

ЧАСТЬ I. ПРАКТИЧЕСКОЕ ПРИМЕНЕНИЕ РУКОВОДЯЩИХ ПРИНЦИПОВ

I. ВВЕДЕНИЕ

13. Портфель долговых обязательств органов государственного управления обычно является крупнейшим финансовым портфелем в стране. Его финансовая структура часто отличается сложностью и может быть источником значительного риска для баланса органов государственного управления. Крупные и плохо структурированные портфели долговых обязательств также делают органы государственного управления более уязвимыми по отношению к экономическим и финансовым потрясениям, и нередко такие портфели оказывались одним из основных факторов экономических кризисов. Признавая важную роль, которую может играть управление государственным долгом, помогая странам справиться с экономическими и финансовыми потрясениями, Международный валютно-финансовый комитет (МВФК)¹ выступил с предложением о том, чтобы сотрудники МВФ и Всемирного банка совместно с национальными экспертами по управлению долгом разработали набор руководящих принципов управления государственным долгом, призванных содействовать странам в их деятельности, направленной на снижение финансовой уязвимости. Предложение МВФК, поддержанное Форумом по финансовой стабильности, представляло собой один из элементов работы по поиску общих принципов, которые могли бы помочь государствам повысить качество используемых ими основ политики для управления эффектами, вызываемыми изменчивостью в международной валютно-финансовой системе.

14. За счет привлечения национальных органов по управлению долгом к подготовке данных Руководящих принципов, этот процесс был направлен на усиление вовлеченности стран в разработку этих принципов и помог обеспечить соответствие этих принципов сложившейся надежной практике. Управляющие государственным долгом из примерно 30 стран приняли участие в подготовке первоначального проекта, который был рассмотрен Исполнительными советами МВФ и Всемирного банка в июле 2000 года. После этих обсуждений более 300 представителей 122 стран приняли участие в пяти конференциях по взаимодействию, состоявшихся в Абу-Даби (Объединенные Арабские Эмираты), Специальном административном районе Гонконг, Йоханнесбурге (Южно-Африканская Республика), Лондоне (Соединенное Королевство) и Сантьяго (Чили)². Представленные замечания и предложения были учтены в окончательном варианте Руководящих принципов, который был утвержден Исполнительными советами двух указанных

¹ МВФК представляет собой консультативный орган, подчиненный Совету управляющих МВФ и представляющий ему информацию по вопросам, касающимся управления международной валютно-финансовой системой.

² Кроме того, сотрудники МВФ и Всемирного банка приняли участие в семинаре по вопросам управления долгом и государственными финансами в Уистлере (Канада), на котором присутствовали представители стран западного полушария и в программу которого входило обсуждение проекта Руководящих принципов.

учреждений в марте 2001 года и одобрен МВФК и Комитетом по развитию³ на их весенних заседаниях, состоявшихся в апреле 2001 года. После этого Руководящие принципы были размещены на веб-сайтах МВФ и Всемирного банка на пяти языках (английском, арабском, испанском, русском и французском), а в сентябре 2001 года два названных учреждения выпустили печатную версию Руководящих принципов⁴. Краткое изложение Руководящих принципов представлено в приложении I.

15. В ходе обсуждений в Исполнительных Советах исполнительные директора МВФ и Всемирного банка обратились к сотрудникам своих учреждений с просьбой подготовить сопроводительный документ к Руководящим принципам, который содержал бы выборочные целевые исследования стран, создающих надежные системы управления государственным долгом. В то же время Исполнительные советы потребовали, чтобы этот документ не расширял и не дополнял Руководящие принципы, а лишь описывал опыт разных стран в форме целевых исследований. В ответ на эту просьбу сотрудники МВФ и Всемирного банка подготовили настоящий документ, в котором содержится 18 целевых исследований стран. Эти целевые исследования предназначены для иллюстрации того, как различные страны мира, находящиеся на разных этапах экономического и финансового развития, наращивают свой потенциал в области управления долгом в соответствии с Руководящими принципами. О разнообразии стран, представленных в целевых исследованиях, свидетельствуют экономические и финансовые показатели, приведенные в таблице 1. Опыт этих стран должен дать некоторые полезные практические рекомендации в отношении того, какие меры другие страны могут предпринять на пути к укреплению своего потенциала в области управления государственным долгом.

16. Как и при разработке Руководящих принципов, процесс подготовки данного Сопроводительного документа был направлен на усиление вовлеченности стран в разработку этого документа и обеспечение должной обоснованности описаний практики отдельных стран и сделанных выводов. Целевые исследования 18 стран были подготовлены управляющими государственным долгом при координации со стороны сотрудников МВФ и Всемирного банка. Они охватывают как управление внутренним долгом, так и операции по привлечению внешнего финансирования. После сбора информации и подготовки первоначальных вариантов целевых исследований должностные лица, принимавшие участие в этой работе, были приглашены на Конференцию по взаимодействию, которая состоялась в Вашингтоне в сентябре 2002 года, для обсуждения выводов, сделанных по результатам этих исследований сотрудниками МВФ и Всемирного банка, и документа в целом.

³ Комитет по развитию Советов управляющих МВФ и Всемирного банка консультирует эти два Совета по важнейшим вопросам развития и представляет им информацию о финансовых ресурсах, требуемых для содействия экономическому развитию развивающихся стран.

⁴ International Monetary Fund and The World Bank, 2001, *Guidelines for Public Debt Management*, (Washington, D.C.).

А. Что представляет собой управление государственным долгом и в чем его значение?

17. Управление государственным долгом представляет собой процесс разработки и реализации стратегии управления государственным долгом в целях привлечения необходимой суммы финансирования, достижения поставленных целей в отношении затрат и риска и решения любых других задач в области управления государственным долгом, которые может поставить правительство, например развития и поддержания работы эффективного и ликвидного рынка государственных ценных бумаг.

18. В более широком макроэкономическом контексте государственной политики органы государственного управления должны стремиться обеспечить фундаментальную устойчивость как уровня, так и темпов роста государственного долга во времени и возможность обслуживания этого долга в самых разных условиях при одновременном достижении целей в отношении затрат и риска. Управляющие государственным долгом разделяют обеспокоенность советников по вопросам налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в связи с необходимостью сохранения устойчивой динамики задолженности государственного сектора и наличия надежной стратегии снижения чрезмерно высоких уровней долга. Управляющие долгом должны принимать необходимые меры к тому, чтобы органы налогово-бюджетного регулирования имели полное представление о влиянии потребностей в финансировании и уровней долга органов государственного управления на стоимость заемных средств⁵. Примеры показателей, на основе которых решается вопрос об экономической приемлемости долга, включают коэффициент обслуживания долга государственного сектора и показатели отношения государственного долга к ВВП и к налоговым поступлениям⁶.

⁵ Чрезмерные уровни долга, результатом которых является повышение процентных ставок, могут оказывать негативное воздействие на реальный объем производства (см., например, A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati, and G. Tabellini, “Default Risk on Government Debt in OECD Countries” в издании *Economic Policy: A European Forum* (October 1992), стр. 428–463).

⁶ См. стр. 1 публикации *Guidelines for Public Debt Management*. Обсуждение показателей внешней уязвимости страны содержится в публикации International Monetary Fund, 2000, *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*, (SM/00/65).

Таблица 1. Выборочные макроэкономические и финансовые показатели стран, включенных в целевые исследования, 2001 год

	Номинальный ВВП на душу населения (в долларах США)	Чистый долг сектора государственного управления	Широкий показатель денежной массы (M2) (в процентах от ВВП)	Капитализация фондового рынка (по данным 1999 года)	Рейтинги долгосрочного долга Standard and Poor's		Рейтинги долгосрочного долга Moody's
					В иностранной валюте	В национальной валюте	
Бразилия	2 986	56	25	30BB-	BB+	B1	
Колумбия	2 021	47 1/	31	13BB	BBB	Ba2	
Дания	30 160	39	39	60AAA	AAA	Aaa	
Индия	466	90	65	41BB	BBB-	Ba2	
Ирландия	26 596	25	н.п. 2/	45AAA	AAA	Aaa	
Италия	18 904	104	н.п. 2/	62AA	AA	Aaa	
Ямайка	3 758	130 3/	44	38B+	BB-	Ba3	
Япония	32 637	66	131	105AA	AA	Aa1	
Мексика	6 031	42	29	32BBB-	A-	Baa2	
Марокко	1 147	76	75	39BB	BBB	Ba1	
Новая Зеландия	12 687	18	89	52AA+	AAA	Aa2	
Польша	4 562	36	46	19BBB+	A+	Baa1	
Португалия	10 587	59 1/	н.п. 2/	58AA	AA	Aa2	
Словения	10 605	1	52	11A	AA	A2	
Южно-Африканская Республика	2 490	43 1/	60	200BBB-	A-	Baa2	
Швеция	23 547	-3	46	156AA+	AAA	Aa1	
Соединенное Королевство	23 765	31	95	203AAA	AAA	Aaa	
США	36 716	42	53	182AAA	AAA	Aaa	

Источник: «Перспективы развития мировой экономики» МВФ, базы данных Bankscore и оценки сотрудников МВФ.

1/ Валовой долг в процентах от ВВП.

2/ Для членов Европейского валютного союза данные о значениях показателя M2 на уровне отдельных государств отсутствуют.

3/ На конец 2001/2002 бюджетного года.

19. Каждое правительство сталкивается с задачей выбора политики относительно целей управления долгом, формулировки своих предпочтений в отношении допустимых границ риска, определения того, за какую часть баланса органов государственного управления должны отвечать управляющие долгом, каким образом следует управлять условными обязательствами и как обеспечить надежное руководство процессом управления государственным долгом. По многим из этих вопросов наблюдается все большее сближение позиций управляющих долгом разных стран мира в отношении того, что считается благоразумной практикой управления суверенным долгом, которая способна также снизить уязвимость по отношению к цепной реакции и финансовым потрясениям. Сближение имеет место по следующим позициям: 1) признание пользы четких целей управления долгом; 2) взвешивание аспектов, связанных с риском, относительно затрат; 3) разграничение и координация целей и функций в области управления долгом и денежно-кредитного регулирования; 4) ограничение роста долга; 5) необходимость осмотрительного управления рисками рефинансирования и рыночными рисками, а также затратами на выплату процентов по накопленному долгу; 6) необходимость создания надежной институциональной структуры и разработки мер политики для снижения операционного риска, в том числе четкое распределение обязанностей и связанной с этим ответственности между государственными органами, занятыми в сфере управления долгом; 7) необходимость тщательного выявления рисков, связанных с условными обязательствами, и управления ими.

20. Проблемы управления государственным долгом часто происходят от недостаточного внимания политиков к выгодам, которые приносит благоразумная стратегия управления долгом, и издержкам, вызываемым слабым макроэкономическим регулированием и чрезмерными уровнями долга. В первом случае официальные органы должны уделять больше внимания выгодам, которые дает наличие благоразумной стратегии, основ и мер политики по управлению долгом, согласующихся с надежной системой макроэкономической политики. Во втором случае ненадлежащая налогово-бюджетная, денежно-кредитная политика и политика в области валютного курса создают неопределенность на финансовых рынках в отношении будущей прибыли, которую можно получить по инструментам, выраженным в национальной валюте, тем самым вынуждая инвесторов требовать более высокие премии за риск. В случае развивающихся стран и стран с формирующимся рынком как заемщики, так и кредиторы могут воздерживаться от заключения контрактов на более долгосрочные обязательства, что может сдерживать развитие внутренних финансовых рынков и серьезно препятствовать усилиям управляющих долгом, направленным на защиту органов государственного управления от чрезмерного риска пролонгации долга и валютного риска. Хорошие результаты реализации взвешенных мер макроэкономической политики в течение некоторого периода времени могут способствовать снижению этой неопределенности. Это должно дополняться надлежащей технической инфраструктурой (такой как центральный реестр и платежные и расчетные системы) для содействия развитию внутренних финансовых рынков.

21. Кроме того, история многих стран показала, что плохо структурированный долг с точки зрения сроков погашения, валют или процентных ставок, а также значительные не

обеспеченные резервами условные обязательства были важными факторами зарождения и распространения экономических кризисов. Например, независимо от режима валютного курса или от того, выражен ли долг в национальной или иностранной валюте, кризисы часто возникали в результате того, что органы государственного управления уделяли чрезмерное внимание возможностям экономии за счет использования крупных объемов краткосрочных долговых обязательств или долговых обязательств с плавающей ставкой. Вследствие этого государственные бюджеты оказывались в серьезной степени подвержены опасности изменений в конъюнктуре финансовых рынков, в том числе изменений в собственной кредитоспособности страны, когда возникала необходимость возобновления этого долга. Долг в иностранной валюте также сопряжен с особыми рисками, и чрезмерное использование долговых обязательств в иностранной валюте может привести к давлению на валютный курс и/или денежно-кредитную сферу, если среди инвесторов возникнет нежелание рефинансировать государственный долг, выраженный в иностранной валюте. Снижая риск того, что осуществляемое государством управление собственным портфелем станет источником нестабильности для частного сектора, благоразумное управление государственным долгом, наряду со взвешенными мерами политики по управлению условными обязательствами, могут способствовать снижению уязвимости стран по отношению к цепной реакции и финансовому риску.

22. Размеры и сложность портфеля государственных долговых обязательств часто могут становиться причиной существенного риска для баланса органов государственного управления и финансовой стабильности страны. Как отметила Рабочая группа по потокам капитала Форума по финансовой стабильности, «недавние события подчеркнули необходимость того, чтобы органы государственного управления ограничивали рост рисков ликвидности и других рисков, которые делают их экономику особенно чувствительной к внешним потрясениям»⁷. Поэтому надежное управление рисками в государственном секторе также крайне важно для управления рисками в других секторах экономики, «поскольку отдельные хозяйственные единицы частного сектора, как правило, сталкиваются с огромными проблемами, когда неадекватное управление суверенным риском порождает уязвимость по отношению к кризису ликвидности». Надежная структура долга помогает органам государственного управления снизить подверженность процентному, валютному и другим рискам. Иногда эти риски могут быть без труда уменьшены за счет достаточно простых мер, таких как увеличение сроков погашения займов и, соответственно, принятие более высоких расходов на обслуживание долга (исходя из положительного наклона кривой доходности), корректировка объема, сроков и структуры валютных резервов и пересмотр критериев использования условных обязательств и механизмов управления ими.

