

Принципы и методы управления долгом Санкт-Петербурга



Наталья Волкова, Дмитрий Корнеев
Инвестиционная компания «АВК», Санкт-Петербург
Эльвира Гаязова
Комитет финансов Администрации Санкт-Петербурга

В настоящее время в Санкт-Петербурге функционирует полноценная система управления государственным долгом, направленная на увеличение эффективности осуществляемых заимствований. За время функционирования системы Санкт-Петербургу удалось привлечь широкий круг инвесторов, закрепить за собой статус надежного заемщика, своевременно и в полном объеме выполняющего свои обязательства, и, как следствие, снизить ставку заимствования до минимального уровня.

ДОЛГ НЕ ТЯЖКОЕ БРЕМЯ, А СРЕДСТВО РАЗВИТИЯ

Зачем занимать?

Привлечение заемных средств для финансирования расходов государственного бюджета главным образом связано с одной из экономических функций государства — распределением ресурсов. Целью государства при ее реализации является обеспечение эффективного распределения тех ресурсов, для которых существует «неэффективность рынка». В частности, вмешательство государства необходимо для создания, улучшения и распределения новых или существующих общественных благ, к которым можно отнести, например, строительство дорог, коммуникаций водоснабжения, тепло- и энергоснабжения и т.п. Такие проекты, как правило, имеют важнейшее хозяйст-

венное значение, а срок полезного использования создаваемых объектов превышает десятки лет. По этой причине круг потенциальных пользователей этих проектов включает в себя лиц, являющихся резидентами соответствующего региона как в момент принятия решения о начале реализации проекта, так и в будущем. Следовательно, логичным является применение долгового финансирования таких проектов, распределяющего затраты между всеми поколениями, потенциальными пользователями финансируемых объектов.

Сколько занимать?

В современной макроэкономической теории существует множество моделей, предназначенных для определения оптимальных и максимальных объемов заимствований, безопасных для государственного устройства. По оценкам рейтинговых агентств, уровень долгового бремени субъекта вполне приемлем, если отношение величины прямого долга (без учета условных обязательств) к текущим доходам лежит в диапазоне 30—40%. На таком уровне субъект может обеспечить нормальное обслуживание долга и исполнение всех своих обязательств. Более того, данный уровень можно рассматривать как оптимальный с точки зрения долгового финансирования расходов в инфраструктуру. Долг на уровне 5—10% от текущих доходов — это

весьма низкая величина, которая косвенно говорит о том, что недостаточно финансируются целевые программы развития инфраструктуры; долг на уровне 50% и более рассматривается как нежелательный, особенно для развивающихся стран.

Долговое бремя рассматривается как большое, когда расходы на обслуживание долга составляют более 15% от совокупных расходов. Оптимальное соотношение варьируется в зависимости от структуры бюджета и уровня потребностей государственного сектора, но не должно превышать этих цифр.

Кроме указанных рекомендаций рейтинговых агентств, при осуществлении заимствований субфедеральные органы власти в России должны принимать во внимание действующее законодательство, а именно ограничения, накладываемые Бюджетным кодексом РФ и нормативными актами самого субъекта. Значения данных ограничений приведены в табл. 1.

Если обратиться к фактическим «долговым» показателям Санкт-Петербурга, то можно отметить, что в настоящий момент они значительно ниже предельного уровня. На 01.01.2003 г. общая величина долга города составляла 13,67 млрд руб. (20,9% от объема доходов бюджета в 2002 г.), расходы по обслуживанию долга за 2002 г. — 1,604 млрд руб. (2,5% расходов этого периода). Таким образом, се-

годня Санкт-Петербург имеет значительные резервы по дополнительным объемам привлечения заемных средств с точки зрения как законодательства, так и мировой практики.

ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ ДОЛГОВЫМ ПОРТФЕЛЕМ САНКТ-ПЕТЕРБУРГА

Основопологающей целью управления долгом Санкт-Петербурга является минимизация стоимости его обслуживания при заданных бюджете и перспективным финансовым планом города объемах заимствований. При реализации данной цели применяются следующие принципы и методы:

- Безусловное исполнение обязательств.
- Минимизация рисков заимствований.
- Информационная открытость.
- Непрерывная оптимизация структуры долга.
- Использование широкого набора долговых инструментов.
- Активное участие на вторичном рынке.
- Контроль эффективности проводимых операций.

