10,000 форинтов. С апреля 1999 года новые серии дисконтных Казначейских билсов выпускаются в дематериализованной форме. Билсы сроком обращения 6 и 12 месяцев торгуются на Будапештской Фондовой Бирже. Дисконтные билсы доступны частным резидентам и не резидентам. Все инвесторы могут торговать дисконтными билсами без ограничений в течение всего срока обращения билсов. На первичном рынке билсы продаются только первичным дилерам, в то время как инвесторы должны делать поручения первичным дилерам. На вторичном рынке билсы доступны от первичных дилеров или в Казначействе.

Минимальная деноминация венгерских правительственных бондов 10,000 форинтов. С апреля 1999 года правительственные бонды выпускаются в дематериализованной форме. Инвесторы могут потребовать физическую поставку правительственных бондов, торгуемых в системе «книжного входа» на вторичном рынке, но за это им придется заплатить 2% от номинальной стоимости. Венгерские правительственные бонды включены в список Будапештской Фондовой Биржи и доступны частным лицам (резидентам) и юридическим лицам. Торговля проходит без ограничений в течение всего срока обращения бондов. Не резиденты могут покупать и продавать правительственные бонды при соблюдении правил и условий, определенных венгерским законодательством. Не резиденты держат правительственных бондов на сумму €9,149 миллионов. Первичные дилеры могут покупать правительственные бонды прямо на аукционах, в то время как инвесторы должны давать поручения первичным дилерам на покупку и продажу бондов. Вторичный рынок правительственных бондов торгуется как через первичных дилеров, так и через Казначейство.

Нужно отметить, что Казначейские билсы не выпускаются для покрытия долгосрочных долгов, они целиком используются для управления денежной ликвидностью. Они также рефинансируют сроки оплаты краткосрочных инструментов, помогают покрывать временные финансовые затруднения и гарантируют альтернативные финансовые возможности, когда другие сегменты не пользуются достаточным спросом.

Ликвидность на вторичном рынке долговых правительственных обязательств поддерживается Казначейством. Венгерские правительственные бонды торгуются электронным способом на Будапештской Фондовой Бирже. Централизованного внутри дилерского центра торговли бондами в Венгрии нет.

Уровень инфляции за период с сентября 2003 года по август 2004 года в среднем составил 6.5%, что значительно выше среднего уровня в Евросоюзе (2.4%).

Уровень правительственного дефицита относительно ВВП составил 6.2%, что выше требуемого уровня по Евросоюзу в 3%. Долг страны относительно ВВП составил 59.1%. Уровень долгосрочных процентных ставок в Венгрии составил в среднем к текущему моменту 8.1%, что выше среднего по Евросоюзу (6.4%).

### 2.4. Кипр

В конце 2000 года, объем рынка долговых обязательств Кипра составил €3,449 миллионов, составляя 36% от ВВП (2.4.1. рис) [2] 28. Большая часть - 92% или €3,173 миллионов, денежно-кредитные финансовые учреждения - €161 миллионов или 5% от общего объема и нефинансовый и не денежно-кредитный финансовый сектор корпораций - €114 миллионов или 3%.

2.4.1. рис



Долговые обязательства, выпущенные в национальной валюте, составили наибольшую часть, из долговых обязательств, выпущенных центральным правительством и другими государственными управлениями, составляя - 67%. С другой стороны, евробонды выпущенные центральным правительством, составили 23% от общего количества, в то время как, только 10% были выпущены в других валютах (2.4.2. рис.) [2] 28.

2.4.2. рис.



В начале 2003 года, полный объем рынка долговых обязательств на Кипре общей суммой составил €5,325 миллионов, представляя почти 50% от ВВП (2.4.1. рис). Большая часть долговых обязательств была выпущена (85% или €4,528 миллионов) центральным правительством и другими секторами государственного управления, и 14% денежно-кредитными финансовыми учреждениями (€739 миллионов), и 1% приходится на нефинансовый и не денежно-кредитный финансовый сектор корпораций (€59 миллионов).

Долговые обязательства, выпущенные в национальной валюте, составляют наибольшую часть - 73%, а остальные 27% выпущены в евро. С отношением к долговым ценным бумагам, выпущенным в национальной валюте центральным правительством и другими государственными учреждениями, имеется следующее распределение по срокам обращения: 42% с первоначальным сроком обращения от пяти до 10 лет, 30% от 1 до 5 лет.

И на бонды с самым коротким (до одного года) и самым длинным (более десяти лет) сроками обращения приходятся оставшиеся 17% и 11% соответственно (2.4.4. рис.). На рисунках (2.4.3.) [3] и (2.4.5.) [4] можно увидеть, как распределение по срокам обращения выглядело в 2001 и в 2004.

2.4.3. рис.



2.4.4. рис



2.4.5. рис.



Виды правительственных бондов с различными сроками обращения в национальной валюте:

-13-недельные Казначейские билсы

- 52-недельные Казначейские билсы

- двухлетние правительственные бонды

- трехлетние правительственные бонды

- пятилетние правительственные бонды

- десятилетние правительственные бонды

- 15-летние правительственные бонды

- пятилетние сберегательные удостоверения

- семилетние сберегательные обязательства

В иностранной валюте:

- евро-коммерческая бумага со сроком обращения до 12 месяцев

Общественные Евробонды выпускаются со сроком обращения более чем 12 месяцев, Казначейские билсы - 13-недель и 52-недель. Казначейские билсы выпускаются в CYP 1000 (€1,745) и предлагаются с помощью аукционов.

Аукционы 13-недельных Казначейских билсов обычно проводятся вторую и четвертую среду каждого месяца, в то время как аукционы 52-недельных Казначейских билсов проводятся в среднем один или два раза в месяц. Однако, правительство оставляет за собой право изменить установленный график выпуска, в зависимости от финансирования и текущих потребностей. 52-недельный Казначейские билсы внесены в список Кипрской фондовой биржи (CSE) и продаются по ценам определенным на CSE.

В течение 2000 полный брутто объем выпуска долговых обязательств в номинальной стоимости составил €1,800 миллионов (2.4.6. рис.) [2]. В 2001 году объем увеличился до €3,509 миллионов, в то время как в 2002 году он уменьшился до €2,852 миллионов. И в 2003 году объем снова увеличился до €3,150 миллионов.

2.4.6. рис.



Большая часть выпуска долговых обязательств на первичном рынке приходится на центральное правительство и другие государственные управляющие сектора. Их выпуск составил 96% от общего количества в 2000 году, 84% в 2001 и 99% в 2002. Денежно-кредитный финансовый сектор учреждений не сделал никакого вклада на первичном рынке долговых обязательств в 2000 году. Выпуск этим сектором составил 16% из общего количества в течение 2001 и незначительную долю в течение 2002 года. В 2000 году выпуск нефинансового и не денежно-кредитного финансового сектора корпораций представили 4% от общего количества, в то время как в 2001 и 2002 их доля была еще более незначительной.

В 2001 году краткосрочные долговые обязательства, то есть 13-недельные и 52-недельные Казначейские билсы, имели самую высокую деятельность на первичном рынке - 40%, после чего большим интересом пользовались Евробонды и составили 35%. Однако, ситуация была полностью изменена в 2002 и Евробонды заняли первое место на первичном рынке и составили 43% от общего объема, и 13-недельные и 52-недельные Казначейские билсы составили 25 %.

Долгосрочные долговые ценные бумаги в национальной валюте, выпущенные центральным правительством и другими секторами государственного управления, были главным образом предлагаемы публике с помощью аукционов. В 2002, 61% от общего количества выпуска правительственных долгосрочных обязательств были предлагаемы публике на аукционе, и 38 % с помощью синдикатов.

Вторичный рынок долговых обязательств Кипра находится еще на эмбриональной стадии развития, и торговая активность на этом рынке очень низка. В частности, ежедневный средний объем совершенных сделок на рынке облигаций составили €0,048 миллионов в течение 2000 года, €0,035 миллион в 2001 году и €0,020 миллионов в 2002 году. Соответственно количество сделок на рынке облигаций было 654 в 2000, 355 в 2001 и 392 в 2002.

Деятельность на вторичном рынке правительственных долговых обязательств была уменьшена за последние годы и снизилась до 37% от общего количества номинальной стоимости сделок в 2002, по сравнению с 61% в 2000 [3] 29. С другой стороны, деятельность на вторичном рынке долговых обязательств выпущенных денежно-кредитными финансовыми учреждениями достигла 31% в 2002 году, в то время как в 2000 году их объем составлял лишь 19% от общего количества. А торговля долговыми обязательствами, выпущенных нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями, достигла 33% от общего количества в 2002, в отличие от 20% в 2000.