23. Тем не менее не все проблемы могут быть решены исключительно за счет взвешенных мер политики по управлению долгом. Они не являются панацеей или заменой надежного налогово-бюджетного и денежно-кредитного регулирования. В случае ненадлежащих основных параметров макроэкономической политики надежное управление

⁷ Financial Stability Forum, *Report of the Working Group on Capital Flows*, April 5, 2000, стр. 2.

суверенным долгом само по себе не в состоянии предотвратить какой бы то ни было кризис. Однако даже в таких условиях взвешенные меры политики в области управления долгом могут снизить подверженность страны цепной реакции и финансовому риску, выступая катализатором расширения и углубления финансового рынка.

В. Назначение Руководящих принципов

24. Руководящие принципы призваны оказать помощь политикам в рассмотрении реформ, направленных на повышение качества управления государственным долгом и снижение уязвимости страны по отношению к внутренним и международным финансовым потрясениям. Часто более уязвимыми оказываются мелкие страны и страны с формирующимся рынком, поскольку экономика этих стран может быть менее диверсифицирована, иметь более узкую базу внутренних финансовых сбережений (относительно ВВП) и менее развитую финансовую систему. Кроме того, они могут быть более восприимчивы к цепному распространению неблагоприятных событий в финансовой сфере, если они имеют значительные открытые позиции относительно иностранных инвесторов вследствие относительно больших объемов потоков капитала. Вследствие этого Руководящие принципы должны рассматриваться в более широком контексте факторов и сил, сказывающихся в более общем плане на ликвидности органов государственного управления и на управлении их балансом. Органы государственного управления часто управляют крупными портфелями валютных резервов, состояние их финансов нередко зависит от потрясений в реальной и денежно-кредитной сферах, и они могут подвергаться крупным рискам, связанным с условными обязательствами и последствиями ненадлежащего управления балансами в частном секторе. Тем не менее, вне зависимости от того, возникают ли финансовые потрясения в рамках внутреннего банковского сектора или являются результатом цепной реакции, распространяющейся по всему миру, благоразумные меры политики по управлению государственным долгом, наряду со взвешенными мерами макроэкономической политики и регулирования, имеют решающее значение для ограничения связанного с такими потрясениями ущерба для кадровых и производственных ресурсов.

25. Руководящие принципы распространяются как на внутренний, так и на внешний государственный долг и охватывают широкий спектр различных финансовых требований к органам государственного управления. Они ставят своей целью определить области, где существует общее согласие в отношении того, что обычно составляет надежную практику управления государственным долгом. В Руководящих принципах ставится задача сосредоточить внимание на принципах, применимых в широком круге стран, находящихся на разных этапах экономического развития и имеющих различные институциональные структуры управления национальным долгом. Они не должны рассматриваться как набор обязательных практических методов или обязательных для выполнения стандартов или кодексов. Они также не должны рассматриваться как указание на то, что существует единственный набор надежных практических методов или предписаний, которые применимы для всех стран во всех обстоятельствах. Руководящие принципы главным образом призваны помочь политикам посредством распространения информации о надежной практике, принятой государствами-членами в области стратегии управления

долгом и текущих операций в этой области. Их практическое применение будет различаться в зависимости от условий каждой страны, в частности от уровня ее финансового развития. Бедные страны с высоким уровнем задолженности (ХИПК) сталкиваются в этой связи с особыми трудностями⁸. Условия, на которых для этих стран проводилось облегчение бремени задолженности, как правило, включают положения, которые подчеркивают необходимость совершенствования практики управления долгом в соответствии с Руководящими принципами (вставка 1).

Вставка 1. Применение Руководящих принципов в отношении стран ХИПК

Реализация Инициативы в отношении долга бедных стран с высоким уровнем задолженности (ХИПК) была начата Всемирным банком и МВФ в 1996 году (и затем расширена в 1999 году). Эта инициатива представляет собой комплексный набор мероприятий, направленных на ликвидацию неустойчивого в долгосрочном плане долга беднейших стран мира, имеющих наиболее высокий уровень задолженности. За счет облегчения бремени задолженности стран ХИПК, отвечающих установленным требованиям и продемонстрировавших устойчивые результаты экономических преобразований и реформ, данная Инициатива призвана помочь этим странам добиться экономически приемлемой позиции по долгу в среднесрочной перспективе. Широко распространено мнение о том, что одним из наиболее важных факторов, способствовавших накоплению экономически неприемлемых уровней долга в этих странах, был недостаток внимания к управлению государственным долгом. Наряду с надежной общей структурой макроэкономической политики благоразумное управление долгом в странах ХИПК остается центральным условием, гарантирующим долгосрочное решение проблемы экономически неприемлемого бремени задолженности.

Недавнее обследование, проведенное сотрудниками Всемирного банка и МВФ, выявило нескольких очень важных недостатков, по-прежнему существующих в ключевых аспектах управления долгом в странах ХИПК, особенно в области структурных характеристик их правовых и институциональных систем, координации управления долгом с мерами макроэкономической политики, политики в отношении новых заимствований и определения кадровых и технических потребностей для выполнения базовых функций по управлению долгом¹⁷. Что касается правовой основы, то в большинстве стран ХИПК принят подробно разработанный правовой документ, регламентирующий статус и функции учреждения по управлению долгом, однако правовая основа не всегда четко определена и должным образом реализуется. Кроме того, необходимо повышать прозрачность и подотчетность в сфере управления долгом, включая доступ общественности к информации о долге. Во многих странах ХИПК также отсутствует четкое определение и согласованность институциональной ответственности за управление долгом. Более того, на их деятельности по управлению долгом отрицательно сказывается ряд институциональных недостатков и низкий потенциал для реализации поставленных задач вследствие недостатка кадровых, технических и финансовых ресурсов. Для преодоления этих трудностей первым шагом могло бы стать внедрение четких и прозрачных правовых и институциональных систем. Руководящие принципы и выводы в отношении управления, сделанные по результатам целевых исследований, могут помочь странам ХИПК укрепить свои правовые и институциональные основы управления долгом. Например, они показывают некоторые способы, с помощью которых полномочия по привлечению займов могут быть переданы от парламента и совета министров управляющим долгом при соответствующих механизмах подотчетности, преимущества централизации деятельности по управлению долгом в рамках одного подразделения и некоторые способы, посредством которых могут быть введены надлежащие меры контроля для регулирования

⁸ К категории ХИПК отнесена сорок одна страна. Перечень стран ХИПК и общий обзор инициативы ХИПК можно найти в публикации International Monetary Fund and The World Bank, *Debt Relief for Poverty Reduction: The Role of the Enhanced HIPC Initiative* (Washington, 2001).

операционных рисков, связанных с деятельностью по управлению долгом. В них также показано, какие меры были предприняты в отдельных странах для обеспечения большего контроля за условными обязательствами, принимаемыми от имени органов государственного управления.

Что касается координации политики, то обследование показало, что менее чем в половине стран ХИПК имеется комплексная перспективная стратегия, направленная на обеспечение экономической приемлемости долга в среднесрочной перспективе. Во многих странах не проводится анализ экономической приемлемости долга на регулярной основе, и отмечается исключительно слабая координация информации между учреждениями по управлению долгом и другими органами, занятыми в сфере макроэкономического регулирования. Очевидно, что координация управления долгом и мер макроэкономической политики, а также регулярный анализ экономической приемлемости долга имеют решающее значение не только как одно из требований процесса ХИПК, но и вообще для того, чтобы эти страны не вернулись к ситуации экономически неприемлемого уровня долга. В частности, крайне важна тесная координация между органами, занимающимися бюджетом, управлением кассовыми средствами, планированием и управлением долгом. Руководящие принципы и выводы, сделанные по результатам целевых исследований, также дают некоторое понимание того, каким образом эти страны могут разрабатывать стратегии управления долгом, в которых бы уделялось внимание средне- и долгосрочным результатам реализации мер экономической политики и их воздействию на экономическую приемлемость долга. Например, они показывают, каким образом разные страны установили связи между управляющими долгом, управляющими кассовыми средствами и органами, проводящими денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику, чтобы гарантировать регулярный обмен значимой информацией и должную координацию осуществляемых ими мер политики и операционной деятельности.

Экономически неприемлемое бремя задолженности стран ХИПК в прошлом также было результатом необоснованной политики в отношении нового заимствования, проводившейся даже после предоставления льгот, включая реоформление задолженности. К настоящему времени до двух третей этих стран по-прежнему не имеют надежной основы экономической политики в отношении новых займов — прямое следствие того факта, что ими все еще не разработана комплексная стратегия управления долгом, а многие государства не имеют полной информации о совокупной сумме принятых или гарантированных ими долговых обязательств. Более того, хотя внутренний долг становится важным аспектом устойчивости налогово-бюджетной сферы в некоторых странах с низкими доходами, включая страны ХИПК, недостаточный уровень развития внутренних финансовых рынков серьезно ограничивает роль внутреннего долга в большинстве стран ХИПК. Однако, если они стремятся добиться экономической приемлемости долга в долгосрочной перспективе после завершения инициативы ХИПК, им необходимо разработать четкие, прозрачные и обеспеченные правовой защитой стратегии привлечения займов и приступить к развитию внутреннего рынка долговых обязательств для расширения диапазона возможностей заимствования, имеющихся в их распоряжении. Руководящие принципы и целевые исследования предлагают некоторые выводы относительно возможного порядка создания системы, которая не только могла бы использоваться странами ХИПК для разработки общей стратегии управления долгом — включая взвешенные меры политики в области нового заимствования — и развития своих внутренних рынков долговых обязательств, но и позволила бы управляющим долгом этих стран формулировать компромиссные варианты соотношений между ожидаемыми затратами и рисками, связанными с портфелем государственных долговых обязательств, и управлять ими. Например, в приведенном изложении подчеркиваются преимущества использования метода совместного управления активами и обязательствами (СУАО) для оценки затрат на обслуживание долга при различных стратегиях привлечения займов одновременно с учетом финансовых характеристик государственных доходов, расходов и финансовых активов. Управляющим долгом рекомендуется проводить стресс-тестирование полученных результатов, с тем чтобы лица, принимающие решения о стратегии управления долгом, понимали, каковы будут результаты реализации выбранной стратегии при самых разнообразных экономических и финансовых условиях. Кроме того, отмечается, каким образом большая прозрачность деятельности по управлению долгом и более широкий выбор инструментов заимствования могут использоваться для содействия развитию ликвидного рынка внутренних государственных ценных бумаг.

Чтобы иметь возможность создать надежные системы управления долгом в соответствии с Руководящими принципами, страны ХИПК по-прежнему будут нуждаться в технической помощи для укрепления своего потенциала в области управления долгом. Экономическая приемлемость долга в долгосрочной перспективе должна рассматриваться не только в связи с бременем задолженности, но и с позиций структур, процессов и услуг в области управленческой информации, необходимых для результативного управления бременем задолженности. Этот подход отражен в самом процессе ХИПК, где уделяется особое внимание, в частности, потребностям стран ХИПК в технической помощи при их приближении к моменту принятия соответствующих решений. В то же время сами эти страны должны дополнять предоставляемую помощь за счет обеспечения отделов по управлению долгом достаточным числом мотивированных сотрудников, которые смогут извлечь пользу из предоставляемой технической помощи. Кроме того, для успеха любой деятельности по укреплению потенциала в области управления долгом крайне важна ее полная политическая поддержка.

В целом, Руководящие принципы и выводы, сделанные по результатам целевых исследований, должны быть полезны для всех стран, стремящихся разработать систему политики и развить свой потенциал в области управления долгом, однако особое значение они имеют для стран ХИПК. Этим странам Руководящие принципы и сделанные выводы могут не только помочь в принятии требуемых решений и завершения процесса ХИПК, но и, что более важно, способствовать обеспечению экономической приемлемости долга на многие годы вперед.

^{1/} См. *External Debt Management in Heavily Indebted Poor Countries*, Board Discussion Paper, IDA/SecM2002-0148, Washington D.C., 2002.

26. Укрепление потенциала в области управления суверенным долгом может занять несколько лет, а условия и потребности разных стран существенно различаются. Их потребности определяются следующими факторами: ограничениями, налагаемыми на них рынками капитала; режимом валютного курса; качеством проводимой ими макроэкономической и налогово-бюджетной политики и политики в области регулирования; действенностью системы управления бюджетом; институциональным потенциалом для разработки и реализации реформ, а также степенью кредитоспособности страны. Поэтому меры по укреплению потенциала и техническая помощь должны разрабатываться в строгом соответствии с поставленными задачами политики и в то же время с учетом общих параметров проводимых мер политики, институциональной основы, имеющихся в распоряжении технических, кадровых и финансовых ресурсов. Руководящие принципы должны оказать помощь советникам по вопросам политики и органам, участвующим в разработке реформ в области управления долгом, поскольку они поднимают вопросы государственной политики, значимые для всех стран. Это справедливо как в том случае, когда государственный долг составляют долговые обязательства, обращающиеся на рынке, так и в случае займов, полученных из официальных источников на двусторонней и многосторонней основе, хотя конкретные меры, которые необходимо предпринять, будут различаться в зависимости от условий конкретной страны.