Безусловное исполнение обязательств

При рассмотрении принципов управления долгом Санкт-Петербурга в первую очередь необходимо отметить приверженность Администрации города принципу безусловности исполнения обязательств. Лучшим примером этому может служить ситуация, сложившаяся в стране в

1998 г., когда большинство заемщиков отказалось от платежей по своим долгам. Санкт-Петербург — практически единственный эмитент — продолжал полностью и в срок исполнять свои долговые обязательства, хотя это было очень не просто. Город, как и многие другие регионы, оказался в сложном положении. Большая часть долга была номинирована в иностранной валюте, и из-за падения курса рубля общий объем обязательств многократно возрос. Однако обслуживание долга продолжалось, и, как оказалось, это дало существенные преимущества городу в будущем за счет сохранения высокого уровня доверия инвесторов. В настоящее время кредитный рейтинг Санкт-Петербурга устанавливается рейтинговыми агентствами на уровне суверенного рейтинга России. В результате город имеет возможность осуществлять заимствования с минимальной премией относительно федеральных займов, в то время как остальные вынуждены соглашаться на более высокие затраты.

Принцип минимизации рисков заимствований

Важной составной частью стратегии управления долговым портфелем Санкт-Петербурга является принцип минимизации рисков заимствований эмитента, к которым в первую очередь относятся валютный и процентный риски. В настоящее время, в связи со значительным развитием рынка, расширением набора инструментов долгового финансирования и увеличением

спектра возможных действий эмитента задача эффективного управления рисками перестала быть тривиальной. Вместе с тем ее актуальность бесспорна. После финансового кризиса 1998 г. стало очевидно, что отсутствие четкой и продуманной заемной стратегии может привести к дефолту и надолго закрыть доступ эмитента на рынок заимствований.

В процессе управления государственным долгом осуществляется анализ структуры задолженности, оценка возможностей и потребностей бюджета, прогнозирование изменения макроэкономической ситуации и соответственно конъюнктуры долгового рынка вследствие возможных действий эмитента. Обработка подобных массивов данных требует автоматизации и применения компьютерных программных средств. Поэтому в 1999 г. Комитетом финансов Администрации Санкт-Петербурга совместно с ЗАО «ИК АВК» и ЗАО «Лаборатория макроэкономических исследований» началась разработка автоматизированной системы оценки финансовых рисков «РИСК—1», которая позволяла бы не только автоматизировать ключевые аспекты аналитической деятельности, но и повышать оперативность и обоснованность принятия решений по управлению государственным долгом с целью минимизации рисков заимствований города.

Существенной частью системы является подсистема прогнозирования факторов риска управления портфелем (таких как курс рубля, процентные ставки и т.п.). В данной подсистеме реализованы как статистические модели, предназначенные для анализа временных рядов исторических данных факторов риска и прогнозирования их будущих значений, так и возможности построения прогнозов поведения факторов риска с учетом экспертных оценок. Средствами прогнозирования осуществляется формирование вероятностных распределений будущих значений факторов риска, что позволяет для различных вариантов управления долговым порт-

Таблица 1. Предельные характеристики долгового бремени

Ограничения	Объем долга/доходы бюджета, %	Расходы на обслуживание долга/общие расходы бюджета, %
Бюджетный кодекс РФ	100	15
Закон Санкт-Петербурга	50	15
Предельно допустимые значения с точки зрения рейтинговых агентств	50	15
Фактические значения для Санкт-Петербурга (на 01.01.03 г.)	20,9	2,5
Оптимальные значения с точки зрения рейтинговых агентств	30-40	10

фелем рассчитывать вероятностные значения показателей (математическое ожидание, СКО и др.), характеризующих возможные денежные потоки и структуру портфеля долга эмитента в будущем. На основе этих распределений осуществляется проверка долговых показателей на соответствие ограничениям, установленным законодательством и самим эмитентом, и выбор вариантов управления с наименьшими показателями риска.