Кипрская фондовая биржа (CSE) единственное учреждение, которое регулирует вторичный рынок, действующий на Кипре. Согласно некоторым условиям закона о Кипрской биржи ценных бумаг, действие другого вторичного рынка в Республике Кипра запрещено. Следовательно, только CSE сообщает о торговле долгосрочными бондами в национальной валюте.

Уровень инфляции за период с сентября 2003 года по август 2004 года в среднем составил 2.1%, что практически совпадает со среднем уровнем в Евросоюзе (2.4%).

Уровень правительственного дефицита относительно ВВП составил 6.4%, что выше требуемого уровня по Евросоюзу в 3%. Долг страны относительно ВВП составил 37,8%, что не превышает рекомендуемых 60%. Уровень долгосрочных процентных ставок Кипра составил на начало 2005 года 6,06%, что не выше среднего по Евросоюзу (6.4%).

# 

### 2.5. Словения

В конце декабря 2000 года объем рынка долговых обязательств составил €5,970 миллионов, или 31% от валового внутреннего продукта [2] 111 (2.5.1. рис). Из этого количества, 62% всех долговых обязательств были выпущены государственным управлением, 34% Денежно-кредитными Финансовыми Учреждениями, и остальное, нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями.

2.5.1. рис.



К концу декабря 2002 года объем рынка увеличился почти в 2 раза и составил €11,058 миллионов, это - 47% от ВВП [3] 137 (2.5.1. рис). Все также большая часть (59%) из них были выпущены правительством. В 2002 году доля денежно-кредитного финансового сектора увеличилась уже до 40%, и лишь 1% от всего объема приходится на нефинансовые и не денежно-кредитные финансовые корпорации. В декабре 2002 года правительство выпустило бондов на сумму €6,494 миллионов. Из них, 54% были выпущены в евро, 43% в национальной валюте и 3% в других валютах.

2.5.2. рис.



Количество правительственных долговых обязательств, выпущенных в национальной валюте, составило €2,763 миллионов. Из них, 14% имели первоначальную продолжительность жизни до одного года включительно, 13% - от 1 до 5 лет, 47% от 5 до 10 не включительно, и 26% от 10 лет и больше (2.5.4. рис.). Денежно-кредитными финансовыми учреждениями было выпущено долговых обязательств на сумму €4,404 миллионов в конце декабря 2002 года. 92% от этой суммы это билсы, которые представлял Словенский Банк. Они являются краткосрочными инструментами, которые используются для достижения целей монетарной политики и доступны только внутренним банкам. Количество билсов, выпущенное Словенским правительством в конце декабря 2002, составило €4,033 миллионов евро. 54% билсов были выпущены в евро, 43% в национальной валюте и 3% в других валютах (2.5.2. рис.).

2.5.3. рис.



2.5.4. рис.



2.5.5. рис.



Правительство намеревается увеличить выпуск долговых обязательств. Новые эмиссии бондов объявляются в специальном календаре (на следующие шесть месяцев). Этот календарь выпуска, издаваемый Министерством финансов, публикуется и в интернете.

В период с 2000 по 2002 года сумма всех долговых обязательств, выпущенных на первичном рынке, увеличилась от €8,437 миллионов в 2000, до €13,306 миллионов в 2001 и до €17,793 миллионов в 2002 и 16,505 в 2003 году (2.5.6. рис.). Большинство из них были краткосрочные билсы Словенского Банка.

2.5.6. рис.



Большинство долговых ценных бумаг было выпущено денежно-кредитными финансовыми учреждениями, хотя доля долговых ценных бумаг, выпущенных правительством - увеличилась. Эмиссии MFI составили приблизительно 88% от всех выпусков первичного рынка 2000 года. Эта доля уменьшилась до 87% в 2001 и до 81% в 2002. Доля долговых обязательств, выпущенных правительством, увеличивалась постепенно за период 2000-2002 - от 12% до 19%. Доля долговых ценных бумаг, выпущенных не финансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями, была незначительная. Государство выпустило краткосрочные и долгосрочные долговые обязательства в одинаковой пропорции. В 2000 году, 68% от всех долговых обязательств, выпущенных центральным правительством - были долгосрочными. В 2001 эта доля уменьшилась до 42%, а затем снова повысилась до 49% в 2002. Все долговые обязательства, выпущенные государством в 2002 году, были выпущены с помощью аукционов.

Средний ежедневный оборот на вторичном рынке долговых обязательств повысился от €1.7 миллионов в 2000 до €5.0 миллионов в 2002. Деятельность на вторичном рынке довольно низкая по сравнению с деятельностью на первичном рынке. Больше всего в деятельность вторичного рынка вовлечены, правительственны ценные бумаги. В 2000 году, это составило 68% от всей деятельности на вторичном рынке, в 2001 89% и в 2002 97%. Торговля долговыми ценными бумагами денежно-кредитными финансовыми учреждениями составили 22% от всей деятельности вторичного рынка в 2000, 9% в 2001 и 2% в 2002. Большинство продаж правительственных долговых ценных бумаг касалось долгосрочных инструментов. В 2000 году, долгосрочные долговые обязательства составили 91% всех долговых ценных бумаг выпущенных государством, в 2001 это количество уменьшилось до 72% и в 2002 до 47%. Торговля на регулируемых рынках в 2002 составила 81% долгосрочных долговых обязательств деноминированных в национальной валюте. Остальное было продано на нерегулируемом рынке.

Уровень инфляции в 2004 году составил 3,6%, не выполняя Маастрихстских критериев. Бюджетный дефицит Словении в 2004 году составил 2,3% и государственный долг (долговые обязательства) составил 30,9% от ВВП. Уровень средней долгосрочной процентной ставки в Словении к августу 2004 года составил 3,92%

### 2.6. Словакия

Размер Словацкого долгового рынка ценных бумаг, в конце декабря 2000 года, составил €7,665 миллион, который представлял 37,% от валового внутреннего продукта (2.6.1. рис.) [2] 103. Большая часть долговых обязательств была выпущена правительством Словакии - 63% или €4,829 миллионов, 28% или €2,170 миллионов были выпущены нефинансовым и не денежно-кредитным финансовыми корпорациями. Долговые ценные бумаги, выпущенные Денежно-кредитными Финансовыми Учреждениями, представляли наименьшую часть (9% или €667 миллионов).

2.6.1. рис.



Объем Словацкого рынка долговых обязательств в конце декабря 2002 года составил €8,538 миллионов, это 34% от ВВП [3]. Из этого количества, наибольшая часть из них является долговыми ценными бумагами, выпущенными государственным управлением - 98% (€8,369 миллионов), 1,6% (€133 миллионов) - были выпущены нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями.

На начало 2004 годы объем рынка долговых обязательств достиг уже €10,992 миллионов, составляя 38% от ВВП [4] 105.

Долговые ценные бумаги, выпущенные денежно-кредитными финансовыми учреждениями, составили наименьшую часть - 0.4% (€36 миллионов). Из долговых обязательств, выпущенных правительством, 78% были деноминированы в национальной валюте (Словацкой кроне-SKK). Долговые ценные бумаги, деноминированые в евро составили 18% (2.6.2. рис.). 25% долговых обязательств, выпущенных государством в национальной валюте, имели первоначальный срок продолжительности до одного года включительно. Долговые ценные бумаги с продолжительностью от одного до пяти лет не включая, составили 21% от общего количества (2.6.3. рис.).

2.6.2. рис.



Наибольшую часть от общего объема правительственных долговых обязательств выпущенных в национальной валюте составили бонды от пяти до десяти лет - 36 %, и 18% - осталось на бонды с продолжительностью 10 лет и больше. На рисунках 2.6.4. и 2.6.5. можно увидеть, как распределение сроков продолжительности менялось в 2002 и в 2003 годах.

2.6.3. рис.



2.6.4. рис.



2.6.5. рис.



В 2000 году, выпущенная общая сумма была €3,342 миллионов. В 2001 году объем выпуска увеличивается до €4,963 миллионов, a в 2002 году объем выпуска немного снижается до €3,749 миллионов, (на 24% по сравнению с предыдущим годом) и в 2003 эта сумма значительно увеличилась до €5,274 миллионов (2.6.6. рис.).