II. ВЫВОДЫ, ПОЛУЧЕННЫЕ ИЗ ЦЕЛЕВЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ СТРАН

27. В настоящей главе сведены основные выводы целевых исследований 18 стран, которые содержатся в части II настоящего документа, а также результаты обследования практики управления долгом, в обобщенном виде представленные в таблице 2 и ставящие

своей целью показать, как страны, находящиеся на разных этапах экономического и финансового развития, развивают свою практику управления государственным долгом в соответствии с Руководящими принципами. Цель состоит в том, чтобы осветить различные методы, посредством которых страны могут усовершенствовать свою деятельность по управлению долгом, показав все разнообразие методов, которые применялись на практике для реализации основных Руководящих принципов. Ссылки на конкретную практику, описанную в целевых исследованиях, демонстрируют порядок применения Руководящих принципов; более подробная информация о практике отдельных стран приведена в соответствующих разделах части II настоящего документа. Здесь также обсуждаются следствия применения этой практики для стран, которые стремятся улучшить свои возможности по управлению долгом. Выводы сгруппированы в соответствии с шестью разделами Руководящих принципов: цели управления долгом и координация с налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой; прозрачность и подотчетность в деятельности по управлению долгом; институциональная основа, определяющая деятельность по управлению долгом; стратегия управления долгом; система, используемая для управления рисками; и развитие и поддержание функционирования эффективного рынка государственных ценных бумаг.

Таблица 2. Обследование практики управления долгом

	Да		Нет	
<i>Институциональная основа</i>				
Полномочия по привлечению займов, устанавливаемые на год	14	78 %	4	22 %
Верхний предел долга	10	56 %	8	44 %
Совместное управление программами долга в национальной и иностранной валюте	13	76 %	4	24 %
Отдельный орган управления долгом	4	22 %	14	78 %
Отдельные операционный отдел и отдел обработки документации	15	83 %	3	17 %
Отдельное подразделение по управлению рисками (промежуточный отдел)	12	67 %	6	33 %
Формальные руководящие принципы управления рыночным и кредитным рисками	10	56 %	8	44 %
Годовые отчеты об управлении долгом	15	83 %	3	17 %
Регулярная независимая экспертная проверка деятельности по управлению долгом	10	63 %	6	38 %
Ежегодные аудиторские проверки операций по управлению долгом	16	89 %	2	11 %
Кодекс поведения и инструкции в отношении конфликтов интересов для сотрудников, занятых в сфере управления долгом	12	67 %	6	33 %
Наличие процедур восстановления нормальной деятельности	11	69 %	4	25 %
<i>Управление портфелями</i>				
Стресс-тесты подверженности рыночному риску	10	59 %	7	41 %
Проведение трейдинговых операций с целью извлечения прибыли из ожидаемой динамики процентных ставок или валютных курсов	5	29 %	12	71 %
Управление кассовыми остатками на счетах органов государственного управления, осуществляемое отдельно от управления долгом	11	65 %	6	35 %
Заемствования в иностранной валюте, осуществляемые в комплексе с управлением валютными резервами	5	31 %	11	69 %
Наличие специализированной управленческой информационной системы для управления рисками	9	56 %	7	44 %

Структура первичного рынка государственных долговых обязательств

Размещение внутренних долговых обязательств через аукционы	18	100 %	0	0 %
ЕЦ = единая цена	10	56 %	8	44 %
МЦ = множественные цены	15	83 %	3	17 %
Размещение внутренних долговых обязательств через эмиссионные синдикаты по фиксированной цене	5	28 %	13	72 %
Эталонные выпуски ценных бумаг на внутреннем рынке	16	89 %	2	11 %
Заранее объявляемый график проведения аукционов	17	94 %	1	6 %
Центральный банк участвует в операциях на первичном рынке	6	33 %	12	67 %
- только на неконкурентной основе	6	43 %	8	57 %
Система первичных дилеров	13	72 %	5	28 %
Всеобщий доступ к аукционам	10	56 %	8	44 %
Лимиты на иностранное участие	1	6 %	17	94 %
Оговорка о коллективных действиях, внутренние выпуски	0	0 %	18	100 %
Оговорка о коллективных действиях, внешние выпуски	6	33 %	12	67 %

Вторичный рынок государственных долговых обязательств

Внебиржевой рынок	15	88 %	2	12 %
Рыночный механизм биржевой торговли	14	82 %	3	18 %
Клиринговые и расчетные системы, соответствующие надежной практике	17	94 %	1	6 %
Лимиты на иностранное участие	1	6 %	17	94 %

Статистика управления портфелями — стратегические контрольные показатели

Дюрация	11	65 %	6	35 %
Срок до погашения	12	71 %	5	29 %
Соотношение долговых обязательств с фиксированной и плавающей ставками	12	71 %	5	29 %
Валютная структура	14	88 %	2	13 %
Публикуются ли контрольные показатели?	8	50 %	8	50 %
Использование производных финансовых инструментов	9	56 %	7	44 %

Примечание: процентные доли рассчитаны на основе числа полученных ответов на каждый вопрос, поскольку некоторые страны ответили не на все вопросы.

А. Цели и координация управления долгом

28. Руководящие принципы, включенные в данный раздел, касаются основных целей управления государственным долгом, сферы охвата деятельности по управлению долгом и необходимости координации этой деятельности с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой. В этих Руководящих принципах рекомендуется, чтобы при установлении целей для управляющих долгом официальные органы принимали во внимание риски, связанные с опасными стратегиями управления долгом и структурами долга, и говорится о том, что управление долгом должно распространяться на основные финансовые обязательства, находящиеся под контролем центрального правительства. Учитывая важность обеспечения надлежащей координации между управлением долгом, налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой, рекомендуется, чтобы официальные

органы были взаимно информированы о целях государственной политики в этих сферах. Приветствуется также обмен информацией о текущих и будущих потребностях органов государственного управления в ликвидных средствах, однако утверждается, что в тех случаях, когда позволяет уровень финансового развития, следует разграничивать цели и полномочия в сфере управления долгом и в сфере денежно-кредитной политики.

Применение

Цели

29. Цели, в соответствии с которыми осуществляется управление долгом во всех 18 странах, подчеркивают необходимость обеспечить удовлетворение потребностей органов государственного управления в финансировании и выполнение их обязательств по платежам при минимально возможных затратах в средне- и долгосрочной перспективе. Между тем, несмотря на то что заявления о целях большинства стран содержат прямое указание на необходимость благоразумного управления рисками, это не является всеобщей практикой. Например, цели, в соответствии с которыми осуществляется управление долгом в США, подчеркивают необходимость «удовлетворения потребностей органов государственного управления в финансировании с наименьшими затратами на протяжении длительных временных интервалов». Аналогичным образом, цели Ямайки определяются следующим образом: «привлекать достаточные объемы финансирования от имени Правительства Ямайки с минимальными затратами, используя при этом такие стратегии, которые будут гарантировать, что в среднесрочной перспективе национальный государственный долг будет стремиться к экономически приемлемым уровням и будет поддерживаться на этих уровнях». Даже несмотря на отсутствие прямого указания на необходимость благоразумного управления рисками, эти страны не просто стремятся минимизировать затраты в краткосрочной перспективе безотносительно риска.

30. Многие страны также принимают меры, способствующие развитию и поддержанию работы эффективного первичного и вторичного рынков внутренних государственных ценных бумаг в качестве важной дополнительной цели управления долгом. В краткосрочной перспективе органам государственного управления, возможно, придется смириться с более высокой стоимостью заемных средств, пока они стремятся создать внутренний рынок для своих ценных бумаг. В то же время большинство органов государственного управления готовы нести эти затраты, так как они ожидают, что со временем будут вознаграждены снижением стоимости заемных средств по мере развития внутреннего рынка и повышения его ликвидности на всех участках кривой доходности. Это, в свою очередь, должно также помочь им добиться формирования менее рискованного запаса долга, поскольку надлежащим образом функционирующий внутренний рынок позволит им увеличить долю выпускаемых ими долговых обязательств в форме более долгосрочных ценных бумаг с фиксированной ставкой, выраженных в национальной валюте, и тем самым снизить процентный и валютный риски и риск пролонгации долга,

связанные с имеющимся запасом долга⁹. Например, такие страны, как Бразилия, Марокко, Южно-Африканская Республика и Ямайка сосредоточили внимание на необходимости развития внутреннего рынка долговых обязательств как средства уменьшения зависимости от внешних источников финансирования. И даже если эта цель не включена в явной форме в перечень целей, в соответствии с которыми осуществляется управление долгом, на практике управляющие долгом играют активную роль в развитии внутреннего рынка государственных ценных бумаг. Примером в этом отношении является та активная роль, которую играют управляющие долгом многих стран в работе с участниками рынков, направленной на введение электронной торговли на внутренних рынках государственных долговых обязательств.

31. Развитие рынка государственных ценных бумаг может также помочь стимулировать развитие внутренних рынков частных ценных бумаг. Например, в Японии развитие вторичного рынка государственных ценных бумаг считается важной целью управления долгом, поскольку этот рынок, благодаря низкому уровню кредитного риска, служит основой для внутренних финансовых рынков и является тем сегментом внутреннего рынка облигаций и необеспеченных долговых обязательств, на котором ведется существенно более активная торговля, чем на других сегментах.

Сфера охвата

32. Деятельность по управлению долгом в большинстве обследованных стран распространяется на основные финансовые обязательства, находящиеся под контролем центрального правительства. В случаях, когда наблюдались различия между странами, они, как правило, касались того, в какой степени управляющие долгом участвуют в управлении: розничными долговыми обязательствами, размещенными непосредственно среди домашних хозяйств (например, необращающимися сберегательными инструментами); условными обязательствами; долговыми обязательствами, выпущенными субнациональными органами управления; а также тем, в какой мере управление долгом в иностранной валюте интегрировано с управлением внутренним долгом. Например, в Соединенном Королевстве программы оптового и розничного долга управляются различными органами, тогда как в США обе программы управляются единой группой. В Ирландии управление прямыми условными обязательствами осуществляет Министерство финансов (Казначейство), а финансирование за счет оптового долга находится в ведении органа управления долгом. В Колумбии и Швеции управляющие долгом принимают активное участие в управлении прямыми условными обязательствами. Подход Колумбии отчасти является реакцией на опыт прошлых лет, когда объем этих обязательств быстро рос вследствие слабого надзора и ненадлежащего ценообразования. В последних двух странах привлечение управляющих долгом к стоимостной оценке прямых условных обязательств

⁹ Создание надлежащим образом функционирующего внутреннего финансового рынка также позволяет улучшить проведение денежно-кредитной политики. См. A. Carare, A. Schaechter, M. Stone, and M. Zelmer, 2002, *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, IMF Working Paper WP/02/102.

позволило органам государственного управления накопить опыт, необходимый для более точного установления цен на такие инструменты.

33. Большинство управляющих национальным долгом не участвуют в управлении долговыми обязательствами, выпущенными органами государственного управления других уровней, поскольку национальные правительства обычно не несут ответственности по долгам, принятым на себя этими органами государственного управления. США является хорошим примером в этом отношении. Между тем в Колумбии и Индии управляющие долгом активно участвуют в управлении долгом как на национальном, так и на субнациональном уровнях государственного управления. В случае Колумбии трудности, с которыми сталкиваются некоторые другие страны Латинской Америки вследствие чрезмерного заимствования со стороны субнациональных органов управления, подтолкнули управляющих долгом на федеральном уровне к установлению лимитов на заимствование для субнациональных органов, чтобы избежать ситуации, когда финансовое положение этих органов подрывает состояние федеральных финансов. В Индии центральный банк участвует в управлении долговыми обязательствами штатов на основе добровольного соглашения, которое дает штатам возможность использовать знания и ресурсы в области управления долгом, имеющиеся у центрального банка.

34. Даже если управляющие национальным долгом не принимают непосредственного участия в управлении долговыми обязательствами, выпущенными органами государственного управления других уровней, недавние финансовые кризисы показали, что эти долговые обязательства могут сказываться на повышении финансовой нестабильности. Поэтому национальные правительства некоторых стран, например, Италии, требуют, чтобы органы государственного управления других уровней предоставляли им информацию о своей деятельности по привлечению займов. Кроме того, могут возникать ситуации, когда национальному правительству может потребоваться принять участие в управлении этим долгом, даже если это напрямую не затрагивает управляющих национальным долгом. Например, когда центральное правительство Бразилии рефинансировало долговые обязательства, выпущенные бразильскими штатами в 1997 году и муниципальными органами управления в 1999 году, в качестве условия таких программ рефинансирования бразильское Казначейство заключило договоры с этими субнациональными заемщиками. Эти договоры устанавливают строгие правила осуществления расходов и привлечения новых займов на субнациональном уровне. Соблюдение этих правил и состояние бюджета этих органов государственного управления регулярно контролируются Казначейством.

Координация с денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой

35. Промышленно развитые страны дальше всех продвинулись в направлении разграничения целей и ответственности между сферой управления долгом и сферой денежно-кредитной политики и введения надлежащих механизмов обмена информацией о государственных кассовых потоках между управляющими долгом и центральным банком. Это наиболее очевидно в случае с теми из обследованных стран, которые являются членами Европейского валютного союза (ЕВС), поскольку денежно-кредитную политику в этих странах проводит Европейская система центральных банков (ЕСЦБ), а управление долгом

осуществляют национальные официальные органы, что сводит к минимуму риск возможных конфликтов интересов между управлением долгом и денежно-кредитной политикой. Разграничение управления долгом и денежно-кредитной политики в ЕВС подкрепляется положениями Маастрихтского договора, который запрещает органам государственного управления осуществлять заимствования у своих национальных центральных банков, и лимитами на величину долга, которые способствуют его поддержанию на экономически приемлемом уровне. Кроме того, существуют надлежащие механизмы обмена информацией для обеспечения национальных центральных банков данными о государственных потоках ликвидности соответствующих стран, которые необходимы им для того, чтобы они могли совместно с Европейским центральным банком регулировать объем ликвидных средств, обращающихся в евросистеме. Например, в Италии управляющие долгом из итальянского Казначейства постоянно отслеживают государственные кассовые потоки и составляют прогнозы ожидаемых потоков, принимая во внимание обычную годовую циклическую динамику и нестандартные особенности потоков доходов и расходов. Помимо этого управляющие долгом и Банк Италии регулярно обмениваются информацией о поступлениях и списаниях средств с ведущегося в Банке кассового счета Казначейства, через который проходит основная часть государственных кассовых потоков. Право осуществлять операции через этот счет имеет только Казначейство, с тем чтобы гарантировать надлежащий финансовый контроль за государственными финансами.