Принцип информационной открытости

В процессе управления долгом Администрация Санкт-Петербурга следует принципу максимально возможной информационной открытости и создания благоприятных условий работы участников рынка долговых инструментов города. Этот принцип реализуется, с одной стороны, публикацией периодической информации о состоянии долга, происходящих изменениях в его структуре, о ходе торгов облигациями, о планах эмитента, с другой — разрабатываются информационные продукты, способные увеличить эффективность и прозрачность рынка. Материалы распространяются среди заинтересованных инвесторов, а также размещаются на Интернет-сайтах Комитета финансов Администрации Санкт-Петербурга (www.fincom.spb.ru) и инвестиционной компании «АВК» (www.avk.ru).

Анализ состояния экономики как элемент управления долгом

Немаловажным элементом управления, а также оценки его эффективности является осуществление информационно-аналитического сопровождения займа. При принятии решений об объемах, сроках и типах заимствований используется мониторинг финансовых рынков, состояния мировой и российской экономики. Проводимый мониторинг позволяет также принимать эффективные решения о необходимости оперативного изменения структуры долга на этапе обслужи-

вания. Изучение тенденций на мировом и российском рынках особенно важно для определения оптимального соотношения между внутренними и внешними заимствованиями.

Для определения эффективности уже осуществленных займов, кроме общеизвестных методов, широко используются различные аналитические исследования и инструменты. Так, например, для управления параметрами рыночного облигационного займа Генеральным агентом займа осуществляется расчет рыночных индексов, а также кривой спот-ставок (кривой доходности).

В целях информационно-аналитического сопровождения займа индексы начали использоваться в 1997 г. С течением времени методика их расчетов претерпела значительные изменения, что связано с переменами на самом рынке. В настоящее время для инструментов рынка ГИО Санкт-Петербурга рассчитываются обобщенные индексы, включающие наиболее представительные и ликвидные облигационные выпуски. Рассчитываемые индексы используются как индикаторы рыночной конъюнктуры и как основа для анализа динамики развития, а также для сравнения исследуемого рынка с другими сегментами.

В начале 2002 г. Генеральным агентом Санкт-Петербургского займа началась разработка концепции спот-ставок. Кратко кривую спот-ставок можно охарактеризовать как кривую доходностей к погашению бескупонных облигаций (не только реальных, но и виртуальных) с различными сроками до погашения, синтезируемую, тем не менее, на основе как дисконтных, так и купонных выпусков. (Более подробно о концепции спот-ставок см.: // РЦБ. 2002. № 4.) Что касается возможности ее использования, то, с одной стороны, кривая спот-ставок является важнейшим модельным инструментом макроэкономического анализа, с другой стороны, это наиболее информативный индикатор состояния финансового рынка. На основании по-

строенной кривой можно прогнозировать цены новых инструментов, размещаемых на аукционах, проводить поиск арбитражных возможностей на рынке, прогнозировать будущие процентные ставки. Наконец, кривая доходности является эффективным инструментом риск-менеджмента, позволяющим осуществлять более точную оценку рискованности портфеля облигаций по сравнению с традиционными методами, основанными на анализе дюрации и выпуклости конкретных инструментов.

Осуществление непрерывной оптимизации структуры долга

При осуществлении заимствований Администрация Санкт-Петербурга стремится к уменьшению стоимости обслуживания, снижению рисков управления и равномерности распределения платежей. Для реализации этих принципов осуществляется выбор между различными видами долговых инструментов (кредитами, облигациями, гарантиями) и характеристиками этих инструментов, к которым относятся валюта, обеспечение, сроки, вид ответственности по обязательствам и т.п.

На первоначальном этапе становления рыночной экономики в России Санкт-Петербург, как и другие субфедеральные образования, прибегал к привлечению кредитов. По мере развития финансовых рынков основной стратегической целью стало построение надежного рыночного механизма заимствований, что позволило бы диверсифицировать источники финансирования дефицита бюджета и минимизировать стоимость обслуживания городского долга.