Развитие первичной рыночной деятельности выпускающих секторов показало, что общий объем выпуска правительственных бондов увеличился с 78% (€2,601 миллионов) в 2000 году до 98% (€4,871 миллионов) в 2001. Доля правительственных выпусков в 2002 году составила 96% (€3,616 миллионов) от общего количества первичного рынка. Обратная тенденция наблюдалась в развитие нефинансовых и не денежно-кредитных финансовых секторов корпораций в период между 2000 и 2001 годами. Доля этого сектора уменьшалась от 20% (€662 миллионов) в 2000 году до 1.3% (€62 миллионов) в 2001 году. Доля нефинансового и не денежно-кредитного финансового секторов корпораций составила 1.2% (€97 миллионов) в 2002.

2.6.6. рис.



Существенные изменения на первичном рынке сектора государственного управления может также быть замечено в распределении первоначальной продолжительности бондов.

В 2000, долгосрочные долговые ценные бумаги составили 70% (€1,828 миллионов) от общего количества (€2,601 миллион), когда правительственные долговые обязательства с продолжительностью от одного и трех лет были выпущены на внутреннем рынке.

В 2001, эта пропорция составляла 66 % (€3,219 миллионов) от общего количества €4,871 миллион, включая дополнительный трехлетний правительственные выпуски долговых обязательств. В 2002, долгосрочные долговые обязательства составили 22% (€792 миллион от общего количества €3,616 миллионов). Шесть выпусков имели место в 2001 году для реструктурирования банков (€2,456 миллионов), с продолжительностью жизни пять, семью и десять лет (floating yield - six-month BRIBOR).

Для правительственных бондов 2002 год был важен на первичном рынке. В 2001 году был введен новый тип продаж правительственных долговых обязательств на первичном рынке - было введено повторное открытие.

Деятельность долговых обязательств на вторичном рынке, по товарообороту показала увеличение до 56% в период между 2000 (€22 миллиона) и 2001 годами (€34.3 миллионов) и увеличение до 75 % (€60 миллионов) между 2001 и 2002 годами. Все долгосрочные долговые ценные бумаги, деноминированые в национальная валюте продавались на Братиславской Фондовой биржа в 2002 году.

Словакия планирует присоединяться к еврозоне (т.е. перейти на евро) в январе 2009. Между 2005 и 2007, страна стремится уменьшить свой дефицит до 3.8 процентов от валового внутреннего продукта. Целью на 2004 были 4 процента. В течение этих 12 месяцев до августа 2004, средний уровень инфляции в Словакии составила 8.4 процента. Что является полным несоответствием Маастрихтским критериям. Пороговым уровнем инфляции является 2.4%. Среда стран - новых членов ЕС - это самый высокий уровень.

Дефицит государства составил 3.7% от ВВП в 2003, в то время как объем бондового ранка составил 42.6 процентов от ВВП, не превышая рекомендуемых 60%. Уровень средней долгосрочной процентной ставки в Словакии к августу 2004 года составил 3,8% и по этому показателю Словакия выполняет критерий по конвергенции долгосрочных процентных ставок.

### 2.7. Польша

Общее количество выпущенных долговых обязательств составило €47,522 миллионов в конце декабря 2000 года и что составляет 28% от ВВП (2.7.1. рис.) [2] 87. Центральное правительство занимает доминирующий сектор в эмиссии долговых обязательств, объем выпуска, которого составляет - 73%. Доля денежно-кредитных финансовых учреждений и нефинансовых и не денежно-кредитных финансовый корпораций достигли следующего уровня: 12% и 15% соответственно.

2.7.1. рис.



83% всех правительственных обязательств деноминированы в национальной валюте. Доля выпуска долговых обязательств, в американских долларах и евро (включая немецкую марку) составили 15% и 2% соответственно.

2.7.2. рис.



Согласно структуре срока погашения, 44% долговых обязательств в национальной валюте, выпущенных центральным правительством, имели первоначальный срок оборачиваемости, пять лет или больше, но меньше десяти лет (2.7.3. рис.). Долговые обязательства со сроком оборачиваемости от одного до пяти лет составили 27% от общего количества. Краткосрочные долговые обязательства со сроком оборачиваемости до одного года включительно представили 18% от общего количества. И самая маленькая доля приходится на бонды, выпущенные в национальной валюте со сроком обращения от десяти и более лет, составляя 11%. На рисунках (2.7.4). И (2.7.5.) можно увидеть, что в последующие 2 года распределение сроков продолжительности долговых обязательств сильно не изменилось, сохраняя равномерность.

2.7.3. рис.



2.7.4. рис.



2.7.5. рис.



Общее количество выпущенных долговых обязательств на начало 2003 года составило €65,899 миллионов, что составляет 33% от ВВП (2.7.1. рис.). Центральное правительство занимает доминирующий сектор в эмиссии долговых обязательств, объем выпуска, которого составляет - 82%. Доля денежно-кредитных финансовых учреждений и нефинансовых и не денежно-кредитных финансовый корпораций достигли следующего уровня: 7% и 11% соответственно. 87% всех правительственных обязательств деноминированы в национальной валюте. Доля выпуска долговых обязательств, в американских долларах и евро (включая немецкую марку) составили 9% и 4% соответственно.

Согласно структуре срока погашения, 38% долговых обязательств в национальной валюте, выпущенных центральным правительством, имели первоначальный срок оборачиваемости, пять лет или больше, но меньше десяти лет. Долговые обязательства со сроком оборачиваемости от одного до пяти лет (включительно) составили 26% от общего количества. Краткосрочные долговые обязательства со сроком оборачиваемости до одного года включительно представили 22% от общего количества. И самая маленькая доля приходится на бонды, выпущенные в национальной валюте со сроком обращения от десяти и более лет, составляя 14%.

Объем рынка долговых обязательств Польши на начало 2004 года достиг €69,462 миллионов, составляя 38% от ВВП [4] 89.

Министерство финансов в Польше рассматривает издание долговых обязательств с фиксированной нормой доходности с первоначальным сроком оборачиваемости более чем десять лет. Однако выпуск этого вида долговых обязательств зависит от дальнейшего развития польского финансового рынка, от снижения процентных ставок, спроса на этот вид инструментов.

С декабря 2001 года, Министерство финансов выпустило пятилетние казначейские обязательства, которые предлагаются в розничной сети.

В апреле 2002, Министерство финансов выпустило 20-летние Казначейские долговые обязательства с фиксированной нормой доходности. Эти бонды нацелены на долгосрочных инвесторов, типа открытых пенсионных фондов.

Запланировано создать ликвидный рынок для выпуска бондов стоимостью 5,000 миллионов евро каждый (номинальная стоимость) и одновременно уменьшать количество дат выкупа каждого типа обязательств.

В период с 2000 по 2002 годы, брутто выпуска долговых обязательств резидентами на первичный рынок уменьшился на 23%, до €78,660 миллионов [3] в 2002 году и в 2003 году до €84,168 миллионов (2.7.6. рис.). Согласно распределения сектора, роль в эмиссии денежно-кредитных финансовых учреждений на первичном рынке, особенно Национального Банка Польши (NBP), значительно уменьшилась - от 70% в 2000 до 47% в 2002 году. Эти изменения компенсировались за счет увеличения доли выпуска центральным правительством, с 22% до 39% в 2002 году. Доля нефинансовых и не денежно-кредитных финансовых корпораций составляли 14%. Структура долговых обязательств, выпущенных центральным правительством, значительно изменилось с 2000 по 2002 год. Доля краткосрочных долговых обязательств уменьшились с 62% в 2000 году до 36% в 2002 году и, следовательно, доля долгосрочных ценных бумаг увеличилась до 64% в 2002 году.

2.7.6. рис.



Аукционы были преобладающим методом для выпуска долгосрочных долговых обязательств в национальной валюте, выпущенных центральным правительством; в 2002, они составляли почти 91% от всех выпусков; остальное (9%) было выпущено через розничную сеть.

В период с 2000 по 2002 годы, общее количество оборота на вторичном внутреннем рынке долговых обязательств, выпущенных центральным правительством и Национальным Банком Польши значительно увеличился от 983 миллионов евро до €2,382 миллионов, то есть на 142%.

В 2002 году, долгосрочные казначейские долговые обязательства, деноменированые в национальной валюте, в основном продавались на нерегулируемом рынке (OTС). Оборот на регулируемых рынках был критический; он составил меньше чем 0,2% от общего количества товарооборота. Доля краткосрочных казначейских бондов в полном обороте в течение периода 2000-2002 годов составляла 58%, 44% и 49%, соответственно.

Средний уровень инфляции в течение этих 12 месяцев до августа 2004 составил 2.5%, что означает невыполнение критериев по ценовой стабильности.