36. Включенные в обследование промышленно развитые страны также принимали меры, призванные обеспечивать координацию деятельности управляющих долгом и центральных банков на финансовых рынках, с тем чтобы преследуемые ими цели не противоречили друг другу. В Соединенном Королевстве, например, Отдел по управлению долгом стремится не проводить аукционы, когда Банк Англии осуществляет операции на денежном рынке, и не проводит торгов по обратным РЕПО со сроком погашения в пределах 14 дней. Он также не проводит специальные торги в дни, когда Комитет по денежно-кредитной политике Банка объявляет установленные им процентные ставки. Вместе с тем эти ограничения не распространяются на двусторонние операции, проводимые ОУД, вследствие их довольно слабой значимости для состояния рынка по сравнению с аукционами. Пример того, что может произойти в случае недостаточной координации на операционном уровне, был приведен представителем одной из стран на Конференции по взаимодействию. Он признал, что отсутствие в прошлом координации деятельности на финансовых рынках между центральным банком и управляющими долгом привело к странной ситуации, когда Министерство финансов погашало долг в иностранной валюте, в то время как центральный банк испытывал потребность в валютных резервах.

37. Промышленно развитые страны также нашли методы урегулирования потенциальных конфликтов, которые могут возникать между центральными банками и управляющими долгом, если центральные банки стремятся использовать государственные ценные бумаги в своих операциях на открытом рынке. Данный вопрос встает особенно остро, когда потребности органов государственного управления в заемных средствах являются умеренными или вообще отсутствуют, а центральному банку необходимы крупные объемы активов с низким риском для использования при проведении денежно-

кредитной политики. В ЕВС, например, ЕСЦБ подготовила широкий перечень государственных и частных ценных бумаг, которые она готова использовать в своих операциях на открытом рынке, чтобы избежать необходимости полагаться исключительно на государственные ценные бумаги. Аналогичные действия были предприняты и центральными банками остальных промышленно развитых стран, включенных в обследование¹⁰.

38. Проблемы координации стоят более остро в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, которые не имеют хорошо развитых финансовых рынков. В условиях недостаточной независимости центрального банка и отсутствия хорошо развитых внутренних рынков им сложнее положить конец практике кредитования органов государственного управления центральным банком. Это также затрудняет разграничение целей управления долгом и денежно-кредитной политики, поскольку оба вида деятельности часто требуют использования одних и тех же рыночных инструментов и вынужденно осуществляются на короткой стороне кривой доходности.

39. Многие страны, такие как Польша, также испытывали трудности в связи с прогнозированием государственных доходов и расходов¹¹ и созданием надлежащих механизмов координации деятельности и обмена информацией между министерством финансов и центральным банком¹². При этом в некоторых странах были приняты важные меры, направленные на обеспечение надлежащей координации деятельности по управлению долгом и проведению денежно-кредитной политики. Например, в Бразилии и Колумбии управляющие долгом и руководство центральных банков регулярно проводят совещания для обмена информацией и составления прогнозов текущих и будущих потребностей органов государственного управления в ликвидных средствах¹³. В Мексике управление долгом, налогово-бюджетная политика и денежно-кредитная политика формулируются на основе общего набора экономических и налогово-бюджетных

¹⁰ Вопросы, связанные с ценными бумагами, которые используются центральными банками промышленно развитых стран в операциях на открытом рынке и хранятся на их балансах, обсуждаются в работе M. Zelmer, 2001, *Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities*, IMF Policy Discussion Paper PDP/01/7.

¹¹ Как отметил представитель одной из стран на Конференции по взаимодействию, в прошлом, не приняв во внимание факт неопределенности бюджетных прогнозов, в стране были выпущены краткосрочные долговые инструменты в слишком большом объеме. Впоследствии этот долг пришлось пролонгировать, преобразовав его в более долгосрочный долг в самый разгар финансового кризиса при высоких процентных ставках.

¹² Информацию об опыте Польши можно найти в работе P. Ugolini, 1996, *National Bank of Poland: The Road to Indirect Instruments*, IMF Occasional Paper 144.

¹³ В Бразилии центральный банк также имеет возможность заблаговременно высказать свои замечания и предложения по ежегодной программе финансирования, а правительству законом запрещено получать займы непосредственно у центрального банка.

допущений. Более того, центральный банк Мексики выступает в качестве финансового агента правительства во многих операциях. Это помогает укрепить в Мексике долгосрочные рабочие отношения между органами налогово-бюджетного регулирования, управления долгом и денежно-кредитной политики, а также стимулировать надлежащий обмен информацией. В Словении центральному банку предоставляется возможность заблаговременно высказать свои замечания и предложения по годовой программе финансирования, изложенной в документации по бюджету, а органам государственного управления законом запрещено получать займы непосредственно у центрального банка. Кроме того, в соответствии с официальным соглашением Министерство финансов Словении предоставляет центральному банку регулярно обновляемые прогнозы ожидаемых ежедневных кассовых потоков по всем государственным доходам и расходам на период в один и в три месяца. Должностные лица обоих учреждений также регулярно встречаются для обмена информацией о технических аспектах реализации проводимой ими политики в соответствующих областях.

40. В других странах с формирующимся рынком, например, на Ямайке, передача деятельности по управлению долгом от центрального банка Министерству финансов и планирования привела к улучшению координации налогово-бюджетной политики и деятельности по управлению долгом, а также, как и во многих других странах, позволила более четко определить набор целей управления долгом и формулировать их независимо от вопросов денежно-кредитной политики. На уровне политики проводятся регулярные совещания высших должностных лиц органов, занимающихся вопросами планирования — Министерства финансов и планирования, Банка Ямайки, Института планирования Ямайки и Института статистики Ямайки, — с целью обеспечения согласованности финансово-экономической программы правительства. На техническом уровне проводятся регулярные еженедельные заседания, где происходит обмен информацией о потребностях органов государственного управления в ликвидных средствах и программах привлечения займов, а также о текущем положении в денежно-кредитной сфере и динамике ситуации на финансовых рынках. В Индии требуемая координация между управлением долгом, налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой достигается посредством различных регулярных заседаний, проводимых в центральном банке, а также регулярных обсуждений сотрудниками центрального банка и Министерства финансов состояния государственного бюджета и его влияния на потребности в заемных средствах. Кроме того, должностные лица, занятые в сфере управления долгом, принимают участие в ежемесячных стратегических совещаниях по денежно-кредитной политике, а ежегодно перед принятием бюджета проводится анализ, призванный обеспечить согласованность денежно-кредитной и налогово-бюджетной программ (на уровнях как центрального правительства, так и правительств штатов). Однако официальные органы Индии считают, что формальное разграничение управления долгом и денежно-кредитной политики в будущем будет зависеть от: 1) развития внутренних финансовых рынков; 2) достижения должного уровня контроля за дефицитом бюджета; 3) изменений законодательства. В Марокко Департамент казначейства и внешнего финансирования, ответственный за управление долгом, активно участвует в определении основных ориентиров закона о бюджете, в частности, уровня дефицита бюджета и ресурсов для его покрытия.

Вопросы практической реализации

41. Установление надлежащих четко сформулированных целей управления долгом является важным шагом, который может сделать любая страна вне зависимости от уровня ее экономического и финансового развития. Действительно, в последние годы многие страны установили для себя цели, которые содержат прямое указание на необходимость управления рисками и достижения низкого уровня затрат на финансирование органов государственного управления или, по меньшей мере, содержат четкую установку на то, что задача снижения затрат рассчитана на средне- и долгосрочную перспективу, чтобы не подталкивать управляющих долгом добиваться сокращения затрат на обслуживание долга в краткосрочной перспективе за счет формирования более опасной структуры долга, подвергающей их более высокому риску суверенного дефолта. Подчеркивание компромисса между затратами и риском в поставленных целях может быть полезным способом создать основу для последующих обсуждений стратегии управления долгом и исполнения решений о привлечении займов.

42. Конкретные условия страны, такие как состояние внутренних финансовых рынков и степень независимости центрального банка, играют важную роль в определении круга мероприятий, реализуемых в рамках управления долгом, а также того, в какой степени можно разграничить цели и инструменты управления долгом и денежно-кредитной политики. Координация функций управления бюджетным процессом и управления долгом имеет решающее значение, особенно в случае стран с переходной экономикой и формирующимся рынком, где отсутствие возможностей точно прогнозировать потоки государственных доходов и расходов означает, что для согласования потребностей органов государственного управления в ликвидных средствах с ежедневными кассовыми потоками должны проводиться частые надлежащим образом структурированные меры. Однако, как показано выше, существует множество мер, которые страны могут принимать для создания с течением времени надлежащих механизмов координации вне зависимости от уровня их экономического и финансового развития.

43. Развивающимся странам и странам с формирующимся рынком особенно важно наладить хорошую координацию между советниками по вопросам бюджетно-налоговой политики и органами, выполняющими функции управления долгом. Роль управляющих долгом здесь состоит в том, чтобы не только выразить свою точку зрения на затраты и риски, сопряженные с потребностями органов государственного управления в финансировании, но и точку зрения финансового рынка на экономическую обоснованность уровней государственного долга.

В. Прозрачность и подотчетность

44. Руководящие принципы, включенные в данный раздел, предлагают раскрывать информацию о распределении обязанностей между органами, отвечающими за выполнение разных функций по управлению долгом, о целях управления долгом и показателях, используемых для измерения затрат и риска. В руководящих принципах странам также рекомендуется раскрывать информацию о существенно важных аспектах операций по

управлению долгом, о финансовом положении органов государственного управления и их финансовых активах и обязательствах, и подчеркивается необходимость обеспечивать проведение аудиторских проверок деятельности по управлению долгом, с тем чтобы содействовать установлению надлежащей подотчетности.

Применение

Четкость функций, обязанностей и целей финансовых органов, ответственных за управление долгом

45. Во многих промышленно развитых странах цели управления долгом, а также функции и обязанности соответствующих учреждений в явной форме определены в законах, регулирующих деятельность по управлению долгом. Кроме того, эта информация часто публикуется в годовых отчетах, готовящихся органами управления долгом, и на официальных сайтах в Интернете. Как видно из таблицы 2, пятнадцать стран сообщили, что они готовят годовые отчеты об управлении долгом. В странах с формирующимся рынком и в развивающихся странах используются менее формальные способы раскрытия такой информации. В Марокко, например, министр экономики и финансов объявляет цели управления долгом на ежегодной пресс-конференции, а в Словении задачи и инструменты управления долгом объявляются в годовой Программе финансирования и в других документах по вопросам политики, которые размещаются на сайтах органов государственного управления в Интернете.

46. Не все включенные в обследование страны устанавливают конкретные целевые показатели риска (такие как целевые показатели дюраций и валютной структуры) — данные таблицы 2 показывают, что примерно треть государств, включая Японию и США, этого не делают, — однако большинство стран, устанавливающих такие показатели, публикуют их. Например, контрольные целевые показатели Бразилии публично раскрываются в годовой государственной программе привлечения займов, в которой также приводится всесторонний обзор деятельности по управлению долгом и финансового положения органов государственного управления. Дания публикует целевые показатели в специальном сообщении для фондовой биржи в составе своего годового отчета, а целевые показатели Швеции публикуются в ежегодных руководящих принципах управления долгом, которые Правительство (Кабинет) задает Управлению национального долга Швеции (УНДШ) перед началом бюджетного года. В Италии практика публичного раскрытия информации в области стратегического анализа затрат/риска находится на ранней стадии развития; тем не менее текущие версии размещены на веб-сайте Казначейства Италии.

Доступ общественности к информации о мерах политики по управлению долгом

47. Все страны раскрывают информацию о существенно важных аспектах проводимых ими операций по управлению долгом и о финансовом положении органов государственного управления и их финансовых активах и обязательствах. Казначейство Италии, например, имеет обширный веб-сайт, который содержит информацию о годовом календарном графике

аукционов; программу квартальных эмиссий; объявления о проведении тендеров; результаты аукционов и информацию о государственных ценных бумагах и первичных дилерах на итальянских рынках государственных ценных бумаг.

48. В странах с формирующимся рынком наблюдается следующая ситуация. На Ямайке правительственная стратегия управления долгом представляется в Парламент в начале бюджетного года в форме министерского доклада, который широко распространяется среди общественности и размещается на веб-сайте Министерства. Этот веб-сайт также содержит всестороннюю информацию о долге Ямайки. Кроме того, широко освещаются правила участия в аукционах по первичному размещению долговых обязательств, а уведомления о будущих выпусках внутренних долговых обязательств и результаты аукционов публикуются в печатных и электронных средствах информации и на веб-сайте Министерства. В Индии календарный график аукционов был введен в апреле 2002 года, что повысило прозрачность программы привлечения займов. Кроме того, Резервный банк Индии регулярно распространяет статистическую информацию о первичных и вторичных рынках государственных ценных бумаг, а в октябре 2002 года начал распространять данные о сделках с государственными ценными бумагами в режиме реального времени через свой веб-сайт. В Марокко на упомянутой выше ежегодной пресс-конференции министра экономики и финансов также представляются основные результаты и статистические данные по государственному долгу за предыдущий год и обзор мер и действий, которые предстоит реализовать в текущем году. Официальные органы Марокко также ежемесячно публикуют объявления о результатах аукционов, проведенных в прошлом месяце, и сведения о предстоящих аукционах, а также регулярно проводят встречи с участниками рынка, с тем чтобы улучшить их представление о деятельности по управлению долгом.

