

Французский рынок внутреннего долга



МАКСИМ УЛЬЯНЕЦКИЙ
РЭА им. Г. В. Плеханова

Рынки государственного долга Франции и Германии являются эталонными, наиболее развитыми в мире. При этом в 2004 г. госдолг Франции составлял 65,6%, Германии – 66,0%, а Европы – 71,3% ВВП. Вторичный рынок государственных облигаций Франции – один из самых ликвидных в мире.

В 1985 г. Франция провела ряд реформ, цель которых – заложить основу поступательному росту ликвидности рынка, придать рынку государственного внутреннего долга такие качества, как привлекательность и безопасность. Главная же цель – создание условий, при которых государство было бы в состоянии быстро и эффективно производить внутренние заимствования. Необходимо было добиться высокого уровня спроса на рынке со стороны игроков, создав для этого безопасный и простой доступ на первичный и вторичный рынки.

В настоящее время госдолг Франции представлен тремя стандартизированными видами госбумаг, главным различием которых является срок погашения:

- взаимозаменяемые казначейские облигации;

- среднесрочные казначейские облигации с фиксированным процентом;
- дисконтные казначейские векселя с фиксированным процентом.

Структуру данных бумаг на рынке отражает рис. 1.

Инфраструктура французского рынка госдолга

Французский рынок госдолга характеризуется:

- высокой ликвидностью всех ценных бумаг внутреннего займа (объемы внутрисуточных оборотов по госбумагам в июле 2005 г. превышали 100 млрд евро);
- возможностью совершения сделок с госбумагами в больших количествах в любое время;
- стандартизацией и дифференциацией предлагаемых продуктов, наличием индексируемых бумаг и облигаций с плавающей процентной ставкой.

Французское правительство использует для эмиссии своих облигаций систему голландских аукционов. Участники аукционов присутствуют в открытых торгах на равных основаниях в рамках запланированной программой. Голландский аукцион, в отличие от английского, предполагает, что торги начинаются с завышенной цены, которая впоследствии опускается. Также используется система заявок.

Relit Grande Vitesse (RGV). Заключение сделок купли-продажи госбумаг осуществляется через систему *Relit Grande Vitesse (RGV)* совместно с Банком Фран-

ции, играющим ключевую роль в данной системе. Он является агентом правительства, проводит сделки РЕПО, а также сделки на денежном рынке. Система *RGV* была разработана *Euroclear Europe* совместно с Банком Франции. С февраля 1998 г. *RGV* начала работать с взаимозаменяемыми казначейскими облигациями и с июня 1998 г. – со среднесрочными бондами и дисконтными казначейскими векселями.

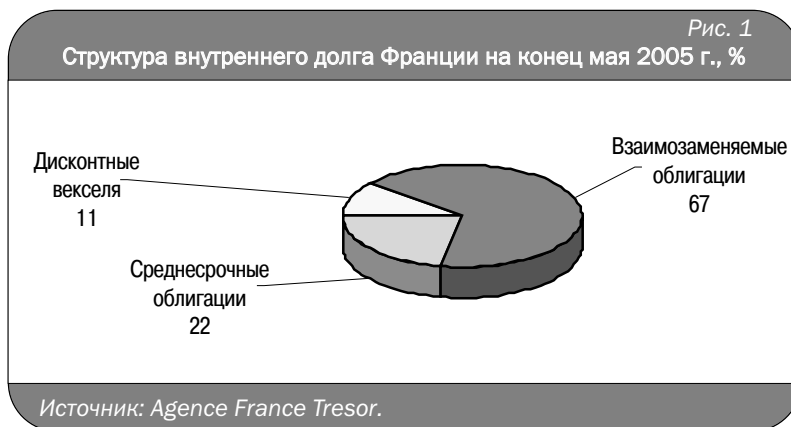
Euroclear Europe. Заслуживает внимания в силу того, что является наглядным примером интеграции инфраструктуры фондовых рынков разных стран. Она является центральным депозитарием для всех государственных бумаг. *Euroclear* объединяет в себе национальные центральные депозитарии Франции, Англии, Ирландии и Нидерландов.