Дефицит страны составил 3.9% от валового внутреннего продукта в 2003, в то время как объем бондового рынка составил 38%, выполняя Маастрихтским критерии. Польский Центральный Банк, вместе с правительством, стремится к принятию евро к 2007 [32].

Уровень средней долгосрочной процентной ставки Польши к августу 2004 года составил 5,73%, не нарушая критериев.

### 2.8. Литва

Объем рынка долговых обязательств Литвы в конце 2000 года составил €1,639 миллионов, что составляет 13% от ВВП (2.8.1. рис.). Из них на долю правительственных долговых обязательств пришлось €1,558 миллионов [2] 71. Большая часть из них была выпущена на иностранных рынках. В 2000 году не выпускалось никаких бондов денежно-кредитными финансовыми учреждениями.

2.8.1. рис.



Больше чем половина государственных бондов деноминированны в евро, и приблизительно одна треть в национальной валюте. Около 14% правительственных долговых обязательств были деноменированны в американских долларах (2.8.2. рис.). Большая часть правительственных долговых обязательств деноминированных в национальной валюте были краткосрочными бондами. Такие ценные бумаги составляли половину от общей суммы. Правительственные долговые обязательства, выпущенные в национальной валюте, составили 10% от общего количества. Не было выпущено ни каких правительственных долговых обязательств с первоначальным сроком действия дольше, чем десять лет.

2.8.2. рис.



Объем рынка долговых обязательств составил €2,344 миллионов в конце 2002 года, составляя 16% от ВВП (2.8.1. рис.) [3]. Доля выпуска правительственных бондов составила €2,241 миллионов. Доля долговых обязательств выпущенных нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями была незначительна и составила только 4%. Все краткосрочные правительственные бонды деноминированны в национальной валюте. Долгосрочные правительственные долговые обязательства денаминированны в национальной валюте, составили 29% от общей суммы. Эти долговые обязательства, имеют следующее распределение: со сроком действия до одного года - 21%, от одного до пяти лет - 41%, от пяти до десяти - 34%, более десяти лет - 4% (2.8.4. рис.). На рисунке (2.8.3.) видно, что в 2000 году в Литве не выпускались бонды с продолжительностью более 10 лет, а на рисунке (2.8.5.) к началу 2004 года их объем уже составляет 11%. Анализируя динамику увеличения доли долгосрочных бондов можно говорить, что экономика Литвы находится в нормальной стадии развития.

2.8.3. рис.



2.8.4. рис.



2.8.5. рис.



Выпуск правительственных долговых обязательств зависит непосредственно от нескольких связанных индикаторов: от предела общего количества займа и долгового перефинансирования.

В 2001 году правительство выпускало ценные бумаги со сроком обращения один и шесть месяцев, три, пять, семь и десять лет на внутреннем рынке. Тогда оно планировало непрерывно увеличивать средний срок погашения правительственных ценных бумаг. На (2.8.5.) рисунке хорошо видно, что эти планы были приведены в действия.

Долговые обязательства с десятилетним сроком продолжительности были выпущены впервые на внутреннем рынке в 2002 году; затем были также планы выпускать 15-летние долговые обязательства в будущем.

Из-за относительно небольшого объема выпуска долговых обязательств другими секторами, развитие деятельности первичного рынка в 2002 году было главным образом, определено потребностями государства в заимствовании дополнительных средств. Увеличился рост первичного рынка в 2002 году вследствие увеличения заимствования государством на внутреннем рынке через выпуск правительственных долговых обязательств на аукционах, и на иностранных рынках, выпуском евробондов. Уменьшение доли правительственных бондов, деноменированных в национальной валюте и проданных на первичном рынке в 2002 году, объединилось с улучшением условий заимствования на внутреннем первичном рынке, побудив центральное правительство выпустить больше долговых обязательств с более длинным сроком обращения. Это уменьшит потребность в перефинансировании долговых обязательств в будущем. Доля долгосрочных правительственных бондов выпущенных на внутренний рынок увеличилась с 47% в 2001 до 58% в 2002 году. Все правительственные долговые обязательства деноминированные в национальной валюте были выпущены в 2002 году посредством аукционов. Долговые ценные бумаги, выпущенные нефинансовым и не денежно-кредитным финансовым сектором составили 1.4% от всего первичного рынка. Все из них были частные выпуски.

На следующим рисунке можно увидеть, как менялись объемы первичного рынка с 1998 года по 2002 года.

2.8.6. рис.



Вторичный рынок долговых обязательств не был очень активен в 2002 году. Вторичный рыночный товарооборот состоял главным образом из долговых обязательств, выпущенных государством. В 2002 году на фондовой бирже не торговали долговыми ценными бумагами никакие другие сектора. Торговля на вторичном рынке долгосрочными правительственными ценными бумагами деноминированными в национальной валюте увеличилась в 2002 году, составив приблизительно 69% от общего количества вторичного рыночного товарооборота. Большинство сделок (94%) правительственных долговых ценных бумаг было зарегистрировано как блокированные продажи, и только 6% были проданы на фондовой бирже. Внебиржевая торговля бондов составила приблизительно 8% от общего количества вторичного рыночного товарооборота.

Ключевая цель национального долгового управления состоит в том, чтобы гарантировать полное и своевременное финансирование общественных расходов и своевременное погашение долгов по самой низкой стоимости и с приемлемыми рисками, не превышая пределы, помещенные в национальный долг и в новое заимствование и в соответствии с требованиям, ЕС обращенным Государствам - членам ЕС, стремящиеся присоединяться к Экономическому и Денежно-кредитному Союзу (the Economic and Monetary Union).

В Литве, средний уровень инфляции в течение 12 месяцев до августа 2004 составил 0.2 процента. Дефицит страны составил 1.9% от ВВП в 2003, и правительственный долг составил 21.4% от валового внутреннего продукта, что не превышает Маастрихстских критериев. Уровень средней долгосрочной процентной ставки Литвы к августу 2004 года составил 3,8%.

### 

### 2.9. Латвия

Объем рынка долговых обязательств в конце декабря 2000 года составлял €657 миллионов [2] (стр.63) или 9% от Валового Внутреннего Продукта (2.9.1. рис.). Рынок долговых обязательств для Латвии - явление довольно новое. В 1993 году был проведен первый аукцион по одномесячным казначейских билсам. С тех пор постепенно правительство начало выпускать на рынок ценные бумаги с более длинным сроком обращения. В 2000 году были выпущены пятилетние бонды.

2.9.1. рис.



Центральное правительство является главным эмитентом долговых ценных бумаг, составляя 95% от всех долговых обязательств, выпущенных в конце декабря 2000 года. Остальное было выпущено денежно-кредитными финансовыми учреждениями 4% и нефинансовыми не денежно-кредитными финансовыми корпорациями 1%. 64% от всех правительственных долговых обязательств деноминированы в латах и 36% в евро (2.9.2. рис.). Можно видеть, что и в последующие года пропорция долговых обязательств выпущенных в евро и в латах примерно сохраняется (LVL>EUR), что является положительным фактом для Латвии. В 2003 году 53% всех правительственных долговых обязательств деноминированы в латах, а 47% в евро.

2.9.2. рис.



В конце 2000 года, распределение первоначального срока обращения долговых обязательств, выпущенных центральным правительством в национальной валюте, было следующим: 29% со сроком погашения до одного года, 44% - от одного года до пяти лет, и 27% - от пяти до десяти лет (2.9.3. рис.).

2.9.3. рис.



В целом латвийский бондовый рынок имеет следующие характеристики:

1) центральное правительство самый крупный эмитент бондов,

2) правительство имеет тенденцию к выпуску более долгосрочных бондов, чем краткосрочных;

3) эмиссия евробондов является важным источником финансирования для правительства,

4) финансовая система, сфокусированная на бэнкинге, делает эмиссию корпоративных бондов менее важным для рынка, потому что главным источником финансов для корпораций являются банковские кредиты [19].

Правительство прекратило выпускать двухлетние долговые обязательства и одномесячные билсы в 2000 году. Трехлетние и пятилетние обязательства выпущены в соответствии с ежегодным расписанием, с выпусками обычно весной и осенью.

В ноябре 2001 года, Латвия выпустила семилетние евробонды в количестве €200 миллионов.

В 2001 году латвийское правительство планировало выпустить десятилетние правительственные обязательства в латах, но, тогда временя выпуска, зависело от состояния рынка капитала, процентных ставок и правительственных потребностей в финансировании. К 2004 году так и произошло (2.9.5. рис.).