Подотчетность и гарантии добросовестной работы органов, ответственных за управление долгом

49. Практически во всех странах деятельность по управлению долгом подвергается ежегодным аудиторским проверкам со стороны отдельного органа, отвечающего за аудит государственных учреждений, который представляет свое заключение парламенту. Данные таблицы 2 показывают, что в шестнадцати странах ежегодно проводятся аудиторские проверки операций по управлению долгом, а в десяти странах регулярно проводится независимая экспертная проверка этой деятельности. Например, в Ирландии годовые счета проверяются государственным ревизором (Генеральным контролером-ревизором), несмотря на то что ирландский орган управления долгом пользуется услугами крупной международной бухгалтерской компании для проведения внутреннего аудита всех данных, систем и механизмов контроля. В Дании государственный ревизор (Генеральный ревизор) проводит аудиторские проверки деятельности по управлению долгом при содействии департамента внутреннего аудита центрального банка. С другой стороны, в центральном банке Индии не готовятся отдельные финансовые счета, касающиеся операций по управлению долгом, и потому они не могут быть подвергнуты формальному аудиту. В то время как бухгалтерский учет государственного долга ведется Генеральным контролером счетов, правительственным органом, эти счета подлежат аудиторской проверке Генеральным контролером-ревизором счетов, конституционным органом.

Соответствующие департаменты центрального банка также подлежат внутреннему управленческому аудиту и параллельному аудиту.

Вопросы практической реализации

50. Все обследованные страны предоставляют участникам рынка и общественности широкий перечень информации о своих целях управления долгом, процедурах выпуска долговых обязательств и финансовых потребностях. При этом представляется, что степень раскрытия информации не очень сильно зависит от уровня экономического и финансового развития страны. Этому процессу безмерно способствовало появление Интернета, который служит экономичным средством представления такой информации общемировой аудиторией. Вместе с тем, как отмечалось во вставке 1, посвященной странам ХИПК, для многих развивающихся стран важным шагом в направлении повышения прозрачности деятельности по управлению долгом является получение полных и надежных данных о своих долговых обязательствах. Такой шаг является необходимым предварительным условием для того, чтобы вести деятельность в соответствии с требованиями Руководящих принципов относительно раскрытия информации.

С. Институциональная основа

51. В руководящих принципах, включенных в данный раздел, рассматривается значение надежной практики управления государственным долгом и надлежащего управления операционным риском. Рекомендуются, чтобы полномочия по осуществлению заимствований и проведению других операций, связанных с управлением долгом, а также организационная основа были четкими и определенными. В целях снижения операционного риска подчеркивается необходимость четкой формулировки обязанностей сотрудников, системы четких правил текущего наблюдения и контроля и механизмов отчетности. Также подчеркивается значение разграничения обязанностей по проведению рыночных операций (операционный отдел) и вводу данных по операциям в системы учета (отдел обработки документации). Приветствуется также создание точной и комплексной системы управленческой информации, разработка кодекса поведения, инструкций в отношении конфликтов интересов и надежных процедур восстановления деятельности.

Применение

Надлежащее управление

52. Во всех обследованных странах юридические полномочия по осуществлению заимствований от имени центрального правительства возложены на парламент или высший выборный законодательный орган. Вместе с тем практика стран различается в отношении делегирования парламентом полномочий по осуществлению заимствований ведомствам по управлению долгом. В большинстве стран принято законодательство, наделяющее министерство (или министра) финансов (либо равнозначный орган или должностное лицо) правом осуществлять заимствования от имени правительства. В некоторых других странах эти полномочия переданы совету министров (кабинету), а в одном случае (в Индии) —

непосредственно центральному банку. Представляется, что решение о передаче полномочий совету министров, министру или министерству финансов является в большей степени формальностью, которая отражает сложившиеся в стране традиции в отношении принятия решений в рамках Правительства, чем практическим вопросом.

53. Полномочия по осуществлению заимствований обычно ограничены либо лимитом на заимствование, выраженным в чистых или валовых показателях, либо положением, определяющим цель заимствования. В большинстве обследованных стран используются лимиты на заимствование (таблица 2), определенные в форме верхнего предела долга или годового лимита на заимствование. Наиболее распространен такой порядок, когда парламент устанавливает годовой лимит в связи с утверждением государственного бюджета, который затем действует как средство контроля парламента за бюджетом. Что касается положения о «цели», то в этом случае полномочия ограничиваются определенными целями заимствования, главными из которых являются финансирование дефицита бюджета и рефинансирование существующих обязательств. На практике парламент обладает значительным контролем над долгом, даже если заимствование ограничивается определенными целями. Основная цель всегда состоит в покрытии любого дефицита бюджета, на котором сказываются решения парламента при утверждении предусматриваемых бюджетом расходов и налоговых мер. Если динамика дефицита существенно отклоняется от заложенной в прогнозах бюджета, то парламент имеет возможность вмешаться либо в течение данного бюджетного года, либо за счет внесения изменений в бюджет на последующие бюджетные годы.

54. Еще одним примером установления в законе верхнего предела долга является показатель, используемый Польшей, будущим членом ЕВС. Польша включила в Конституцию положение о том, что совокупный государственный долг, увеличенный на сумму ожидаемых фактических выплат по гарантиям, не может превышать 60 процентов ВВП, то есть лимит долга, определенный Маастрихтским договором. Дания и США являются примерами других стран, в которых также действуют установленные законом лимиты на объем непогашенного долга.

55. Наиболее широкие полномочия предусмотрены в Соединенном Королевстве, где Закон о государственных займах 1968 года разрешает Казначейству привлекать любой объем средств, который оно считает целесообразным для содействия устойчивости в денежно-кредитной сфере, и таким способом и на таких условиях, какие Казначейство считает адекватными. Вместе с тем Парламент Соединенного Королевства имеет возможность косвенного влияния на размер дефицита, а следовательно, на уровень долга, так как он утверждает ставки налогов и планы расходов Правительства. Кроме того, в рамках текущей налогово-бюджетной политики Правительство имеет официально установленную цель — ограничить чистый долг максимальным уровнем в 40 процентов ВВП.

56. Передача полномочий по управлению долгом от совета министров или министерства финансов подразделению, ответственному за управление долгом, обычно

закрепляется в форме правительственного указа или доверенности. В то же время большинство обследованных стран предусматривают, чтобы у правительства или министерства сохранялись полномочия по принятию решений о стратегии управления долгом, обычно после рассмотрения предложения управляющих долгом. В большинстве стран, особенно в тех, в которых действует отдельный орган управления долгом, для этой цели были приняты формальные руководящие принципы. На Конференции по взаимодействию было отмечено, что важно обеспечивать полную информированность директивных органов о последствиях выбранной ими стратегии управления долгом. В одной из стран из-за отступления от этой практики управляющие долгом подверглись критике, когда стратегия управления долгом не принесла ожидаемых результатов. Кроме того, некоторые другие страны признали, что в прошлом отсутствие четких целей и слабые механизмы управления приводили к политическому давлению в сторону сокращения затрат на обслуживание долга в краткосрочной перспективе, что вело к повышению подверженности портфеля долговых обязательств риску более высоких затрат на обслуживание долга в будущем. В одной стране это также привело к затруднительной ситуации, когда политическое вмешательство в определение графика эмиссии долговых обязательств вынудило управляющих долгом привлечь значительную долю средств, необходимых для покрытия годовой потребности в заемных средствах, ближе к концу бюджетного года, после того как стало очевидно, что динамика процентных ставок не будет соответствовать ожидаемой.

57. Конкретное содержание подобных руководящих принципов различается от страны к стране. В Швеции, например, руководящие принципы устанавливаются ежегодно Советом министров и определяют показатели объема долга в иностранной валюте, долга, привязанного к инфляции, и номинального долга в национальной валюте. В них также указывается предпочитаемая правительством средняя дюрация совокупного номинального долга, структура сроков погашения совокупного долга и правила оценки процесса управления долгом. С другой стороны, в Португалии, где также действует отдельный орган управления долгом, руководящие принципы определяются тремя решениями. Во-первых, министр финансов устанавливает долгосрочные контрольные показатели структуры портфеля долговых обязательств. Они отражают выбранные целевые показатели дюрации, валютного риска и риска рефинансирования долга и используются для оценки расходов по портфелю долговых обязательств и его финансовых результатов. Во-вторых, Правительство (Совет министров) ежегодно устанавливает виды подлежащих использованию долговых инструментов и соответствующие лимиты валового заимствования для этих инструментов. И наконец, министр финансов ежегодно утверждает руководящие принципы по конкретным аспектам деятельности, в частности, по выкупам; РЕПО; стратегии выпуска долговых обязательств с точки зрения видов инструментов, сроков погашения, сроков и порядка размещения; мерам размещения долговых обязательств на рынке; отношениям с первичными дилерами и другими финансовыми посредниками.

58. Целевые исследования выявили четкую тенденцию в направлении централизации функций по управлению государственным долгом. В большинстве стран эти функции возложены на министерство финансов. Например, как упоминалось выше, в 1998 году Ямайка централизовала основные функции по управлению долгом в Подразделении по

управлению долгом Министерства финансов и планирования. Раньше они были разделены между этим Министерством и центральным банком. В том же году Польша также сосредоточила деятельность по управлению внутренним и внешним долгом в рамках Департамента государственного долга Министерства финансов. Бразилия планирует централизовать все аспекты управления долгом в рамках Казначейства в сентябре 2003 года; в настоящее время центральный банк выполняет функции операционного отдела, связанные с осуществлением заимствований на международных рынках капитала, тогда как управление внутренним долгом осуществляет Казначейство. В четырех странах (Ирландии, Португалии, Соединенном Королевстве и Швеции) органы управления долгом располагаются вне министерства финансов, то есть с организационной точки зрения они непосредственно не являются частью этого министерства (таблица 2). Эти органы также обладают некоторой независимостью в отношении кадровой политики и физически занимают помещения, находящиеся за пределами министерства. Вместе с тем они подотчетны совету министров или министерству финансов, которые также проводят оценку их деятельности. Например, Португалия провела объединение функций по управлению долгом и осуществила их передачу обособленному органу по управлению долгом в 1997 году. Раньше эта деятельность была разделена между Казначейским департаментом (внешний долг и казначейские векселя) и Департаментом государственного кредита (внутренний долг, кроме казначейских векселей). В двух странах (Дании и Индии) подразделение по управлению долгом располагается в центральном банке. В случае Дании это является следствием объединения деятельности, которая ранее была разделена между Министерством финансов и центральным банком. В Индии центральный банк управляет внутренним долгом, а Министерство финансов отвечает за внешний долг.

59. Во всех странах (кроме Словении), где подразделение по управлению долгом входит в состав министерства финансов, центральный банк занимается проведением аукционов на внутреннем рынке долговых обязательств. Противоположная ситуация наблюдается в странах, где действует самостоятельный орган управления долгом и где все контракты с рынком, включая проведение аукционов, осуществляет этот орган. В Швеции даже полномочия по приобретению на рынке иностранных валют, необходимых для обслуживания внешнего долга, с июля 2002 года были переданы от центрального банка органу управления долгом.

60. Причины использования тех или иных организационных структур различаются от страны к стране. Например, хотя в Соединенном Королевстве и Дании функции по управлению долгом в иностранной валюте и валютными резервами переданы центральному банку, эти страны избрали разные подходы к управлению внутренним долгом. В Соединенном Королевстве, где в 1998 году функции по управлению внутренним долгом были переданы от центрального банка органу управления долгом, считается, что важно иметь отдельные цели в сфере денежно-кредитной политики и в сфере управления внутренним долгом, чтобы избежать любых подозрений в том, что при управлении долгом может извлекаться выгода из использования внутренней информации о будущей динамике процентных ставок. В Дании, где функции по управлению долгом были в 1991 году переданы от Министерства финансов центральному банку, установлены строгие правила в

отношении финансирования, касающиеся связи управления долгом и денежно-кредитной политики, и сделан вывод о том, что передача этих функций центральному банку помогла централизовать и сохранять экспертную информацию по большинству аспектов деятельности финансовых рынков в рамках одного официального органа. Более того, поскольку датские процентные ставки в значительной степени определяются динамикой процентных ставок в зоне евро, привлечение центрального банка Дании к управлению внутренним долгом вряд ли вызовет подозрение в том, что при управлении внутренним долгом извлекается выгода из использования внутренней информации о будущей динамике процентных ставок.

61. В Ирландии и Португалии, где были созданы отдельные органы управления долгом (в 1990 и 1996 годах, соответственно), подчеркивалась необходимость привлечения и удержания сотрудников, обладающих надлежащей квалификацией, и централизации всех функций по управлению долгом в рамках одного подразделения. Швецией, где отдельный орган управления долгом был создан в 1789 году, были отмечены исторические причины применения такой системы, а также тот факт, что она обеспечивает четкое распределение обязанностей между участвующими сторонами. Однако эта система также отражает давно сложившуюся в Швеции традицию работы с небольшими министерствами, ответственными за политические решения, и передачи операционных функций органам, которые имеют отдельный руководящий состав и ведут свою текущую деятельность на базе принципа независимости.

62. В Польше деятельность по управлению долгом была возложена на Департамент государственного долга Министерства финансов на том основании, что на самом раннем этапе развития внутреннего финансового рынка, когда процесс перехода к свободной рыночной экономике только начался, в распоряжении этого департамента было больше инструментов для содействия развитию рынка, сотрудничества с другими органами регулирования и создания действенной правовой среды и инфраструктуры. В Новой Зеландии, где также был сделан выбор в пользу создания подразделения в рамках Министерства финансов (Отдел по управлению долгом Новой Зеландии, ОУДНЗ) вместо отдельного органа управления долгом, в качестве основания такого выбора указывалось, что в противном случае были бы утрачены важные взаимосвязи. Помимо подготовки прогнозов обслуживания долга для бюджета и других публикаций налогово-бюджетной информации, ОУДНЗ предоставляет другим подразделениям Казначейства разнообразные консультации по рынкам капитала.