Позже у субъектов Российской Федерации появилась возможность выйти на международные долговые рынки. 18 июня 1997 г. Санкт-Петербург выпустил еврооблигации на сумму 300 млн долл. сроком на 5 лет. Привлечение средств на международном рынке позволило существенно изменить структуру долга города за счет погашения краткосрочных долговых

обязательств, в том числе кредитов коммерческих банков в рублях (рис. 1, 2). В настоящий момент привлечение денежных средств в рублях по кредитам практически не осуществляется. Исключением является кредит Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), выданный городу в 2001 г. в обмен на погашение части долга по кредиту того же банка в иностранной валюте.

Привлечение городом денежных средств по кредитам в иностранной валюте носит **целевой характер**. Так, согласно кредитным соглашениям Санкт-Петербурга с Мировым банком реконструкции и развития (МБРР), Европейским банком реконструкции и развития заемные средства направляются на реализацию программ «Жилье-2000», «Сохранение и развитие исторического центра Санкт-Петербурга». В 2003 г. городом планируется привлечь денежные средства по кредитным соглашениям с ЕБРР и HSBC Банком на финансирование

проекта рекультивации опасных отходов «Красный Бор» и на реконструкцию систем освещения в образовательных учреждениях Санкт-Петербурга.

С начала 2000 г. в составе государственного долга субъектов Федерации стали учитываться обязательства связанные с предоставлением субъектом гарантий по кредитам, выданным коммерческими банками и международными финансовыми организациями предприятиям городской инфраструктуры. В последние несколько лет Санкт-Петербургом предоставляются гарантии на финансирование социально-значимых инвестиционных проектов, способствующих обновлению и развитию инфраструктуры города. Причем коммерческим организациям, согласно закону о бюджете города, **гарантии выдаются на возмездной основе**. Ставка оплаты составляет 1,5% от суммы предоставляемой гарантии.

Из табл. 2 видно, что значительная доля долговых обязательств го-

рода приходится на заимствования на рынке внутренних облигаций Санкт-Петербурга. Данный сегмент начал свое существование 23 марта 1995 г. На первом этапе функционирования рынка городом использовались дисконтные облигации со сроками до погашения от 3 месяцев до 1 года, что было вызвано отсутствием кредитной истории города на тот момент и слабой развитостью системы рыночных заимствований.

После финансового кризиса во второй половине 1998 г. и в 1999 г. на рынке субфедеральных облигаций наблюдалось относительное затишье. Эмиссии облигаций были затруднены вследствие недоверия инвесторов к обязательствам органов власти. Возобновление заимствований приходилось начинать с достаточно коротких сроков (менее 1 года) и незначительных объемов (рис. 3.). Целесообразным было использование таких типов облигаций, которые предоставляли инвесторам возможность досрочной продажи в случае ухудшения экономической конъюнктуры, и облигаций с переменным купоном, ставка которых «привязывалась» либо к уровню инфляции, либо к изменяющемуся уровню процентных ставок. Городом были выпущены в обращение ценные бумаги с переменным купоном и правом досрочного предъявления к продаже (ПК ПДП).

С улучшением макроэкономического климата в стране (в частности, с уменьшением темпов инфляции, как фактических, так и прогнозируемых) на первый план была поставлена задача сокращения расходов на обслуживание долга, возникающая в случае снижения ставок на рынке. Одним из возможных вариантов ее решения является выпуск облигаций с правом досрочного погашения эмитентом (ФК—ПДП), т.е. использование инструментов со встроенными опционами типа *Call*. Практика эмиссии такого рода инструментов активно использовалась Санкт-Петербургом в 2002 г. и используется в настоящее время. К настоящему моменту выпущено 5 облигаций ФК—ПДП (25016, 25018, 25028, 25032, 26003). Два из них