Банк Франции также играет ключевую роль в данном аспекте. Он выступает агентом правительства, способствует заключению сделок с госбумагами и РЕПО на госбумаги. Казначейство имеет счет в Банке Франции, по которому идет движение денежных средств. В течение дня по этому счету объем денежных потоков может превышать 17 млрд евро.

Участники *RGV*:

- финансовые посредники (брокеры, банки, депозитарии);
- эмитенты;
- ипотечные депозитарии и иностранные клиринговые организации (например *Euroclear Bank*).

Система *RGV* используется французским правительством для упрощения и систематизации условий, при которых осуществляется переход прав собственно-



Рейтинг первичных дилеров за 2004 г. Таблица 1

Лучшие дилеры	Наиболее активные на вторичном рынке	Выполнившие наибольшее число общих функций
<i>BNP Paribas</i>	<i>BNP Paribas</i>	<i>BNP Paribas</i>
<i>Deutsche Bank</i>	<i>Deutsche Bank</i>	<i>Deutsche Bank</i>
<i>HSBC-CCF</i>		<i>HSBC-CCF</i>
<i>Barclays Capital</i>	<i>Barclays Capital</i>	
<i>Societe Generale</i>		
<i>Citi group</i>		
<i>IXIS CIB</i>		
<i>ABN Amro</i>		
<i>Calyon</i>		

Источник: Le Monde.

сти на госбумаги. Таким образом, сделки заключаются при участии посредников на первичном и вторичном рынках, под залог государственных ценных бумаг предоставляются ссуды. В свою очередь *RGV* обязуется качественно и своевременно исполнять сделки в национальной валюте. Участником *RGV* может стать любая инвестиционная фирма, имеющая регистрацию в Европе.

Участники могут быть уверены в том, что сделки будут аккуратно и в срок исполнены, ведь *RGV* отличается достаточной гибкостью по отношению к участникам. Кроме того что *RGV* поддерживает высокую ликвидность рынка госдолга, благодаря ей сделки могут заключаться в пределах ЕС, а ее ценные бумаги имеют хождение также в пределах ЕС. *RGV* оказывает существенную помощь при заключении международных сделок, так как она имеет связи с иностранными депозитариями и клиринговыми организациями.

Казначейство Франции. Его главной задачей является обслуживание внутреннего долга и безусловное выполнение обязательств по нему. Оно было учреждено приказом Министерства экономики, финансов и промышленности 8 февраля 2001 г. Казначейство контролирует выпуск госбумаг, проводит риск-менеджмент, гарантирует исполнение сделок, так как имеет собственный счет в Банке Франции. Казначейство постоянно контролирует денежные потоки и периодически проводит независимый аудит.

Первичные дилеры. Большую роль играют первичные дилеры, сотрудничающие с Казначейством, совместно с которым они проводят эмиссионную политику и обслуживают внутренний долг. Количество первичных дилеров существенно увеличилось после проведения преобразований в 1985 г., что адекватно отражало процесс развития рынка госдолга Франции.

Первичные дилеры сейчас – это широкая банковская сеть, а

также различные финансовые организации, размещенные во Франции и за ее пределами. В середине 2003 г. структура первичных дилеров была следующей: 5 французских финансовых институтов и 16 нерезидентов (из них: 6 в США, 3 английских, 2 немецких, 2 швейцарских, 1 итальянский, 1 датский и 1 японский). Эти институты являются крупнейшими мировыми игроками на рынке облигаций.

В 2002 г. шли напряженные дебаты между первичными дилерами и Казначейством по поводу их взаимоотношений, итогом которых стало появление новых правил. Первичные дилеры обязаны содействовать проведению аукционов и участвовать в них, поддерживать высокую ликвидность на вторичном рынке. Они осуществляют анализ рынка перед эмиссией (в частности, исследуется совокупный спрос), передают эти сведения Казначейству. Непосредственно после эмиссии они информируют Казначейство о ходе торгов, объемах заключаемых сделок, изменении совокупного спроса и т.д.