63. Роль парламента или конгресса в управлении долгом — кроме того, что он делегирует свои полномочия по осуществлению заимствований — различается от страны к стране. В Швеции, например, Парламент закрепил цель управления долгом центрального правительства в законе, и Совет министров обязан представлять Парламенту годовой отчет, содержащий оценку результатов управления долгом. В Мексике Конгресс утверждает годовой лимит на чистые внешние и внутренние займы, а также стратегию управления долгом; последняя тщательно анализируется, поскольку проблемы управления долгом были одним из факторов, способствовавших возникновению финансовых кризисов в Мексике в прошлом. В конце года Конгресс Мексики также (через свою ревизионную организацию)

проверяет счета и рассматривает другие специальные вопросы, которые представляют интерес для его членов. В Ирландии и Соединенном Королевстве глава органа управления долгом напрямую отчитывается перед Парламентом, представляя счета своего органа.

Управление внутренними операциями

64. В пятнадцати странах в области управления долгом действуют обособленные операционные отделы и отделы обработки документации (таблица 2). В двенадцати странах, включая все страны, осуществляющие активные трейдинговые операции с целью извлечения прибыли из ожидаемой динамики процентных ставок или валютных курсов, также действуют обособленные промежуточные отделы (таблица 2). С точки зрения операционного риска полезно иметь обособленный промежуточный отдел в составе подразделения по управлению долгом, где многие операции проводятся на регулярной основе. Его основные функции заключаются в следующем: обеспечивать, чтобы операционный отдел проводил все операции с соблюдением заранее установленных лимитов рисков; оценивать (в соответствующих случаях) результаты трейдинговых операций, проводимых операционным отделом, в сравнении со стратегическим контрольным портфелем; устанавливать надлежащие операционные процедуры и обеспечивать их соблюдение; а также, в некоторых странах, играть ведущую роль в разработке стратегии управления долгом.

65. В большинстве обследованных стран принят кодекс поведения и инструкции в отношении конфликтов интересов для сотрудников, занятых в сфере управления долгом, и имеются процедуры восстановления деловых операций (таблица 2). В Бразилии также создан Комитет по этике и профессиональному поведению.

66. В некоторых странах, таких как Ирландия, Новая Зеландия, Португалия, Соединенное Королевство и Швеция, действуют советы, которые оказывают внешнюю помощь в специальных областях знаний. В Ирландии такой совет предоставляет помощь и консультации Агентству по управлению долгом Национального казначейства (АУДНК) (ирландскому органу управления долгом) по вопросам, с которыми АУДНК обращается к нему. В Новой Зеландии совет выполняет функцию обеспечения качества управления долгом. Он осуществляет надзор за деятельностью ОУДНЗ, его системой управления рисками и планом работы и напрямую подотчетен Секретарю Казначейства. В Португалии он выполняет консультационные функции по стратегическим вопросам. В Швеции действует совет по принятию решений, возглавляемый Генеральным директором УНДШ. Из внешних членов этого совета четыре являются членами Парламента, а остальные три имеют профессиональный опыт в качестве экономистов. В Соединенном Королевстве совет консультирует высшее руководство ОУД по стратегическим, операционным и управленческим вопросам, но только в качестве советника, так как он не наделен формальными полномочиями по принятию решений.

67. Многие управляющие долгом отметили, что они сталкиваются со значительными трудностями в привлечении и удержании сотрудников в связи с острой конкуренцией за такие кадры со стороны частного сектора. Как описывалось выше, в некоторых случаях это

было одной из причин, побудивших осуществить передачу функции управления долгом от министерства финансов либо центральному банку, либо отдельному органу управления долгом. С тем чтобы уменьшить эту проблему, многие страны стремятся ставить перед своими сотрудниками трудные и интересные задачи, проводить качественную профессиональную подготовку и обеспечивать возможности продолжения образования. В Бразилии, например, сотрудникам предлагается прослушать аспирантский курс в области управления долгом. В Словении и Италии также поддерживается обучение в аспирантуре, для чего сотрудникам выделяется специальное отпускное время и оплачивается обучение.

68. Во всех случаях, когда обсуждались управленческие информационные системы (Дания, Ирландия, Колумбия, Марокко, Новая Зеландия и Португалия), страны экспериментировали с различными подходами. Некоторые разработали собственные системы, тогда как другие приобрели готовые системы и внесли в них изменения в соответствии со своими конкретными потребностями. Например, в Новой Зеландии разработанная собственными силами система использовалась до середины 1990-х годов, когда была приобретена готовая система, предлагавшаяся на рынке. Однако она требовала значительной модификации, и работа над системой продолжалась в течение нескольких лет, чтобы добиться ее соответствия меняющимся потребностям ОУДНЗ.

69. Португалия дает пример стратегии сокращения операционного риска. Когда был создан португальский орган управления долгом, по результатам анализа операционного риска было принято решение о введении организационной структуры, основанной на принятом в финансовой отрасли стандарте, который предусматривает наличие операционного и промежуточного отделов и отдела обработки документации с четко разграниченными функциями и обязанностями. После этого создание такой структуры стало главной задачей, которая реализуется по трем основным направлениям, а именно: значительные инвестиции в информационные технологии (включая приобретение системы управленческой информации), затем разработка руководства по внутренним операционным процедурам, и наконец, привлечение и удержание квалифицированных специалистов. В будущем помимо этих мер будет введена функция внутреннего аудита в дополнение к внешнему аудиту, который уже осуществляет Ревизионный суд.

Вопросы практической реализации

70. Приведенные целевые исследования показывают, что только четыре страны (Ирландия, Португалия, Соединенное Королевство и Швеция), все из которых находятся на высоком уровне развития и имеют надлежащим образом функционирующие внутренние рынки капитала, создали отдельные органы управления долгом для управления долгом центрального правительства. При этом в других странах ведутся дискуссии о преимуществах такого органа. Часто упоминаемым аргументом в пользу отдельного органа является то, что он позволяет проводить более целенаправленную политику управления долгом, отчасти ввиду существования высшего руководства, основной обязанностью которого является управление долгом, а не проведение налогово-бюджетной или денежно-кредитной политики, и которое, таким образом, имеет время, чтобы сосредоточить внимание на вопросах управления долгом. Если управление долгом находится в ведении

министерства финансов или центрального банка, существует риск того, что политика управления долгом отойдет на второй план. Обособление этой деятельности содействует росту профессионализма и привлекает внимание высшего руководства к сотрудникам, занятым в сфере управления долгом, что в сочетании с конкурентной заработной платой облегчает задачу найма и удержания квалифицированного персонала. Вместе с тем, как было отмечено некоторыми странами на Конференции по взаимодействию, если следовать по этому пути, то создание отдельного органа управления долгом должно сопровождаться введением надежных механизмов внутреннего управления, подотчетности и прозрачности, с тем чтобы гарантировать, что данный орган будет функционировать согласно ожиданиям и будет нести ответственность за решения, которые относятся к сфере его компетенции.

71. Из этого не следует, что каждая страна должна иметь отдельный орган управления долгом. Распространенным аргументом в пользу включения отдела по управлению долгом в состав министерства финансов является важность сохранения основных связей с другими государственными органами, например, теми, которые отвечают за бюджетную и налоговую политику. Координация политики управления долгом с налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой настолько важна, особенно в странах с менее развитыми финансовыми рынками, что часто имеет смысл централизовать эти функции либо в министерстве финансов, либо в центральном банке. Кроме того, даже если орган управления долгом обособлен, он всегда подотчетен совету министров (кабинету) или министерству финансов, которые определяют стратегию управления долгом и оценивают работу органа управления долгом. Для выполнения этих функций министерство финансов может также счесть полезным иметь несколько сотрудников, имеющих квалификацию в сфере управления долгом.

72. Роль парламента различается от страны к стране, что отчасти обусловлено историческими причинами. Однако, если парламент является политическим органом, который утверждает меры в сфере налогообложения и расходования бюджетных средств, как это обычно и происходит, то можно говорить о том, что он также должен утверждать общий объем заимствований органов государственного управления и решать общие вопросы политики управления долгом, такие как определение лимитов долга и целей управления долгом, учитывая, что эта деятельность в конечном итоге оказывает значительное влияние на будущие уровни налоговых поступлений и расходов. В рамках этих лимитов и целей политики совет министров и управляющие долгом должны обладать достаточными полномочиями для реализации утвержденных мер политики так, как они считают целесообразным, оставаясь при этом подотчетными парламенту за свои действия.

D. Стратегия управления долгом

73. Руководящие принципы, включенные в данный раздел, подчеркивают важность отслеживания и оценки рисков, связанных со структурой долга, и рекомендуют, чтобы при установлении желаемой структуры долга учитывались финансовые и другие риски, связанные с кассовыми потоками государства. В частности, управляющий долгом должен тщательно оценивать риски, связанные с долгом в иностранной валюте и краткосрочным долгом или долговыми обязательствами с плавающей ставкой, управлять этими рисками и

обеспечивать наличие достаточных кассовых средств, чтобы избежать риска неспособности выполнить финансовые обязательства при наступлении их срока.

Применение

74. У управляющих долгом присутствует высокая степень осознания рисков, и большинство из них имеют официально установленные руководящие принципы управления рыночным и кредитным рисками (таблица 2). Вместе с тем риски, которым в конкретных странах уделяется внимание, различаются в зависимости от индивидуальных условий страны. Например, в Колумбии ставится задача ограничить подверженность портфеля долговых обязательств в иностранной валюте воздействию рыночных потрясений и международных кризисов, в то время как в Италии усилия сосредоточены на снижении процентного риска и риска пролонгации долга, после того как в 1994 году уровни задолженности органов государственного управления страны достигли 124 процентов ВВП. Недавние финансовые кризисы в Латинской Америке и России показали, что управление риском пролонгации долга является особенно важной задачей для многих развивающихся стран и стран с формирующимся рынком. Отсутствие возможности пролонгировать долг при очень нестабильной ситуации на рынках может серьезно усугубить последствия экономических и финансовых потрясений.

75. Целевые исследования также указывают на наличие тенденции к использованию системы совместного управления активами и обязательствами (СУАО), по крайней мере теоретически, для оценки рисков и затрат, связанных с портфелем долговых обязательств, посредством определения степени корреляции затрат на обслуживание долга с государственными доходами и непроцентными расходами¹⁴. В связи с этим встает вопрос о способах измерения затрат и риска. В Португалии, например, одна из целей, определенных в португальском Законе о государственном долге, заключается в обеспечении сбалансированного распределения затрат на обслуживание долга на несколько лет. С учетом вышесказанного, а также принимая во внимание изменчивость показателей бюджета, орган управления долгом Португалии посчитал целесообразным измерять рыночный риск на основе кассовых потоков. В то же время он до сих пор занимается разработкой и внедрением для портфеля долговых обязательств комплексного показателя суммы бюджета, подверженной риску. В Швеции УНДШ при анализе затрат по различным портфелям долговых обязательств использует показатель отношения затрат по долгу к ВВП. Это шаг в направлении использования СУАО, так как в данном случае делается предпосылка о том, что динамика сальдо бюджета коррелирует с динамикой ВВП — и через налоги, и через расходы. Таким образом, портфель долговых обязательств с достаточно стабильным отношением затрат по долгу к ВВП будет способствовать сглаживанию уровня дефицита (налоговых поступлений).

¹⁴ Дополнительную информацию по СУАО в контексте управления государственным долгом можно найти в работе G. Wheeler and F. Jensen, готовится к публикации, *Sound Practice in Sovereign Debt Management* (The World Bank: Washington D.C.).

76. Некоторые страны также непосредственно включают конкретные государственные активы и обязательства (такие как валютные резервы и условные обязательства) в общую систему управления рисками. К странам, которые используют этот подход или уже начали рассматривать возможность его применения, относятся Бразилия, Дания, Новая Зеландия и Соединенное Королевство. Они пришли к заключению, например, что использование такой системы выдвигает на первый план выгоды, которые дает согласование структуры сроков погашения и валютной структуры долговых обязательств в иностранной валюте, выпущенных органами государственного управления, с соответствующими характеристиками валютных резервов, хранимых органами государственного управления или центральным банком, с тем чтобы хеджировать подверженность органов государственного управления процентному и валютному риску. Так, в Соединенном Королевстве управление как валютными резервами, так и займами в иностранной валюте осуществляет Банк Англии с использованием системы СУАО.

77. Подразделение по управлению долгом центрального банка Дании также управляет активами Социального пенсионного фонда. При управлении процентным риском оно объединяет активы и обязательства и отслеживает дюрацию чистого долга. При таком подходе можно добиться сокращения дюрации чистого долга путем увеличения дюрации портфеля активов. В Новой Зеландии, где подход СУАО используется уже более десяти лет, в 1997 году в рамках Казначейства было создано Отделение по управлению активами и обязательствами, одним из подразделений которого является ОУДНЗ. Стратегия СУАО неявно включена в стратегическую цель ОУДНЗ, которая заключается в максимизации долгосрочной экономической прибыли по государственным финансовым активам и долговым обязательствам с учетом налогово-бюджетной стратегии органов государственного управления, особенно степени неприятия ими риска. Данная цель учитывает влияние стратегии управления долгом как на баланс, так и на бюджет. В дальнейшем на стратегии управления долгом в Новой Зеландии, по-видимому, скажется анализ, проводимый в настоящее время Казначейством для оценки финансовых рисков, которые присутствуют во всей совокупности операций органов государственного управления, и вероятного направления изменений в их «балансе» с течением времени.