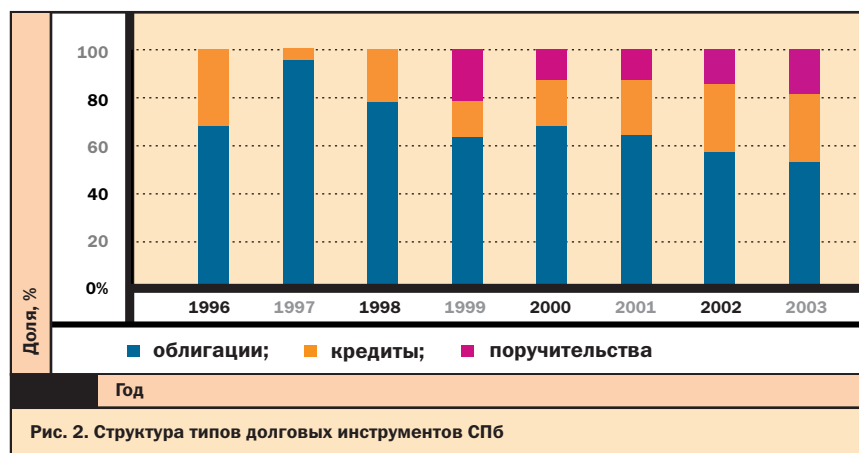
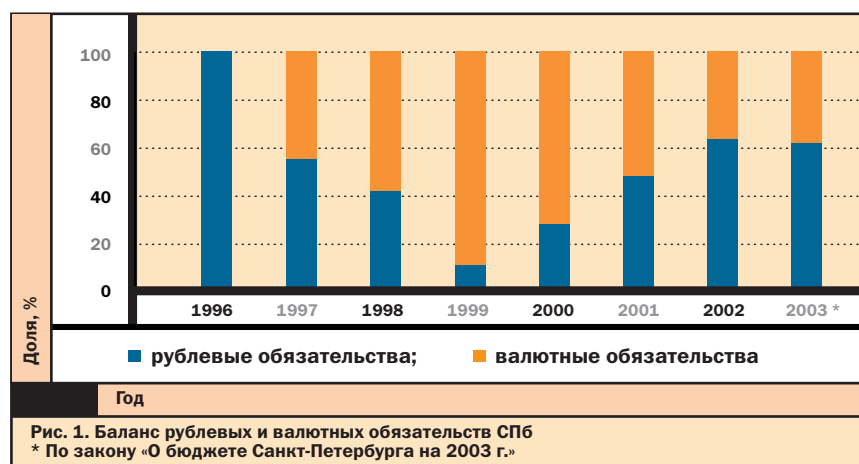


Таблица 2. Структура госдолга Санкт-Петербурга на 01.01.03

Структура	млн руб.	Долг %
Государственный внутренний долг Санкт-Петербурга	8 520,7	62,32
В том числе:		
ГИО	7 764,2	57,78
Кредиты	205,4	1,50
Гарантии	460,0	3,37
Нерыночные ценные бумаги	91,1	0,67
Государственный внешний долг Санкт-Петербурга	5 152,5	37,68
В том числе:		
Еврооблигации	—	—
Кредиты	3 774,3	27,60
Гарантии	1 378,2	10,08
Государственный долг Санкт-Петербурга	13 673,2	100,00

уже досрочно погашены. (Подробнее см.:// РГБ. 2003. № 5.)

Важным достижением 2002 г. на рынке ГИО Санкт-Петербурга стал новый этап развития заимствований. Впервые в новейшей истории России и первым из всех российских эмитентов Санкт-Петербург успешно разместил долгосрочные рыночные рублевые облигации сроком обращения 7 и 9 лет, в связи с чем, открыл для себя возможности привлечения средств для решения стратегических и инвестиционных задач с более далекими горизонтами. Это нашло отражение в бюджете 2003 г., в котором утверждена смета целевого бюджетного фонда развития инфраструктуры, основным источником финансирования которого определены поступления от размещения государственных ценных бумаг.

Принципы составления эмиссионного плана

При составлении плана аукционов, с одной стороны, учитываются потребности и возможности бюджета с целью обеспечения минимальности затрат на обслуживание долга, с другой — пожелания и возможности инвесторов в целях обеспечения удобства их работы и уменьшения транзакционных издержек. Необходимость одновременного удовлетворения потребностей обеих сторон, участвующих в

операциях рыночных заимствований, связана со стремлением достижения состояния Паретто-оптимальности.

Основными критериями, используемыми при составлении эмиссионного плана и определении параметров выпускаемых облигаций, являются:

1. Поступление в бюджет города необходимых денежных потоков.
2. Уменьшение стоимости и риска заимствований при заданных объемах привлечения и погашения.
3. Обеспечение равномерности нагрузки на бюджет, вызванной обслуживанием долга в будущем.
4. Расширение круга инвесторов за счет обеспечения удобства работы с инструментами на рынке.