Выбор первичных дилеров основывается на оценке их финансовой устойчивости, а также опыта работы на рынке. Роль первичных дилеров не заканчивается после проведения эмиссии, их весомое присутствие на вторичном рынке необходимо. Казначейство следит за эффективностью работы каждого дилера. Казначейство Франции составило рейтинг первичных дилеров за 2004 г. (табл. 1).

Нетрудно заметить, что выделяются два самых эффективных дилера. Это *BNP Paribas* и *Deutsche Bank*.

Рынок РЕПО. Во Франции развит рынок РЕПО, который раньше не имел четкой юридической базы и в основном регулировался негласными правилами маркет-мейкеров. Благодаря принятому акту 31 декабря 1993 г. французский рынок РЕПО получил юридический статус.

Юридическое определение РЕПО, утвержденное Парижской биржей совместно с Банком Франции, звучит так: это соглашение об обратном выкупе между продавцом и покупателем, касающееся, как правило, государственных ценных бумаг, по которому продавец соглашается их выкупить, а покупатель продать по установленной цене и в определенное время. Сейчас французский рынок по торговле РЕПО наиболее надежный в мире.

Появление на рынке РЕПО привело на рынок новых игроков – первичных дилеров по государственному РЕПО. В июле 1994 г. 12 первичных дилеров по рынку гособлигаций были назначены первичными дилерами по государственному РЕПО, получив при этом права и обязанности. В феврале 1996 г. Казначейство объединило первичных дилеров по государственным ценным бумагам с первичными дилерами по государственному РЕПО. Сейчас их роль заключается в поддержке высокой ликвидности по казначейским РЕПО фиксированного курса. Они обязаны в режиме реального времени выводить на экраны котировки по РЕПО, заключаемые по отношению к основным гособлигациям Франции (к ним относятся взаимозаменяемые и среднесрочные казначейские облигации и дисконтные казначейские векселя фиксированного курса).

Успех реформы, проведенной на французском рынке РЕПО, подтверждают торговые объемы: месячный объем торговли государственными РЕПО во второй половине 1994 г. утроился. Французский рынок государственных РЕПО крайне выгоден для французского рынка госдолга в целом: развитие сделок РЕПО сделало рынок госдолга еще более ликвидным, а также снизило расходы на его обслуживание. Система *RGV* способствовала на начальных этапах широкому внедрению сделок РЕПО в финансовый рынок Франции.

В 2004 г. Франция произвела внутренних заимствований на сумму в 122 млрд евро. Программа на 2005 г. предполагает эмиссию только средне- и долгосрочных облигаций в размере 111 млрд евро. Так же, как и в 2004 г., в 2005 г. выпуск 3-, 6- и 12-месячных облигаций будет осуществляться в основном для удовлетворения потребностей инвесторов.

Взаимозаменяемые казначейские облигации

Правительство Франции отдает предпочтение взаимозаменяемым казначейским облигациям, которые позволяют добавлять к уже существующим выпускам последующие с такими же финансовыми параметрами. Такой вид облигаций чем-то напоминает рынок США, представляющие собой обмен выпуска в обращении на новый выпуск с тем же сроком погашения. Это самые распространенные гособлигации внутреннего рынка госдолга Франции, средний внутрисдневной оборот по которым в июле 2005 г. составил 23 млрд евро.

Они представляют собой долгосрочную форму внутреннего долга со сроками погашения от 7 до 50 лет. Это бумаги в основном фиксированного процента, хотя Казначейство Франции также эмитирует облигации с плавающим процентом, который индексируется на процентные ставки основных рынков. Например, 9 апреля 1996 г. впервые во Франции были выпущены взаимозаменяемые облигации, по которым купоны, выплачиваемые ежеквартально, были привязаны к так называемому индексу *TEC-10*, который представлял собой средний доход по 10-летним взаимозаменяемым облигациям.