78. Стратегии управления долгом, такие как выбор сроков погашения долговых обязательств и выбор между привлечением средств в национальной или иностранных валютах, в большой степени зависят от особых условий стран, таких как характеристики портфелей долговых обязательств, уязвимость экономики по отношению к экономическим и финансовым потрясениям, уровень развития внутреннего рынка долговых обязательств. Например, Бразилия, которая до азиатского финансового кризиса стремилась увеличивать средний срок до погашения своих долговых обязательств за счет выпуска более долгосрочных ценных бумаг с фиксированной ставкой, в октябре 1997 года перешла на ценные бумаги с плавающей ставкой и ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции, чтобы быстрее добиться снижения риска пролонгации долга. В тот период инвесторы с большей готовностью вкладывали средства на более длительный срок, если соответствующие ценные бумаги имели купоны с плавающей ставкой или ставкой, индексированной по темпам инфляции, чем если купонные ставки были фиксированными

на весь срок действия инструмента. Однако снижение риска пролонгации долга произошло за счет повышения чувствительности динамики долга к изменениям процентных ставок. До начала волнений на финансовом рынке в 2002 году страна также стремилась снизить свою уязвимость по отношению к колебаниям процентных ставок за счет удлинения кривой доходности внутренних инструментов и накопления кассовых резервов.

79. Опыт Мексики подчеркивает необходимость взвешенных мер макроэкономической политики, налогово-бюджетной дисциплины и благоразумной и последовательной политики управления долгом. Сразу же после финансового кризиса 1994–1995 годов, когда состояние государственных финансов было подорвано в результате чрезмерного использования краткосрочных долговых обязательств, привязанных к иностранной валюте, правительство предпринимало активные меры, направленные на содействие развитию внутренних рынков долговых обязательств. С этой целью вводились новые инструменты и вносились необходимые поправки в нормативные положения, чтобы снизить значимость краткосрочных внутренних долговых обязательств и долговых обязательств, выраженных в иностранной валюте (и привязанных к ней). В настоящее время стратегия управления долгом Мексики ориентирована на снижение риска пролонгации долга, процентного и валютного рисков за счет выпуска некоторой комбинации среднесрочных долговых обязательств с плавающей ставкой, выраженных в национальной валюте, и средне- и долгосрочных инструментов с фиксированной ставкой. Выпуск долговых обязательств с плавающей ставкой позволяет снизить риск пролонгации долга. Со временем выпуск инструментов в национальной валюте с фиксированной ставкой, имеющих все более длительные сроки погашения, должен еще более снизить риск пролонгации долга и в то же время уменьшить процентный и валютный риски.

80. В Марокко управляющие долгом стремятся снизить затраты на обслуживание внешнего долга путем исполнения опционов на конверсию долговых обязательств в акции, использования прав на аннулирование и досрочное погашение для ликвидации обременительного долга, а также рефинансирования или пересмотра процентных ставок в пределах, допускаемых условиями ссудных соглашений. Они также проводят политику содействия развитию внутреннего рынка долговых обязательств, с тем чтобы больший объем потребностей в финансировании мог быть удовлетворен в национальной валюте.

81. Если теперь обратиться к наиболее развитым странам, то США, например, стремятся добиться минимизации издержек по обслуживанию долга за продолжительные периоды времени путем борьбы за емкость и ликвидность рынка казначейских ценных бумаг США. Для этого принимаются меры, призванные обеспечить сохранение стабильности и предсказуемости казначейских ценных бумаг в рамках программы финансирования; выпуск ценных бумаг осуществляется на всех участках кривой доходности, чтобы привлечь самый широкий круг инвесторов; и все потребности центрального правительства в финансировании объединяются в единую программу долга. Португалия, участница зоны евро, реализует стратегию построения кривой доходности государственных ликвидных облигаций по точкам, соответствующим разным срокам погашения (в обращении по каждой серии находится облигаций на сумму не менее пяти миллионов евро). С 1999 года ежегодной приоритетной задачей является размещение

нового десятилетнего выпуска, а следующей по важности задачей — размещение нового пятилетнего выпуска. В рамках данной стратегии одной из основных задач является развитие эффективных первичных и вторичных рынков казначейских долговых обязательств. На высшем уровне стратегия Новой Зеландии по управлению внутренним долгом призвана быть прозрачной и предсказуемой. ОУДНЗ поддерживает в своем портфеле набор долговых обязательств с фиксированной и плавающей ставками и имеет относительно равномерное распределение сроков погашения долговых обязательств по всей кривой доходности. Он реализует меры по развитию рынка внутренних государственных ценных бумаг, включая рынок производных финансовых инструментов, чему способствует принятое им обязательство обеспечивать прозрачность, предсказуемость и справедливость проводимых операций.

82. Участие в МВК 2 для Дании и перспективное членство в ЕВС для Словении являются важными факторами управления валютным риском по долговому обязательству, выпускаемым этими странами. С 2001 года все открытые валютные позиции Дании представлены в евро. Более 90 процентов открытых валютных позиций Словении также представлены в евро. Словения также размещает облигации, выраженные в евро, на своем внутреннем рынке для поддержки процесса установления цен на долгосрочные инструменты, выпускаемые другими словенскими заемщиками.

83. Хотя все страны уделяют пристальное внимание соотношению затрат и риска, некоторые страны со стабильными макроэкономическими условиями, устойчивым состоянием государственных финансов и хорошо развитыми внутренними рынками долговых обязательств располагают более широкими возможностями, чем другие, чтобы добиваться экономии затрат за счет некоторого повышения рискованности долга. Швеция, например, приняла для своего номинального долга целевой показатель дюрации в 2,7 года, а Дания снизила дюрацию своего долга с 4,4 года на конец 1998 года до 3,4 года на конец 2001 года. В обеих странах эти действия отражают: во-первых, значительное снижение долгового бремени в последние годы; во-вторых, мнение о том, что экономия затрат на обслуживание долга может быть достигнута со временем в условиях восходящей кривой доходности; в-третьих, мнение о том, что эти страны в целом хорошо защищены от экономических и финансовых потрясений благодаря надежным основам макроэкономической политики.

84. Преимущество наличия в стране надлежащим образом функционирующих внутренних валютных рынков также находит отражение в управлении кассовыми средствами. Большинство стран хранят кассовые остатки с тем расчетом, чтобы иметь возможность своевременно выполнить свои финансовые обязательства, даже если их способность привлечь средства на рынке окажется временно ограниченной или такое привлечение средств будет связано с очень высокими затратами. С другой стороны, Швеция достаточно уверена в своих возможностях в любой момент воспользоваться доступом на рынки, так что она предпочитает не хранить кассовые остатки, а вместо этого полностью положиться на свои возможности привлечь средства на рынке. Вместе с тем, чтобы такая система работала, важно также иметь полный контроль над кассовыми

потоками государства, с тем чтобы можно было соответствующим образом регулировать сроки этих потоков.

85. Как будет более подробно рассмотрено ниже, почти все обследованные страны вводят ликвидные эталонные ценные бумаги для своих внутренних валютных рынков или планируют введение таких бумаг (таблица 2). Наиболее распространенными методами, которые используются для снижения риска пролонгации долга, связанного с крупными портфелями эталонных ценных бумаг, являются операции выкупа или операции обмена облигаций при приближении сроков погашения.

86. Страны обычно корректируют финансовые характеристики портфелей долговых обязательств путем корректировки состава ценных бумаг, выпускаемых ими в рамках программ заимствований, или путем выкупа ценных бумаг до наступления срока погашения и замены их новыми ценными бумагами, которые лучше отражают предпочтения стран в отношении затрат/риска. Кроме того, как показано в таблице 2, половина стран использует производные финансовые инструменты, главным образом процентные и межвалютные свопы, чтобы отделить решения о финансировании от решений, касающихся управления портфелем, и скорректировать характеристики риска своих портфелей долговых обязательств. Между тем этим могут воспользоваться не все страны. Те из них, которые имеют недостаточно развитые внутренние рынки, могут не иметь доступа к внутренним рынкам производных финансовых инструментов, а те, которые имеют низкие кредитные рейтинги, могут быть не в состоянии получить доступ к мировым рынкам производных финансовых инструментов при разумных затратах. Более того, необходимо тщательно управлять рисками, связанными с контрагентами, возникающими вследствие операций с производными финансовыми инструментами. Дания, Новая Зеландия и Швеция, например, отметили, что они используют лимиты на открытые кредитные позиции и соглашения о залоге для снижения кредитных рисков (рисков, связанных с контрагентами), вызываемых такими операциями.

Вопросы практической реализации

87. Принятые странами стратегии управления долгом обычно отражают конкретные условия этих стран и результаты проведенного ими анализа рисков, связанных с их портфелями долговых обязательств. Поэтому неудивительно, что принятые стратегии значительно различаются от страны к стране. Тем не менее представляется, что один элемент является общим для всех стран вне зависимости от уровня их развития — это ориентация на развитие/поддержание эффективности внутреннего рынка долговых обязательств как средства снижения чрезмерной зависимости от краткосрочных долговых обязательств и долговых обязательств, привязанных к иностранной валюте. Еще один аспект, достойный внимания — это переход к использованию системы СУАО для оценки связанных с долгом рисков и затрат и определения надлежащей структуры долга.

88. Особенно для развивающихся стран и стран с формирующимся рынком уровень долга и продуманность мер макроэкономической политики являются важными факторами, определяющими степень свободы стран в формулировании и реализации своих стратегий

управления долгом. В отношении уровня долга, решающими факторами являются возможности центрального правительства собрать налоговые доходы и добиться формирования сбережений, а также степень его чувствительности к внешним потрясениям.

Е. Система управления рисками

89. В Руководящих принципах, включенных в данный раздел, рекомендуется разработать систему, которая позволяет управляющим долгом определять желаемое соотношение между ожидаемыми затратами и рисками, связанными с портфелем государственных долговых обязательств, и управлять этим соотношением. В них также приводятся аргументы в пользу стресс-тестирования портфеля долговых обязательств в рамках процедур оценки рисков, и говорится, что управляющие долгом должны учитывать влияние условных обязательств. В них также рассматривается значение управления рисками, связанными с занятием позиций на рынке.

Применение

90. Системы, используемые для определения желаемых соотношений между ожидаемыми затратами и рисками по портфелям долговых обязательств, различаются от страны к стране. Большинство стран, как правило, используют достаточно простые модели, основанные на детерминированных сценариях, и субъективные суждения. Однако во многих странах разрабатываются новые модели риска. Лишь несколько стран (Бразилия, Дания, Колумбия, Новая Зеландия и Швеция) используют стохастические имитационные модели. Например, Новая Зеландия разработала стохастическую имитационную модель, чтобы улучшить свое понимание соотношений между затратами и рисками, которые связаны с разными структурами портфеля внутренних долговых обязательств. Большинство стран также применяют стресс-тестирование как средство оценки рыночных рисков, присущих портфелю долговых обязательств, и устойчивости различных эмиссионных стратегий. Стресс-тестирование имеет особое значение для оценки экономической приемлемости долга.

91. В соответствии с рассмотренной выше системой СУАО, большинство стран измеряют затраты на основе кассовых потоков в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Это облегчает анализ долга с позиции его воздействия на бюджет. Риск обычно измеряется как величина потенциального увеличения затрат в результате финансовых и других потрясений. Некоторые страны, например, Бразилия, Португалия и Швеция, экспериментируют с такими показателями, как отношение затрат к ВВП, или такими категориями, как «сумма бюджета, подверженная риску», чтобы отразить непосредственное применение совместного анализа долга и ВВП или реакции бюджетных потоков на потрясения.

92. Четыре страны (Бразилия, Дания, Колумбия и Новая Зеландия) используют модели «подверженности риску» для количественного измерения рыночных рисков. Например, в Колумбии для количественного измерения максимальных затрат на обслуживание портфеля долговых обязательств с вероятностью 95 процентов используется модель затрат

на обслуживание долга, подверженных риску (Debt-service-at-Risk — DsaR). В данной методологии принимается во внимание подверженность воздействию различных рыночных переменных, таких как процентные ставки, валютные курсы и цены на товары (24,5 процента долга индексируется по ценам). Для управления параметрами затрат и риска портфеля долговых обязательств промежуточный отдел ежемесячно представляет отчет об альтернативных вариантах финансирования на основе анализа DsaR. В этом отчете сравниваются затраты в рамках ожидаемого сценария и затраты в рамках сценария с риском, при вероятности 95 процентов, для каждого из альтернативных вариантов финансирования. В Дании используется модель затрат, подверженных риску (Cost-at-Risk — CaR), для количественного измерения процентного риска путем имитационного моделирования различных сценариев изменения процентных ставок. В данной модели анализируются различные стратегии, в частности, принятая эмиссионная стратегия, суммы выкупов и целевой показатель дюрации.

Возможности активного управления

93. Из обследованных стран только Ирландия, Новая Зеландия, Португалия и Швеция осуществляют активное управление своими портфелями долговых обязательств для извлечения прибыли из ожидаемой динамики процентных ставок и валютных курсов. Новая Зеландия и Швеция ограничивают открываемые позиции величиной портфелей в иностранной валюте, а Ирландия и Португалия, которые являются довольно мелкими участниками рынков в зоне евро, готовы проводить операции с той частью своих долговых обязательств, которая выражена в евро. Аргументы в пользу открытия позиций различаются, и следует отметить, что эти страны централизовали свою деятельность по управлению долгом за рамками центрального банка. Управляющим долгом, работающим в центральном банке, может быть трудно занимать активные позиции на рынке из-за опасений того, что такие действия могут рассматриваться как сигнализирующие о других мерах политики, затрагивающих финансовые рынки. В Новой Зеландии утверждается, что иногда имеют место временные отклонения от оптимальных цен, что делает возможным извлечение прибыли из тактических трейдинговых операций. Кроме того, страна исходит из предпосылки, что тактические трейдинговые операции позволяют управляющим долгом глубже разобраться в том, как функционируют разные рынки в разных условиях, что повышает качество управления портфелем в целом со стороны ОУДНЗ. Например, было отмечено, что тактические трейдинговые операции позволяют управляющим долгом развивать и поддерживать навыки анализа, принятия решений в условиях неопределенности, проведения переговоров о сделках и заключения сделок. Непосредственной выгодой является снижение риска ошибок при проведении операций и создание более профессионального образа управляющих долгом в глазах контрагентов. Вместе с тем важно обеспечить надлежащий контроль за тактическими трейдинговыми операциями. На Конференции по взаимодействию было отмечено, что в начале 1990-х годов одна страна использовала свопы для спекуляций на ожидаемом сближении европейских процентных ставок. Эта стратегия привела к убыткам, когда осенью 1992 года произошел распад Европейского механизма валютных курсов.