Объем рынка долговых обязательств к началу 2003 года составил €1,010 миллионов евро или 12% ВВП. Центральное правительство, как и в 2000 году все еще является главным эмитентом долговых обязательств, теперь уже составляя 90% от всех долговые обязательств, выпущенных к началу 2003 года. Остальные 10% выпущены неправительственными финансовыми организациями. К началу 2004 года объем бондового рынка Латвии практически не изменился, он составил €1,098 миллионов, или 11% от ВВП (2.9.1. рис.) [4] (стр.53).

К началу 2003 года распределения срока погашения уже выглядело следующим образом: 13% долговых обязательств имели срок обращения до одного года, 24% от одного до пяти лет и 63% от пяти до десяти лет (2.9.4. рис.). Хорошим показателем развития бондового рынка в Латвии является тот факт, что к 2004 году 26% составляли бонды со сроком погашения более 10 лет (2.9.5. рис.), которых до этого года в Латвии не выпускалось. Наличие долгосрочных долговых обязательств говорит о стабилизации в экономике страны.

2.9.4. рис.



2.9.5. рис.



В 2003 году правительство выпустило бонды на сумму €396.3 миллионов на внутренний рынок и на сумму €328 миллионов на внешнем рынке. В 2003 году правительство выпустило казначейских билсов на сумму €101.9 миллионов трех и пяти летних бондов на сумму €110.6 миллионов и десятилетних бондов на сумму €182.8 миллионов. В 2003 году произошел первый выпуск десятилетних бондов деноменированых в латах. Их средняя доходность была 5,19% с купонной ставкой 5.125%. В первом квартале 2004 года правительство выпустило евробонды для погашения первого выпуска евробондов, которые закончили свой срок в мае 2004 года.

2.9.6. рис.



С 1998 по 2000 годы наблюдался рост деятельности на первичном рынке. В 1999 году, ежегодное увеличение суммы брутто выпуска на первичном рынке составили 99.2%, вследствие эмиссии евробондов [2]. В 2000 году, сумма брутто выпуска составила €419 миллионов (2.9.6. рис.).

В 1998 году, доля государственного управления в ценности сделок была приблизительно 96%, увеличившись до 98% в 2000 году. С 1999 года количество сделок с долгосрочными бондами, выпущенными центральным правительством было больше чем с краткосрочными бондами.

Центральное правительство обычно выпускает облигации деноминированые в национальной валюте в постоянном номинальном количестве: двухлетние обязательства на €30 миллионов, трехлетние обязательства на €44 миллиона, и пятилетние обязательства на €107 миллионов (и был только один выпуск пятилетних обязательств).

Активность первичного бондового рынка Латвии ограничена емкостью финансового рынка.

Правительственные бонды выпускаются в нескольких частях. В конце 2000 года было семь выпусков облигаций центрального правительства (шесть внутренних выпусков и один – на внешний рынок - евробонды). Внутренние долговые ценные бумаги были проданы на аукционе, проведенные Банком Латвии.

Вторичный рынок государственных долговых обязательств имеет низкий оборот, поскольку инвесторы, купив облигации, держат их до срока погашения и редко продают. Стабильность в стране делает правительственные бонды особенно привлекательными для пенсионных фондов и компаний по страхованию жизни.

Вторичный рыночный товарооборот уменьшился с 1998 – 2000 годы. В 1998, краткосрочные бонды активно использовались в операциях рынка денег, но, в 2000 году, выпуск краткосрочных бондов уменьшился, так же, как и их ценность на рынке денег.

Что касается распределения сектора, доля облигаций, выпущенных денежно-кредитными финансовыми учреждениями в ценности сделок, увеличенных с 0% в 1998 до 9% в 2000 году. Распределение срока погашения показало, что, на вторичном рынке, доля долгосрочных правительственных облигаций увеличилось с 66% в 1998 до 87 % в 2000.

Правительственные долгосрочные долговые ценные бумаги в основном продаются на OTC рынке (95% в 2000 году), а данные о сделках сообщаются на Рижской Фондовой Бирже. Рижская Фондовая Биржа начала торговлю правительственными облигациями в третьем квартале 1999 года.

Еженедельные обороты на вторичном бондовом рынке составляли в 2001 году €2.85 миллионов, а в 2002 году €1.41 миллионов.

Наиболее ликвидными правительственными бондами являются пятилетние бонды, деноминированые в латах в основном благодаря массовости их выпуска и их доступности. К началу 2003 года сумма выпущенных пятилетних бондов была в 2.6 раза выше, чем общая эмиссия трехлетних бондов и в 7.3 раза выше, чем эмиссия не правительственных бондов со сроками погашения от пяти до десяти лет.

Латвия выполняет Маастрихтский критерий относительно бюджетного дефицита, который составил на начало 2004 года 1.5% от ВВП. Выполняется критерий по правительственному долгу, который составил 14.6% от ВВП.

Уровень средней долгосрочной процентной ставки Латвии к августу 2004 года составил 4.03% и по этому показателю Латвия выполняет критерий по конвергенции долгосрочных процентных ставок. В целом Латвия не выполняет критерий по среднему уровню инфляции, которая составила на конец 2004 года 6,2%, что означает невыполнение критерия по ценовой стабильности. Пороговым уровнем инфляции является 2.4%.

### 

### 2.10. Эстония

Эстонский рынок долговых обязательств является наименьшим из всех стран новых членов ЕС и по абсолютным показателям и в проценте от Валового Внутреннего Продукта (3%).

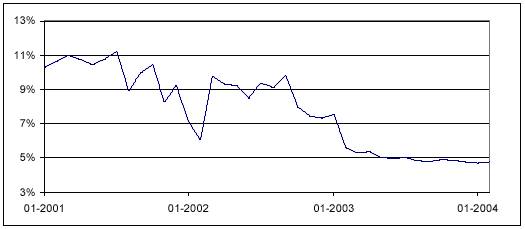
2.10.1. рис.



На рынке есть только несколько не погашенных правительственных долговых обязательств в местной валюте (EEK), и они имеют не большой объем и короткую остаточную продолжительность. Следовательно, невозможно найти долговые обязательства, соответствующие всем критериям конвергенции. ECB вместе с национальным центральным банком Эстонии исследовал очень близко эстонский финансовый рынок, чтобы найти возможный заместитель. Вследствие чего был найден, самый сопоставимый индикатор, полученный из процентной ставки банковских ссуд: взвешенная средняя процентная ставка по ежемесячным новым бизнес ссудам, денаминированным в кронах, выданных внутренним нефинансовым корпорациям и домашним хозяйствам, с первоначальной продолжительностью более 5-и лет.

Этот индикатор только до некоторой степени выполняет согласованные статистические понятия. Индикатор был довольно устойчив с начала 2003 года. 12-месячное среднее значение в феврале 2004 - 4.9%.

Индикатор долгосрочных процентных ставок 2.10.2. рис.



На начало 2001 года объем рынка долговых обязательств в Эстонии, составил €123 миллионов, или 2 % от ВВП (2.10.1. рис.) [2]. Из них:

- 52 % долговых обязательств были выпущены нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями,

- 27 % - денежно-кредитными финансовыми учреждениями и

- 21 % - правительством.

Большинство долговых ценных бумаг, выпущенных правительством были деноминированы в национальной валюте (99.8 %). Не было выпущено никаких ценных бумаг в евро и только 0.2% в других валютах (2.10.3. рис.).

2.10.3. рис.



В конце 2000 года, почти половина долговых обязательств, выпущенных государством в национальной валюте (49%) имели срок действия от 5 до 10 лет, 26% - от 1 до 5 лет, 15% - 10 и более лет и 10 % имели срок действия до одного года (2.10.4. рис.) [2].

2.10.4. рис.



Объем рынка долговых обязательств на конец декабря 2002 года составил €235 миллионов или 3% от ВВП (2.10.1. рис.). Из них:

- 18 % долговых обязательств выпущено нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми учреждениями,

- 32 % были выпущены денежно-кредитными финансовыми учреждениями и

- 50 % государством.

Правительственные бонды не являлись движущей силой в развитии небанковского финансового рынка Эстонии, вследствие благоразумной финансовой политики. Поэтому, рынок долговых обязательств в Эстонии - прежде всего, развивается на основе потребностей в основном частного сектора, первичный рынок которого главным образом, состоит из частных размещений, вторичный же рынок в Эстонии очень скромный.

В 2002 году центральное правительство выпустило евробондов на сумму €100 миллионов, большинство долговых обязательств, выпущенных центральным правительством деноминировано в евро (86%). Остающиеся 14% центральных правительственных бондов были выпущены в национальной валюте - в эстонских кронах (EEK).