На первом этапе формирования эмиссионного плана определяется **график дат и объемов новых размещений**, при этом учитываются все перечисленные критерии. Базой для составления плана является график платежей по уже существующим обязательствам. Как правило, даты новых эмиссий приурочиваются к датам погашения «старых» облигаций. При этом объемы размещения формируются сопоставимыми с объемами погашений, но определяются из потребностей бюджета в денежных средствах на момент проведения аукционов. Реализация такого алгоритма являет-

ся оптимальной как для заемщика, так и для кредиторов. Бюджет города выигрывает, так как отсутствует необходимость в крупных единовременных платежах в даты погашений облигаций. Инвесторы избавлены от необходимости поиска путей реинвестирования получаемого дохода, а также аккумулирования и депонирования значительных денежных средств для участия в аукционах.

На втором этапе составления эмиссионного плана более подробно определяются параметры облигаций: срок обращения, размеры и периодичность купонных выплат, наличие встроенных опционов.

Сроки обращения облигаций

определяются на основе критериев 2—4. Учитывается также целевая группа инвесторов, на которую в первую очередь ориентированы выпуски. Сегодня Санкт-Петербург, как и большинство других заемщиков, увеличивает время жизни обязательств. Можно отметить, что данная стратегия предоставляет эмитенту ряд преимуществ. Привлекательность для эмитента «длинных» выпусков заключается в первую очередь в снижении риска рефинансирования: неблагоприятное изменение уровня процентных ставок на рынке не приводит к увеличению стоимости долгосрочного долга. К тому же уменьшаются затраты на организацию эмиссий ввиду сокращения их числа. В настоящий момент возможность эмиссии «длинных» выпусков связана с активным выходом на рынок институциональных инвесторов — пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов, страховых компаний. Данные категории инвесторов благодаря наличию у них «длинных» пассивов заинтересованы в сопоставимых по срокам активах и достаточно активно покупают облигации со сроками обращения, классифицируемыми как долгосрочные.

Определение дат купонных выплат осуществляется исходя из графика будущих погашений таким образом, чтобы на один день не при-

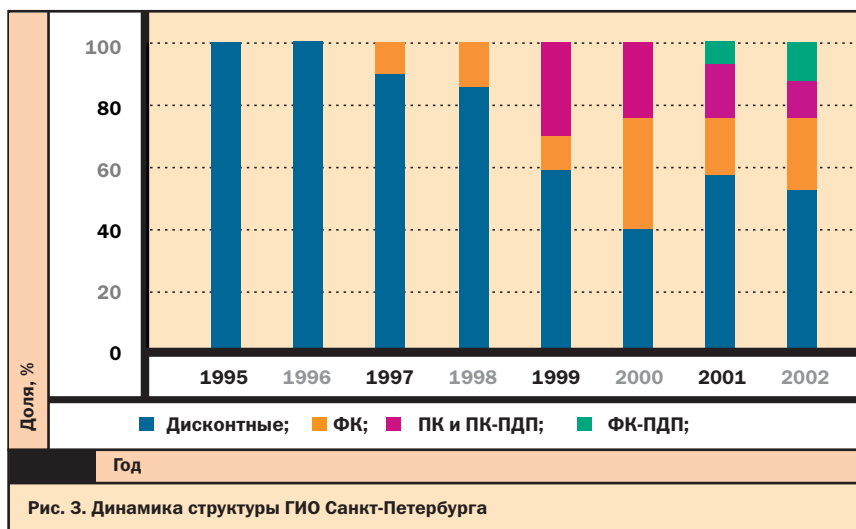


Рис. 3. Динамика структуры ГИО Санкт-Петербурга

ходилось значительного числа выплат по разным выпускам (купонов или номиналов), а объем погашений оставался в разумных пределах. Для достижения желаемой цели достаточно варьировать длительность только первого купонного периода облигаций. Все остальные периоды, как правило, устанавливаются стандартными – 182 дня.