Облигации по индексу *TEC-10* были созданы с целью повышения спроса на гособлигации у определенной группы инвесторов, а также для корректировки про-

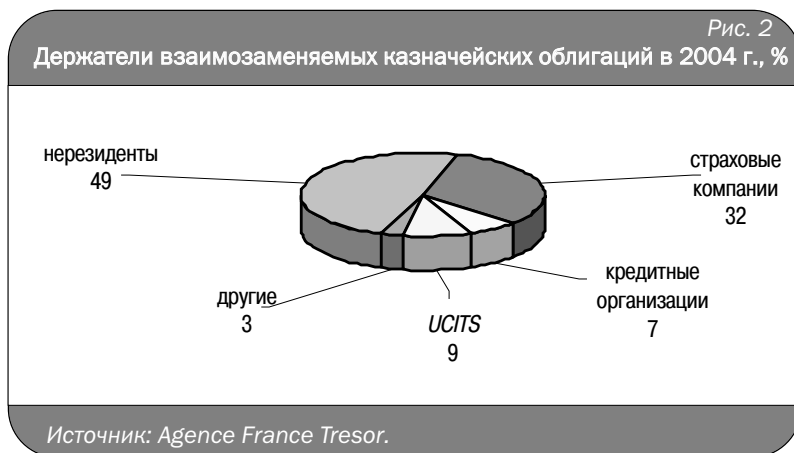
центной ставки по государственным долгосрочным облигациям. Бонды *TEC-10* привязаны к индексу среднего дохода к погашению (*YTM*) по длинным гособлигациям.

Нахождение *TEC-10* представляет собой процесс линейной интерполяции (т.е. нахождение промежуточных значений) текущего дохода по двум наиболее ликвидным взаимозаменяемым облигациям со сроками погашения в 10 лет. На начало августа 2005 г., по данным сайта правительства Франции, процентная ставка по облигациям с *TEC-10* составляла 3,24%, 15 сентября 2005 г. – 3,14%. Казначейство Франции ежедневно в 3 часа дня публикует информацию о величине *TEC-10*, используя ведущие финансово-аналитические агентства (www.aft.gouv.fr, *Reuters*, *Bloomberg*).

25 апреля 2035 г. будет погашен выпуск, эмитированный на сумму 13 252 млн евро взаимозаменяемых казначейских облигаций со ставкой 4,75%. 15 апреля 2055 г. погашаются 4%-ные облигации, выпущенные на сумму 8780 млн. Это самые длинные госбумаги Франции.

Взаимозаменяемые облигации распространяются при помощи аукционов. В пятницу Казначейство Франции объявляет облигации, которые будут распространены с аукциона в следующий четверг, устанавливает верхний и нижний пределы заимствований. Аукционы проходят в 11 часов утра в первый четверг каждого месяца, кроме апреля, августа и декабря.

Большинство таких бумаг эмитируются с фиксированным процентом. Правительство Франции также может осуществлять выпуск взаимозаменяемых облигаций с плавающим курсом. Индексируемые гособлигации отражают процесс модернизации французских госбумаг с переменным курсом. Все это приближает Францию к международным рынкам облигаций, отличающимся



простотой и прозрачностью. Эмиссия индексируемых на ставку инфляции облигаций направлена на привлечение более широкого круга инвесторов, что, несомненно, должно обеспечить данному сектору рынка еще больший уровень ликвидности.

Представленная диаграмма (рис. 1) свидетельствует о том, что доминирующее положение на французском рынке внутреннего долга занимают взаимозаменяемые казначейские облигации – их доля составляет 67%. Рассмотрим структуру держателей данных бумаг (рис. 2):

UCITS – это компании с ограниченной ответственностью, координирующие *unit trusts* (в некотором роде это российские ПИФы) в пределах Европейского союза.