В конце 2002 года 93% долговых обязательств выпущенных государственным управлением имеют продолжительность жизни от 5 до 10 лет; 3% от 10 и более лет и долговые ценные бумаги со сроком действия от 1 до 5 лет составили 4% от общего количества.

Согласно структуре сроков действия долговых обязательств в национальной валюте, выпущенных государственным управлением, в Эстонии не имеют место краткосрочные долговые обязательства сроком действия до 1-го года. Наибольшая часть правительственных облигаций (49%) в национальной валюте имеют продолжительность, пять лет или больше, но меньше десяти лет. Долговые ценные бумаги с продолжительностью жизни от одного до пяти лет составляют 28% от общего объема. Наименьшая часть (23%) составляла долговые обязательства с первоначальным сроком действия от десяти лет и больше (2.10.5. рис.) [3]. К 2004 году в Эстонии стали вновь выпускаться краткосрочные долговые обязательства до 1-го года (2.10.6. рис.) [4] (стр. 33).

2.10.5. рис.



2.10.6. рис.



В 2001 году наблюдается заметное уменьшение показателей в деятельности первичного рынка. Общая сумма эмиссий упала от €155 миллионов в 2000 году до €74 миллионов в 2001 (2.10.7. рис.). В 2002 году, общая сумма выпущенных долговых обязательств составила €309 миллионов, из которых €100 миллионов составляли новую эмиссию центральных правительственных евробондов, внесенных в список Люксембургской Фондовой Биржи.

2.10.7. рис.



Выпуск долговых обязательств нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями составил:

- 59% на первичном рынке в 2000,

- 48 % в 2001 и

- 18 % в 2002.

Выпуск денежно-кредитных финансовых учреждений составил:

- 40 % в 2000 году,

- 42 % в 2001 году и

- 49 % в 2002 году.

Выпуск государственных бондов увеличился от 2% в 2000 до 33 % в 2002, в основном новые выпущенные правительственные долговые евробонды были со сроком действия больше пяти лет.

Главным методом выпуска долговых обязательств в Эстонии является частное размещение.

Вторичный рынок долговых обязательств в Эстонии довольно скромный. Деятельность вторичного рынка оставалась слабой в период между 2000 и 2002 годами, со средним ежедневным объемом сделок 0.6 миллионов евро в 2000 году, €0.2 миллиона в 2001 и €0.4 миллионов в 2002 году.

В соответствии распределения сектора, наиболее высокая пропорция среди имеющихся в продаже долговых обязательств в 2000 году были выпущены денежно-кредитными финансовыми учреждениями (55%). Эта цифра уменьшилась до 9 % в 2001 и увеличилась снова до 58% в 2002 году. Долговые ценные бумаги, выпущенные нефинансовым и не денежно-кредитным финансовым корпоративным сектором, составили 44% от всех сделок в 2000 году, 82% в 2001 году и только 37% в 2002 году. Доля долговых обязательств, выпущенных центральным правительством и другими государственными управлениями, среди всех сделок составили: 1% в 2000, 9.1% в 2001 и 4.5% в 2002.

Долговые обязательства, выпущенные государственным управлением, в основном, были долгосрочными бондами. В 2002, все долговые обязательства продавались на нерегулируемом рынке (OTC), за исключением 2% фонда долговых обязательств (Compensation Fund) которые продавались на Таллиннской бирже ценных бумаг (HEX Tallinn). Евробонды центрального правительства в размере €100 миллионов были проданы на Люксембургской бирже.

Бондовый рынок Эстонии не оказывает какого-либо заметного воздействия на рост экономики и не учитывается как конвергенционный индикатор после вступления в Европейский Союз и ожидаемого вступления в Еврозону. Главная цель правительства в фискальной политике поддерживать сбалансированный бюджет в среднесрочной перспективе, что должно быть результатом низкого долгового уровня относительно ВВП. Правительство имеет общий долг на уровне 5.3% относительно ВВП к началу 2004 года.

Эстония выполняет Маастрихтский критерий относительно бюджетного дефицита, который составил на начало 2004 года +0.5% от ВВП. Выполняется критерий по правительственному долгу, который составил 4.8% от ВВП.

Как уже упоминалось в начале этой главы, в связи с тем, что Эстония имеет очень ограниченный правительственный долг, и определить гармонизацию правительственных бондов со сроком обращения 10 лет не представляется возможным. Для Эстонии в качестве индикатора берется средний уровень процентных ставок по новым кредитам, выдаваемым компаниям и частным лицам на срок более пяти лет. Этот уровень составил в Эстонии между мартом 2003 и февралем 2004 года 4.9%.

В целом Эстония не выполняет критерий по среднему уровню инфляции, которая составила на конец 2004 года 3% (пороговым уровнем инфляции является 2.4%).

### 2.11. Описание корпоративного рынка новых членов ЕС

Корпоративные бонды, это долговые обязательства, которые выпускают компании, в случае если им необходимы дополнительные средства. Для корпораций «добыча» средств с помощью эмиссий долговых облигаций при прочих равных условиях более выгодна, чем выпуск акций, поскольку обходится дешевле и дает более быстрое размещение ценных бумаг среди инвесторов, не увеличивая при этом число акционеров и не ослабляя свою влиятельность в правлении компанией. Наличие корпоративных бондов говорит о развитости рынка капитала в стране.

Итак, в каком состоянии находится корпоративный бондовый рынок в рассматриваемых в работе в 10 странах?

В ниже приведенной таблице (2.11.1. таб.) показана доля корпоративных бондов в процентах от общего объема бондового рынка страны и объем в евро.

2.11.1. таб.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Эстония | 23% | 61 млн. евро |
| Мальта | 9% | 275 млн. евро |
| Польша | 9% | 6,252 млн. евро |
| Словакия | 6% | 660 млн. евро |
| Чешская Республика | 6% | 2,709 млн. евро |
| Латвия | 3% | 12 млн. евро |
| Литва | 2% | 53 млн. евро |
| Словения | 2% | 230 млн. евро |
| Венгрия | 2% | 910 млн. евро |
| Кипр | 1% | 70 млн. евро |

Не смотря на то, что в целом бондовый рынок в Эстонии по развитию занимает последнее место - по процентному соотношению там самый развитый корпоративный бондовый рынок среди всех 12 стран, на начало 2004 года его объем составил 23% от всего объема или 61,64 миллиона евро. В 2001 доля выпуска корпоративных бондов на первичном рынке составила чуть меньше 50%, а на вторичном, в том же году более 80%. Не смотря на то, что в 2002 и в 2003 годах этот процент уменьшился примерно в 2 раза, активность на обоих рынках (на вторичном рынке в большей степени) остается сильной по сравнению с другими странами.

На объем корпоративного рынка Мальты приходится 9% процентов или 275 млн. евро. Активность на первичном и вторичном рынке за 2001, 2002, 2003 года весьма умеренная (особенно, по сравнению с Эстонией). Но можно заметить развитие на обоих рынках: на первичном рынке в 2001 году корпоративных бондов не выпускалось, в 2002 6% и в 2003 – 2%; на вторичном рынке в 2001 году объем составлял примерно 2%, в 2002 – 3% и на конец 2003 года 4%.

В Польше на начало 2004 года было выпущено корпоративных бондов на сумму 6,252 млн. евро – по сумме это самый большой объем среди всех 12 стран, но составляет лишь 9% от всего объема бондового рынка. Особенность деятельности корпоративного рынка Польши в том, что там совершенно не развит вторичный рынок – чаще всего основная причина подобной ситуации в том, что основные игроки, участвующие в покупке внутренних корпоративных бондов на первичном рынке, не выпускают их на свободную продажу, что не дает возможности развиваться вторичному рынку корпоративных долговых обязательств.

В Словакии и Чешской Республике объем корпоративного рынка составляет 6%, это 660 млн. евро и 2,709 млн. евро, соответственно. В Словакии наблюдается заметный рост на первичном рынке: в 2001 объем вырос с 1% до 6% в 2003 году. А на вторичном рынке действий практически не происходит на протяжении трех лет. В Чешской Республике примерно такая же ситуация с вторичным рынком, а деятельность на первичном рынке отсутствует полностью.