При определении размеров купонных выплат используются несколько критериев. Во-первых, варьирование уровня купонных ставок позволяет реализовывать принцип перераспределения расходов на обслуживание долга во времени. Чем меньше купонные платежи, тем большая часть расходов переносится на дату выплаты номинала. Назначение достаточно крупных купонных ставок позволяет формировать равномерный график объемов выплат, т.е. более справедливое перераспределение долговой нагрузки между поколениями. Во-вторых, от размеров купонных платежей напрямую зависит сумма привлечения средств на аукционе. Чем больше купоны, тем большей оказывается сумма привлечения средств при одинаковом номинальном объеме долга.

Необходимо отметить, что нами приведены лишь основные принципы планирования эмиссионных операций. На практике же всегда принимаются во внимание все факторы, способные повлиять на параметры долга, задача решается в комплексе.

Принцип использования широкого набора облигационных инструментов

Обсуждая структуру долга, необходимо остановиться на вопросе оптимального количества обращающихся выпусков и их объемов. В настоящее время существует два диаметрально противоположных мнения: можно ограничиваться малым количеством выпусков, имеющих значительные объемы (такая ситуация наблюдается на рынке облигаций Москвы и на рынке ГКО/ОФЗ), возможен также вариант эмиссии большого числа облигаций в меньших объемах. Данные варианты имеют как достоинства, так и недостатки, в результате каждый эмитент выбирает оптимальное соотношение исходя из индивидуальных особенностей своего рынка.

Администрация Санкт-Петербурга пошла по второму пути. С увеличением общего объема займа число обращающихся на рынке облигаций ГИО Санкт-Петербурга росло и в настоящее время достигло 42. К «плюсам» использования столь значительного числа выпусков можно отнести, во-первых, возможность более гибкого управления структурой долговых обязательств эмитентом. Во-вторых, обилие выпусков позволяет инвесторам в зависимости от индивидуальных потребностей формировать портфели с практически неограниченным спектром характеристик. «Минусами» являются, во-первых, меньший объем каж-

дого из выпусков и, как следствие, более низкая ликвидность; во-вторых, инвесторам приходится оперировать большим объемом информации, что может приводить к усложнению принятия решений.

Необходимо отметить, что сегодняшнее количество облигаций, обращающихся на рынке, несколько превышает оптимальное. В ближайшей перспективе планируется сократить число выпусков. Возможно проведение обмена низколиквидных ценных бумаг, имеющих незначительные объемы, на один более ликвидный инструмент. Число выпусков будет также сокращаться за счет увеличения объявляемых объемов размещаемых облигаций. Работа в этом направлении начата уже сегодня — объем выпусков увеличен с 350 млн до 600—1000 млн руб. В ближайшем будущем возможно дальнейшее увеличение этого показателя за счет эмиссии облигаций с частичным погашением основного долга в течение срока обращения.

Операции эмитента на вторичном рынке

Работая с займами на открытом рынке, эмитенты ценных бумаг могут выбирать различные формы и степень участия во вторичных торгах. Администрация Санкт-Петербурга активно поддерживает вторичный рынок собственных инструментов. Конечно, действия по увеличению ликвидности рынка требуют некоторых затрат, однако в результате это приводит к уменьшению уровня процентных ставок и стоимости будущих заимствований. Дополнительным источником компенсации затрат на выполнение функций маркет-мейкера является возможность использования и устранения арбитражных ситуаций на рынке. Эмитент в данном случае имеет некоторое преимущество, так как он уделяет основное внимание анализу именно этого рынка в отличие от других участников, для которых рынок петербургских облигаций является одним из многих.

В Санкт-Петербурге Генеральный агент по поручению эмитента под-

держивает высокий уровень ликвидности и эффективности рынка, выставя (в дополнение к заявкам дилеров) котировки на покупку и продажу собственных ценных бумаг с низким спрэдом. Одним из показателей ликвидности рынка может служить **коэффициент оборачиваемости**, представленный на рис. 4, который характеризует отношение объема вторичных торгов по анализируемым инструментам за определенный период к рыночной капитализации ценных бумаг. Сравнение представленных данных позволяет сделать вывод о сопоставимости и даже большей ликвидности рынка ГИО Санкт-Петербурга относительно рынка облигаций федерального правительства. Еще одним показателем, характеризующим ликвидность, может служить спред котировок на покупку и продажу. Сегодня эффективный спред котировок на рынке петербургских облигаций не превышает 1% рыночной цены, но на практике часто составляет 0,2% и менее.