Взаимозаменяемые казначейские облигации, индексируемые на ставку инфляции

Франция впервые выпустила такие облигации 15 сентября 1998 г. С октября 2001 г. правительство начало индексировать их уже на ставку темпа инфляции в еврозоне. 25 числа каждого месяца устанавливаются даты процентных платежей. Выпускаются в первый и третий четверг каждого месяца с номиналом 1 евро. Они пользуются спросом

как у индивидуальных инвесторов, резидентов и нерезидентов, так и у институциональных – пенсионных фондов, компаний по страхованию жизни, сберегательных банков.

По оценкам правительства Франции, в 2005 г. рост темпов инфляции предполагается на уровне 10%. Индексируемые облигации будут корректироваться исходя из этого показателя. Например, в 2005 г. выпустили индексируемые облигации сроком на 5 лет с коэффициентом индексации 1,03670 и сроком на 15 лет с коэффициентом 1,04013.

Различают реальный и выплачиваемый купоны по таким облигациям. Реальный устанавливается в момент эмиссии и не меняется в течение обращения облигации. Выплачиваемый купон изменяется раз в год и рассчитывается по формуле:

$$PC = RC \times N \times IC, \text{ где:}$$

PC – выплачиваемый купон;
RC – реальный купон;
N – номинал;
IC – индексационный коэффициент.

По данным сайта французского Казначейства, реальный купон для индексируемых облигаций с датой погашения в 2009 г. составляет 3%, а с датой погашения в 2029 г. – 3,4%.

Дневная ставка на первое число любого месяца просто ориентируется на индекс потребительских цен (ИПЦ) за месяц $m-3$.

При расчете ставки для любого дня месяца, кроме первого, используется линейная интерполяция между ИПЦ для месяца $m-3$ и ИПЦ для месяца $m-2$ по формуле:

$$REF_{md} = CPI_{m-3} + \frac{nd-1}{ND_m} \times$$

$\times (CPI_{m-2} - CPI_{m-3})$, где

CPI_{m-2} – индекс потребительских цен за месяц $m-2$, т.е. если рассчитывается ставка для июня, то ИПЦ берется по марту;

CPI_{m-3} – индекс потребительских цен за месяц $m-3$, т.е. при расчете ставки для июня берется ИПЦ по апрелю;

nd – число дней в месяце;

ND_m – число дней в месяце m .

Индексационный коэффициент рассчитывается как простой базисный индекс. Иными словами, необходимо разделить ставку-ориентир отчетного периода на ставку-ориентир базисного периода.

Среднесрочные казначейские облигации с фиксированным процентом

Сроки погашения в 2 или 5 лет; купоны по ним выплачиваются раз в год. Распространяются при помощи аукционов каждый третий четверг каждого месяца, кроме апреля, августа и декабря. 12 числа каждого месяца производятся выплаты процентных платежей. Известны отдельные случаи дополнительной эмиссии двухлетних облигаций с теми же сроками погашения. С 1998 г. данный вид облигаций обращается через систему RGV.

Казначейство Франции эмитирует новый пятилетний и новый двухлетний выпуски каждые полгода. В настоящее время среднесрочные казначейские облигации выпущены до 2010 г.

Таблица 2
Динамика внутреннего долга Франции (млрд евро)

Параметры долга	2000	%	2004	%	2005	%
Взаимозаменяемые казначейские облигации	419	68	552	66,3	575	66,9
Среднесрочные казначейские облигации	154	25	184	22,1	191	22,2
Дисконтные казначейские векселя	43	7	97	11,6	93	10,8
Долг Франции, всего	616		833		859	

Данные за 2000–2004 гг. – на конец года, 2005 г. – на конец мая.
Источник: Agence France Tresor.

В зависимости от видов облигаций, ставки по ним варьируются в пределах от 2,25 до 5%. В июле 2005 г. средний внутрисдневной оборот по этим бумагам составил 18,6 млрд евро.