В Латвии корпоративный рынок на начало 2004 года занимал 3% от общего объема – это 12 млн. евро. Вторичный рынок корпоративных долговых обязательств практически не имеет никакого оборота, поскольку инвесторы, купив облигации, держат их до срока погашения и не продают. А на первичном рынке более активная деятельность наблюдается только в 2003 году, составляя примерно 12% от общего оборота, в то время как в 2001 и в 2002 годах она полностью отсутствовала. Итак, в Латвии финансовая система, сфокусированная на бенкинге, делает эмиссию корпоративных бондов менее важным для рынка, потому что главным источником финансов для корпораций являются банковские кредиты.

В Литве, Словении и Венгрии на долю корпоративного рынка приходится лишь 2%, на сумму 53 млн. евро, 230 млн. евро, 910 млн. евро, соответственно. В Литве и Венгрии на начало 2004 года активности и на первичном и на вторичном рынках полностью отсутствует. В Словении, хоть очень слабая, но какая-то деятельность наблюдается: на первичном рынке она наблюдалась в 2001 году (около 1%) в 2003 году, а на вторичном рынке объем сделок составил примерно 2% от общего объема сделок в те же года. В 2002 ничего не происходило на обоих рынках.

На Кипре объем корпоративного рынка сведен к минимуму составляя 1% от общего объема бондового рынка на сумму 70 млн. евро и 53 млн. евро, соответственно. Интересно, что на Кипре торговля долговых обязательств на вторичном рынке, выпущенных нефинансовыми и не денежно-кредитными финансовыми корпорациями, достигла 33 % от общего количества в 2002, в отличие от 20 % в 2000 и в 2003 году, примерно, - 18%. На первичном же рынке не происходит ничего.

### 2.12. Кривая доходности

Существует важный опережающий индикатор «кривая доходности», с помощью которой можно прогнозировать будущую динамику экономики и самого финансового рынка. Она строится из различных сроков погашения правительственны бондов и их доходности [1]. Изучение финансового рынка 10 стран даст возможность оценить, на сколько ощутимо развитие бондового рынка оказывает влияние на экономику этих стран.

Далее представлены Кривые доходности 9 рассматриваемых стран (за исключением Эстонии в связи с тем, что она имеет очень ограниченный правительственный долг) построенные по последним доступным данным, в большинстве взятых из проведенных аукционов и на фондовых биржах.

Кривая доходности Кипра.

2.12.1. рис.



Кривая доходности Литвы.

2.12.2. рис.



Кривая доходности Мальты.

2.12.3. рис.



Кривая доходности Чешской Республики.

2.12.4. рис.



Кривая доходности Словакии.

2.12.5. рис.



Кривая доходности Словении.

2.12.6. рис.



Кривая доходности Латвии.

2.12.7. рис.



Итак, что можно сказать, глядя на кривые доходности выше представленных стран? О каких возможных (теоретических) изменениях в экономики они предвещают?

Все кривые доходности первых 7 стран довольно плавно поднимаются с низу вверх – это значит, что имеется теоретическое обоснование, что бы предположить, что экономика этих стран находится в нормальной стадии развития и не о каких кризисах и перепадах в прогнозируемой перспективе говорить на данном этапе у нас нет оснований с точки зрения кривой доходности, как опережающего макроэкономического индикатора. Это нормальное состояние процентных ставок, когда они постепенно увеличиваются с увеличением срока продолжительности долговых обязательств. Это положительный факт, когда разница между процентными ставками бондов с самым маленьким сроком продолжительности и самым большим приблизительно равна 2 пункта.

На следующих графиках можно увидеть, как еще может выглядеть опережающий индикатор – Кривая доходности. Если в первых случаях она выглядела, так как должна выглядеть в нормальных условиях, то эти формы кривой сигнализируют, предупреждают или сообщают, что в стране с экономикой что-то не в порядки или ожидаются значительные перемены. И это очевидно и не вооруженным взглядом, т.к. нелогично, когда те, кто вкладывают деньги на более короткий срок получают значительно большее вознаграждение, чем те, кто вкладывают средства на более длительный период, рискуя гораздо больше, чем первые.

Кривая доходности Венгрии.

2.12.8. рис.



Кривая доходности Польши.

2.12.9. рис.



Как уже говорилось выше изучение финансового рынка 10 стран даст возможность оценить, на сколько ощутимо развитие бондового рынка оказывает влияние на экономику этих стран. Дело в том, что такой индикатор, как кривая доходности является пригодным для предсказания состояния экономики не для каждой страны. Понятно, что для этого в первую очередь необходимо наличие самого бондового рынка и второе, наличие развитого бондового рынка, а именно, бондовый рынок может оказывать значительное влияние на экономику страны в том случае, когда размер бондового рынка составляет около 50% или более от ВВП.

На следующей таблице (2.12.1. таб.) представлены данные за 2004 год – отношение бондового рынка каждой страны к ВВП.

2.12.1. таб.

|  |  |
| --- | --- |
| Страна | % от ВВП |
| Мальта | 71% |
| Венгрия | 62% |
| Кипр | 62% |
| Чешская Республика | 56% |
| Словения | 47% |
| Словакия | 38% |
| Польша | 38% |
| Литва | 16% |
| Латвия | 11% |
| Эстония | 3% |

Итак, по этому признаку (отношению к ВВП), можно теоретически предположить, что Кривой доходности как опережающим индикатором можно пользоваться в 5-и из 12 рассматриваемых странах – Мальты, Венгрии, Кипре, Чешской республики и Словении. И если кривые Мальты, Кипра, Чешской республики и Словении, сообщают, что там развитие экономики происходит в верном направлении. А вот тех (правительство, акционеров, бизнесменов и т.д.) кто наблюдает за состоянием экономики Венгрии кривая доходности предупреждает о грядущих переменах и о нестабильном состоянии экономики. Конечно имеется и множество других опережающих индикаторов, которых необходимо использовать в совокупности финансовым аналитикам для предсказания поворотов экономики, поэтому в этой работе говорится лишь о возможных, теоретических предположениях, потому как здесь рассматривается только один макроэкономический индикатор – «кривая доходности» правительственных долговых обязательств.

## Заключение.

В настоящий момент развитие бондового рынка в рассматриваемых 10 странах (Мальты, Чешской республике, Венгрии, Кипре, Словении, Словакии, Польши, Литвы, Латвии, Эстонии) находится на различных стадиях. В общем, бондовый рынок в этих странах развит слабее по сравнению с другими странами Европейского Союза, хотя и отрицать некоторую динамику роста бондового рынка по определенным его сегментам в этих странах тоже нельзя.

В данной работе была достигнута поставленная цель:

**изучение бондовых рынков 10 стран как компонентов рынка капитала и как экономической составляющей**, с помощью следующих поставленных задач:

- Сравнение бондовых рынков указанных 10 стран, а именно, объем бондового рынка каждой страны, наличие и пропорция правительственных, корпоративных и муниципальных бондов, распределение долговых обязательств по сроку продолжительности, валюта в которой выпускаются бонды и т. д.;

- Выявление, в какой из этих стран наиболее развит бондовый рынок;

- Изучение развития бондового рынка 10 стран относительно общей ситуации рынка бондов в Европейском Союзе;

- Рассмотрение гармонизации долгосрочных процентных ставок 10 стран с долгосрочными процентными ставками старых стран ЕС в соответствии с Маастрихтскими критериями;

* Определение степени влияния бондового рынка на развитие экономики 10 стран.

**Итак, вот страны, в которых наиболее развит бондовый рынок среди 10 рассматриваемых стран: Польша, Венгрия, Чешская республика, Словения.**

Приведем некоторые критерии по которым перечисленные страны попали в четверку лучших.

По процентному отношению объема бондового рынка к ВВП наблюдается стабильность и развитие на протяжении последних лет (1.1. рис.). По Маастрихтским критериям, только Венгрия немного превышает рекомендуемое соотношение на 2 процента, в то время как остальные страны не превышают установленных 60%.

1.1. рис.



Положительной стороной всех этих стран является тот факт, что большая часть выпушенных бондов денаминированны в национальной валюте. Это говорит о способствовании развитию внутреннего рынка облигаций.

Также все эти страны объединяет то положительное обстоятельство, что доминирующая часть среди выпущенных бондов является – долгосрочные долговые обязательства. Потому как преобладание краткосрочных бондов указывает о нестабильности в экономике страны.

1.2. рис.



На графике (1.2. рис.) можно проследить за изменением объемов бондового рынка за период с 1998 года до конца 2003 годы всех четырех стран. Не трудно заметить, что на протяжении всего периода наблюдается тенденция развития.

Конечно, нельзя сказать, что эти четыре страны всего достигли в развитии бондового рынка и им не к чему стремиться, у каждой из этих стран есть свои тонкие места (подробно это описано в основном тексте о каждой стране), и все равно они отстают от стран старых членов ЕС, но среди 10 новых - они впереди.