Необходимо отметить, что, кроме указанных преимуществ, эмитент, активно работая на рынке, может оперативно доразмещать облигации в случае возникновения незапланированных кассовых разрывов бюджета, выкупать необходимое количество ценных бумаг в случае появления временно свободных средств и производить обмен различных выпусков для осуществления корректировки структуры долга.

Осуществление контроля эффективности проведенных операций

Большинство из рассмотренных принципов и методов оптимизации управления долгом основываются на прогнозах и теоретических рассуждениях. Реальное развитие экономической ситуации может несколько отличаться от прогнозного. При наличии значительного числа переменных параметров долгового портфеля **задача управления является многокритериальной**, что требует непрерывного анализа уже совершенных операций. Для оцен-

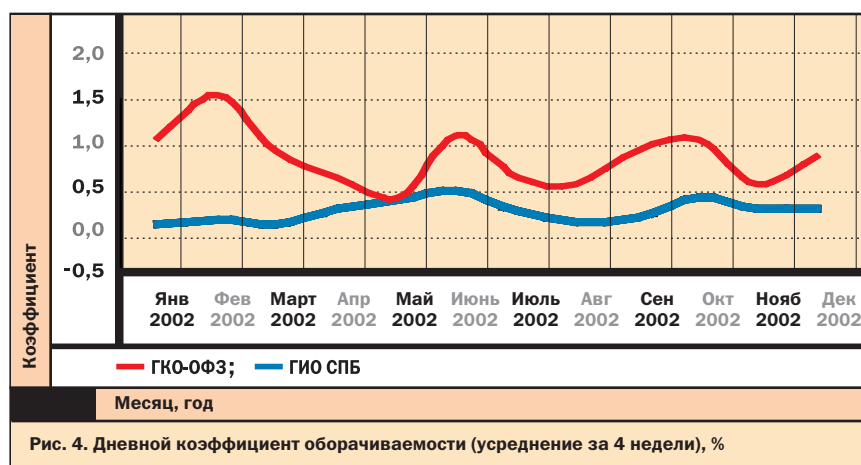


Рис. 4. Дневной коэффициент оборачиваемости (усреднение за 4 недели), %

ки эффективности управления в Санкт-Петербурге используется целая система долговых показателей, состоящая примерно из 20 характеристик и позволяющая, кроме обеспечения контроля проводимых операций, осуществлять непрерывный мониторинг фактических параметров долга и совершенствовать алгоритм принятия решений.

В настоящее время к основным долговым показателям можно отнести объем основного долга, объем дисконтных и купонных обязательств, расходы на обслуживание и на погашение основного долга. Использование приведенных показателей позволяет определять влияние каждой из проводимых операций на структуру долга и на график будущих платежей. Анализ данных показателей позволяет также определять уровень расходов или экономии, получаемой за счет проведения операций на вторичном рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, в настоящее время в Санкт-Петербурге действует полноценная система управления долгом, в рамках которой проводится всесторонний мониторинг рыночной ситуации и принятие решений, направленных на увеличение эффективности заимствований. Основной задачей системы является минимизация расходов на обслуживание при установленных бюджетом и перспективным финансовым планом города ограничениях по объемам привлекаемых средств.

В заключение можно коротко остановиться на планах Администрации Санкт-Петербурга в рамках оптимизации долгового портфеля города в 2003 г. Согласно закону «О бюджете Санкт-Петербурга на 2003 год» запланировано увеличение обязательств по государственным ценным бумагам в размере 2,7 млрд руб., из которых 1,4 млрд будут направлены на финансирование дефицита бюджета. В то же время планируется сокращение обязательств по кредитам в рублях на сумму 205 млн руб. и объема внешнего долга в размере 106 млн руб. (включая исполнение гарантий Санкт-Петербурга). В целях развития рынка облигаций города планируется увеличить объявляемые объемы выпусков; сократить их общее количество путем проведения обмена неликвидных выпусков на более ликвидные; разместить выпуски с погашением основного долга частями в течение срока обращения. ■