Дисконтные казначейские векселя с фиксированным процентом

Эмитируются для покрытия краткосрочных (обычно от 13 до 52 недель) потребностей государства. Распространяются при помощи аукционов каждый понедельник. Каждую неделю выпускаются векселя со сроком до трех месяцев вместе с полугодовыми и годовыми векселями. По всем вышеуказанным бумагам Казначейством заблаговременно выпускаются календари с информацией о предстоящих аукционах с тем, чтобы потенциальные инвесторы располагали сведениями о ближайших эмиссиях госбумаг. Информация о столь краткосрочных бумагах, как казначейские векселя со сроком 4–7 недель, может и не публиковаться в календарях. Однако для профессиональных биржевых игроков не составляет большого труда спрогнозировать момент предстоящей эмиссии.

В четверг перед понедельником, по которым и проводятся аукционы, Казначейство объявляет точное количество эмитируемых бумаг вместе со сроками погашения. Сделки купли–продажи казначейских векселей также осуществляются через систему *RGV*. Сейчас дисконтные

казначейские векселя выпущены до июля 2006 г.

Долг Франции увеличился с 2000 г. до июня 2005 г. в 1,4 раза. На данном промежутке сохранилась доля взаимозаменяемых бондов – чуть менее $\frac{3}{4}$. Увеличилась доля дисконтных казначейских векселей с 7% в 2000 г. до 11% в первой половине 2005 г. (табл. 2).

В сентябре 1994 г. Казначейство запустило программу по размещению взаимозаменяемых казначейских облигаций для домохозяйств и различных ассоциаций для возрождения старой французской традиции розничного инвестирования. Программа была достаточно успешно претворена в жизнь. Прямые инвестиции домохозяйств во взаимозаменяемые бонды были выгодны Франции для стимулирования долгосрочных сбережений. Весной этого года Франция выпустила сверхдлинные бумаги со сроком погашения 50 лет. С одной стороны, это необходимо для привлечения денежных средств для все увеличивающегося класса пенсионеров. С другой стороны, бюджет Франции дефицитен.

Каждый год французское Казначейство оставляет часть выпусков взаимозаменяемых бондов для розничных инвесторов. Это количество облигаций финансируется определенной частью дилеров, оперирующих на первичном рынке, и ведущими коммерческими банками, которые предварительно заключают договор с правительством по поводу размещения этих бумаг сроком на один год. Ежегодный объем подписанных каждым инс-

титутом бумаг предлагается к продаже. По таким договорам розничные инвесторы могут каждый месяц покупать определенное количество взаимозаменяемых бондов, а также начиная с 2005 г. еще и индексируемые на ставку инфляции. Инвесторы покупают такие облигации через систему сберегательных и розничных банков, последние представляют собой банки, имеющие широкую сеть филиалов, способных предоставлять широчайший спектр услуг большому количеству клиентов.

STRIPS. Рынок стрипов во Франции заметно увеличил ликвидность французского рынка госдолга в целом. В 1991 г. Франция первой из суверенных государств выпустила стрипы и в конечном итоге создала в еврозоне некий эталон биржевых инструментов подобного рода. Бумага может быть переведена в *STRIP*-форму (а также обратно "восстановлена" из *STRIP*-формы), при этом все процентные платежи и основная сумма по ней становятся независимыми ценными бумагами. Стриповые бумаги становятся дисконтными. Сейчас этот зрелый рынок представляет большой интерес ввиду ожидающегося увеличения эмиссий длинных бумаг. Стрипы удобны тем, что в определенную дату в будущем по ним будет выплачена заранее известная сумма. Также сейчас ожидается повышенный интерес на стрипы со стороны пенсионных фондов. По данным *Agence France Tresor*, французский рынок стрипов остается одним из самых емких и ликвидных в еврозоне.

Стрипы позволяют инвесторам улучшить характеристики их облигационного портфеля, так как они отличаются высокой чувствительностью к любым изменениям процентных ставок. Вместе с тем стриповые облигации позволяют сильно сократить процентные риски, связанные с реинвестированием купонов обычных бондов. ■