В результате проведенного исследования бондовых рынков всех 10 стран и в результате сравнения их с бондовыми рынками старых стран-членов Европейского Союза хочется указать на выявленные «тонкие места» и дать рекомендации для ускорения процесса развития бондового рынка новым членам европейского союза.

В целом, на пути более интенсивного развития бондового рынка, особенно в отношении выпуска компаниями корпоративных долговых обязательств на международный рынок капитала служат:

-доступность банковского кредитования в первую очередь на внутреннем рынке кредитов, что характерно в целом для европейской экономики, в отличие от секьюритизированной экономики США. Компаниям выгоднее получить кредит в банке для дальнейшего расширения бизнеса, нежели проводить эмиссию бондов;

- незначительные объемы капитального инвестирования местными компаниями, а, следовательно, слабое участие международного капитала в инвестировании компаний, через покупку долговых обязательств;

- отсутствие развитого вторичного рынка корпоративных бондов, на котором свободно бы продавались и покупались долговые обязательства корпораций, что также указывает на отсутствие взаимосвязи между бондовыми и фондовыми рынками в момент смены бизнес циклов.

На пути более эффективного развития рынка долговых обязательств, выпущенных центральным правительством в национальной валюте 10 стран стоит также отсутствие развитого вторичного рынка. Основные игроки, участвующие в покупке внутренних правительственных бондов на первичном рынке, не выпускают их на свободную продажу, что не дает возможности развиваться вторичному рынку казначейских долговых обязательств.

Все это говорит о необходимости принятия мер в трансформации общественных финансов!

По мнению специолистов должны быть проведены ключевые реформы и изменения в экономике и финансовой системе:

А) **Общие макроэкономические тенденции [27]**

1. Либерализация

2. Глобализация

3. Снижение посреднической роли банков

4. Новые финансовые инструменты

5. Новые электронные технологии

В) **Новая общественная политика**

1. Независимость монетарной политики

2. Прочное фискальное управление

3. Децентрализация

4. Приватизация

5. Реформы Социального обеспечения

Из всего этого следует насущная необходимость нового финансирования и новых финансовых инструментов для общественного и частного секторов.

##### Необходима трансформация общественных финансов [27] 3, т.е. увеличение роли рынка капитала в развитии экономики.

На следующем рисунке (1.3. рис.) схематично проиллюстрирована старая модель общественных финансов.

Старая модель. 1.3. рис.

|  |  |
| --- | --- |
| **Правительственные общественные финансы** | |
| Банк | **Акции и Корпоративный бондовый рынок** |

И вот что происходит или уже произошло сегодня в развитых экономически странах – реструкторизация всей финансовой системы.

Новая модель. 1.4. рис.

|  |  |
| --- | --- |
| **Правительство (общественные финансы)**  Приватизация | |
| Банк Снижение посредничества | **Акции и Корпоративный бондовый рынок** |

Общественные финансы и кредиты все более и более уступают место рынку капитала.

1.5. рис.

|  |  |
| --- | --- |
| **Правительство (Общественные финансы)** | |
| Банк |  |

Корпоративный бондовый рынок

Жилье

Корпоративные инвестиции

**Рынок Акций**

Инфраструктуры и

коммунальное обслуживание

**Рынок Акций**

Акции и корпоративные рынки облигаций все более и более должны финансировать:

-инфраструктуры и предприятия коммунального обслуживания,

-жилье,

-корпоративные инвестиции, и т.д.

«Правительство увеличивает свое финансирование все более и более на рынках капитала»

Выгоды от корпоративного рынка облигаций

- Равномерное распределение напряжения на банковский сектор, разносторонне развивая кредитный риск во всей экономике.

- Внесение вклада в здание инфраструктуры и в проекты социальных секторов.

- Обеспечение долгосрочных инвестиционных продуктов для долгосрочных сбережений, и финансирование долгосрочных проектов.

- Обеспечение гипкости финансовых инструментов, которые бы удовлетворяли определенные потребности инвесторов и заемщиков.

- Более эффективное перераспределение капитала.

###### Вложение в развитие корпоративного рынка облигаций

Чтобы развивать частные рынки облигаций, необходимо приложить усилия к:

- тому чтобы корпорации имели хорошее финансовое положение, хорошее управление и желание давать о себе информацию;

- построить устойчивию и эксплуатационную инфраструктуру, включая эффективную систему урегулирования;

- развитию высококвалифицированного и опытного сообщество дилеров и широкую инвестиционную базу;

- облегчению ценового открытия (эталонные индексы)

- установлению и усилению сбалансированной регулирующей системы правил, которая способствуют новым эмиссиям и гарантирует раскрытие уместной информации.

-Установлению ясных и предписанных законов банкротства.

На следующей схеме показаны основные участники и связи Корпоративного Рынка облигаций (1.6. рис.).

**Ключевые институционные связи с Корпоративными Рынками облигаций.** 1.6. рис.

**Корпоративный бондовый рынок**

**Роль правительства**

От правительства зависит в большей мере развитие бондового рынка и рынка капитала в каждой стране! В ее роль входит:

- Способствование рыночному развитию

- Установление ясных правил и регулирования

- Увеличения прозрачности рынков

- Облегчение выпуска (эмиссий) финансовых инструментов

- Облегчение оценки инструментов (кривая доходности) и страхование {хеджирование} рисков

- Способствование развитию институционных инвесторов (спрос)

### Выводы

- Учитывая экономические и финансовые глобальные тенденции, частные (корпоративные) рынки облигаций - есть фундаментальный компонент для жизнеспособного роста и менее уязвимой финансовой системы в рассматриваемых странах.

- Правительства могут играть ключевую роль в создании необходимой среды для процветания бондовых рынков.

Однако все эти усилия могут быть уменьшены, если будет иметь место непонимание правительством своей роли и недостатка разделения своих обязательств и выгод от развития правительственного бондового рынка.

### СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. В. Давыдов. Финансовые рынки. Рига 2003 г.
2. European Central Bank. Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries , Junt 2002
3. European Central Bank. Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries , October 2003
4. European Central Bank. Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries , October 2004.
5. European Central Bank. Bond markets and long-term interest rates in non-euro area EU Member States and in accession countries, Novembr 2004
6. Central Bank of Malta http://www.centralbankmalta.com
7. Central Bank of the Czech Republic http://www.cnb.cz
8. Central Bank of Hungary http://english.mnb.hu
9. Central Bank of Cyprus http://www.centralbank.gov.cy
10. Central Bank of Slovenia http://www.bsi.si
11. Central Bank of Slovenia http://www.bsi.si
12. Central Bank of Poland http://www.nbp.pl
13. Central Bank of Slovakia http://www.nbs.sk
14. Central Bank of Lithuania http://www.lb.lt
15. Central Bank of Latvia http://www.bank.lv
16. Central Bank of Estonia http://www.eestipank.info
17. European Central Bank http://www.ecb.int
18. Н.И. Берзон, А.Ю. Аршавский, Е.А. Буянова. Фондовый рынок. Москва 2002 г
19. В. Давыдов. Доклад: «Кривая доходности государственных долговых обязательств стран Балтии как макроэкономическая концепция»
20. «The Baltic fixed income markets», APRIL 2004
21. European Central Bank. Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries , October 2002.
22. European Central Bank. Monthly Bulletin, Septembr 2004.
23. International Monetary Fund. Republic of Latvia: Statistical Appendix, April 2003
24. Suomen Pankki • Bank Of Finland – Financial Markets Department, 16 Jun 2004
25. В. Давыдов. Фондовые рынки. Рига 2004 г.
26. ECB. The euro bond market study, December 2004
27. Government and private bond markets: “the virtuous circle” Washington, DC. March 7, 2002
28. Eurostat yearbook 2004
29. Malta Stock Exchange Quarter 3 July 2004 - September 2004
30. ECB Working Paper Series No. 432 January 2005
31. An outline of the capital market in the Czech Republic In Prague, August 12, 2004
32. Adopting the euro in the new Member States Published: Thursday 21 October 2004
33. ECB Convergence Report, 2004 4
34. Quartely report on inflation, Novembr 2004
35. Government debt management, Septembr 2004
36. New Member and Accession States Debt Management Handbook – 2004
37. Economic and Financial Data for Latvia, 23 February 2005
38. ECB Euro Bond Market July 2001
39. Financial Markets Department, 16 Jun 2004
40. Financing and financial investment in the euro area in the second quarter of 2004