94. Для снижения рыночного риска, связанного с тактическими трейдинговыми операциями, в Новой Зеландии используется как показатель стоимости, подверженной риску (Value-at-Risk — VaR), так и лимиты на убытки, определить которые помогает стресс-тестирование портфеля. VaR измеряется при уровне доверительной вероятности 95 процентов по отношению к условным контрольным портфелям или подпортфелям, которые воплощают в себе утвержденную стратегию. Результаты трейдинговых операций измеряются с учетом риска путем использования условного рискового капитала, чтобы принять во внимание рыночный, кредитный и операционный риски. Полученная прибыль с учетом риска определяется как чистая добавленная стоимость, отнесенная к условному рисковому капиталу.

95. Хотя лишь несколько стран активно занимают позиции на рынке, большинство из них все же пытаются извлечь выгоду из ценовых аномалий на рынке. Наиболее распространенный метод — выкуп неликвидных выпусков облигаций, финансируемый за счет новых выпусков ликвидных эталонных ценных бумаг. Еще один аналогичный метод, отмеченный Марокко, — рефинансирование обременительных банковских ссуд за счет обращения к предусмотренным в ссудных соглашениях правам на досрочное погашение, и рефинансирование этих досрочных погашений за счет новых ссуд на более благоприятных условиях. Другие примеры включают использование рынка свопов для обеспечения более низкой стоимости заимствования. Ирландия, например, получает более дешевое краткосрочное финансирование в национальной валюте за счет выпуска коммерческих бумаг, выраженных в долларах США, и проведения свопа полученной выручки для получения средств в евро, вместо непосредственного привлечения средств в евро.

Условные обязательства

96. В большинстве целевых исследований не были представлены комментарии относительно управления условными обязательствами¹⁵. Представляется, что из стран, представивших такие комментарии, только Колумбия, Марокко, Новая Зеландия и Швеция имеют такую организационную структуру в рамках подразделения по управлению долгом/министерства финансов, которая способствует координации управления прямыми финансовыми гарантиями с управлением долгом. Такая координация принципиально важна, поскольку государственные гарантии внесли существенный вклад в формирование общего бремени государственного долга во многих развивающихся странах и странах с переходной экономикой. На Конференции по взаимодействию представители некоторых стран отметили, что уровень этих гарантий обычно определяется другими правительственными органами, и их условный характер серьезно затрудняет их количественное измерение. В то же время другие участники отметили, что, несмотря на трудности стоимостной оценки, такие гарантии не следует игнорировать. Поэтому было рекомендовано, чтобы эти гарантии учитывались при определении стратегии управления долгом, особенно при стресс-тестировании предполагаемых стратегий.

¹⁵ Дополнительную информацию по управлению условными обязательствами в контексте суверенных операций можно найти в публикации The World Bank, 2002, *Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk*, H.P. Brixl and A. Schick (eds.) (Washington D.C.).

97. Судя по полученным результатам, ни одна из обследованных стран не привлекает управляющих долгом к управлению прямыми условными обязательствами. Этот вывод не слишком удивителен, поскольку эти требования часто возникают из-за недостатков пруденциального надзора и регулирования — сфер, которые обычно находятся за рамками управления долгом. Тем не менее эти требования могут подвергать органы государственного управления серьезным рискам, о чем свидетельствуют расходы, которые понесли некоторые страны Азии и Латинской Америки в 1990-е годы, когда правительства были вынуждены рекапитализировать пораженные кризисом банковские системы. Таким образом, их необходимо оценивать вместе с другими макроэкономическими факторами риска. Аналогичным образом, национальные правительства Аргентины и Бразилии неожиданно оказались в ситуации, когда они были вынуждены принять на себя значительные обязательства субнациональных органов управления, которые привлекли чрезмерно крупные займы. В Бразилии после этого были введены меры контроля заимствований субнациональных органов управления, и эти органы погашают суммы, которые были рефинансированы национальным правительством. Как отмечалось выше, данная проблема привела к тому, что такие страны, как Бразилия и Колумбия, установили лимиты на заимствования субнациональных органов управления, а другие страны осуществляют регулярный текущий контроль этих заимствований и проверяют, чтобы рассматриваемые субнациональные органы управления имели независимые источники доходов для обслуживания своих обязательств.

Вопросы практической реализации

98. Большинство стран, включенных в целевые исследования, используют достаточно простые модели для оценки соотношений между ожидаемыми затратами и рисками по портфелям долговых обязательств. Некоторые страны могут не располагать достаточными данными, необходимыми для применения более сложных моделей. Кроме того, важно помнить о том, что полезность всех моделей в большой степени зависит от качества входных данных и допущений, на базе которых строится модель. Эти допущения могут иначе проявлять себя в экстремальных ситуациях, меняться с течением времени, и на них могут влиять меры политики, принимаемые в ответ на сложившуюся ситуацию. По этой причине параметры и допущения, на которые опираются эти модели, должны регулярно пересматриваться, и важно принимать во внимание ограничения и базовые допущения модели. Необходимо детально описывать и учитывать их при использовании полученных результатов в процессе принятия решений.

Г. Развитие и поддержание работы эффективного рынка государственных ценных бумаг

99. Большинство руководящих принципов, включенных в данный раздел, сосредоточены на выгодах для государства в случае привлечения средств с использованием рыночных механизмов в соответствии с принципами прозрачности и предсказуемости; также в них уделяется значительное внимание преимуществам широкой базы инвесторов для государственных обязательств. В других руководящих принципах рассматриваются выгоды, которые могут быть получены, когда органы государственного управления и

центральные банки ведут совместную работу с участниками рынка в целях содействия развитию устойчивых вторичных рынков, а также необходимость надежных клиринговых и расчетных систем для проведения операций с использованием государственных ценных бумаг. Дополнительную информацию о мерах, которые страны могут принять для развития внутреннего рынка государственных долговых обязательств, можно найти в пособии, опубликованном Всемирным банком и МВФ в 2001 году¹⁶.

Применение

Первичный рынок

100. Большинство обследованных стран используют сходные методы размещения государственных ценных бумаг на внутреннем рынке, то есть все они, кроме Дании, размещают свои долговые обязательства через аукционы, график проведения которых объявляется заранее. Большинство из них также используют аукционы с множественными ценами для традиционных ценных бумаг и в некоторых случаях — аукционы с единой ценой для размещения инструментов, индексированных по темпам инфляции, хотя Казначейство США в настоящее время размещает все свои ценные бумаги через аукционы с единой ценой. Оно отошло от проведения аукционов с множественными ценами, когда в результате накопленного опыта выяснилось, что круг успешных участников торгов, как правило, шире для аукционов с единой ценой, и что при такой системе участники торгов обычно представляют более высокие заявки, поскольку уменьшается так называемое «проклятие победителя» (риск того, что успешный участник торгов заплатит цену, превышающую обычную рыночную стоимость ценной бумаги на вторичном рынке после проведения аукциона).

101. Введение евро привело к значительным изменениям в практике управления долгом некоторых более мелких участников ЕВС. Например, Португалия теперь использует синдикаты для размещения первого транша каждого нового выпуска облигаций, поскольку этот транш составляет примерно 40 процентов целевого итогового объема выпуска. Португалия полагает, что поскольку она является мелким участником рынка государственных облигаций, выраженных в евро, синдикаты помогут ей добиться большего контроля над ценой размещения и будут содействовать более широкой диверсификации базы инвесторов. Для размещения последующих выпусков той же ценной бумаги используются аукционы.

102. В случае привлечения займов на внешних рынках большинство стран используют эмиссионные синдикаты, которые помогают им установить курс ценных бумаг и разместить их среди зарубежных инвесторов, поскольку такие заимствования, как правило, осуществляются в недостаточно крупном объеме или являются недостаточно регулярными, чтобы оправдать применение метода аукциона. В то же время некоторые страны, такие как Швеция и Соединенное Королевство, посчитали более эффективным с экономической

¹⁶ The World Bank and International Monetary Fund, 2001, *Developing Government Bond Markets: A Handbook* (Washington, D.C.).

точки зрения отделить решения о финансировании от решений, касающихся управления портфелем, для чего используются производные финансовые инструменты. При такой системе средства в иностранной валюте привлекаются путем выпуска большего объема долговых обязательств в национальной валюте и проведения свопа для их обмена на обязательства в иностранной валюте — этот метод имеет дополнительное преимущество, так как помогает сохранить крупные объемы выпусков на внутренних рынках при незначительных потребностях во внутренних заимствованиях. Крупнейшие промышленно развитые страны — США и Япония — давно проводят политику выпуска только ценных бумаг, выраженных в национальной валюте, на своих внутренних рынках и стараются не привлекать средства за рубежом. Потенциальные члены ЕВС, такие как Польша и Словения, и участница МВК 2 Дания предпочитают для привлечения внешнего финансирования выпускать ценные бумаги, выраженные в евро, поскольку они в конечном счете станут инструментами в национальной валюте, если эти страны войдут в ЕВС.

103. Большинство стран принимают меры, направленные на повышение прозрачности процедур проведения аукционов на внутреннем рынке, чтобы уменьшить неопределенность на первичном рынке и добиться снижения стоимости заимствования. Почти во всех странах заранее объявляются планы привлечения займов и графики проведения аукционов (таблица 2), с тем чтобы предполагаемые инвесторы могли заблаговременно скорректировать свои портфели и освободить в них место для новых выпусков государственных ценных бумаг, а также публично раскрываются правила и нормативные положения, регулирующие порядок проведения аукционов, и функции и обязанности первичных дилеров, с тем чтобы участники рынков имели полное представление о действующих правилах игры. Например, в Бразилии и Польше базовые правила, регулирующие выпуск казначейских векселей и облигаций, излагаются в постановлениях, издаваемых министром финансов, а подробная информация о конкретных выпусках содержится в уведомлениях о выпуске, публикуемых на веб-сайте министерства. В Польше даты проведения аукционов объявляются в начале каждого года, а в Бразилии — ежемесячно, и их календарный график размещается на веб-сайте министерства финансов. В Польше за два дня до проведения торгов подробная информация о предстоящем аукционе размещается на веб-сайте и в системе Reuters.

104. Процедуры проведения аукционов также становятся более эффективными, по мере того как страны автоматизируют их и исследуют возможности использования Интернета для выпуска ценных бумаг. Например, в Ирландии и Португалии аукционы проводятся с использованием системы электронных аукционов Bloomberg, в результате чего период между закрытием торгов и извещением о результатах аукциона был сокращен до менее 15 минут. Среди стран с формирующимся рынком и развивающихся стран Индия и Ямайка предприняли шаги к введению электронных торгов в рамках аукционов по долговым обязательствам, а Бразилия, помимо использования с сентября 1996 года электронных торгов при проведении аукционов по долговым обязательствам, в январе 2002 года начала размещать ценные бумаги среди мелких инвесторов через Интернет.

105. Страны также принимают меры по отмене нормативных положений, которые привели к появлению категорий неполноправных инвесторов и искажению результатов аукционов, и лишь одна страна сообщила об использовании лимитов на иностранное

участие в аукционах (таблица 2). Такие нормативные положения представляли особую проблему во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, особенно тех, где пруденциальные нормативы требовали от некоторых учреждений хранения установленной доли активов в форме государственных ценных бумаг. В результате Марокко и Южно-Африканская Республика, например, приняли меры к постепенной отмене этих требований и расширению базы инвесторов, хранящих государственные ценные бумаги. Отмена этих требований может вызвать рост процентных ставок в краткосрочной перспективе до уровней, обеспечивающих выравнивание спроса и предложения на рынке, однако последующее расширение базы инвесторов должно привести к формированию более емкого и более ликвидного внутреннего рынка государственных ценных бумаг. В результате этого со временем должны снизиться затраты на обслуживание долга, поскольку правительство будет иметь более широкие возможности для формирования желаемой структуры долга.

106. Один из дискуссионных вопросов касается преимуществ использования первичных дилеров для поддержки выпуска ценных бумаг на внутреннем рынке¹⁷. Согласно таблице 2, в тринадцати обследованных странах были введены системы первичных дилеров на том основании, что такие институты помогают обеспечить достаточный объем заявок на аукционах и наличие постоянного источника ликвидности для вторичного рынка, и, кроме того, в этих странах был сделан вывод, что первичные дилеры могут быть полезным источником информации для управляющих долгом по динамике ситуации на рынке и по вопросам политики управления долгом. Кроме того, на Конференции по взаимодействию представители некоторых стран высказали мнение о том, что система первичных дилеров, предоставляющая особые привилегии, может стать для участников рынка стимулом к тому, чтобы содействовать развитию рынка в целом, особенно если это развитие находится на ранней стадии. В то же время несколько промышленно развитых стран — Дания, Япония и Новая Зеландия — не посчитали необходимым вводить систему первичных дилеров. Так, на Конференции по взаимодействию представитель одной страны отметил, что для нее стоимость заимствования существенно снизилась после упразднения системы первичных дилеров. Аналогичным образом, некоторые развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком подвергли сомнению целесообразность введения системы первичных дилеров, поскольку их рынки слишком малы, а участники этих рынков слишком немногочисленны, чтобы использование такой системы было оправданным. Таким образом, они были готовы позволить участникам вторичного рынка самостоятельно определять, кто из них может извлечь выгоды из выполнения функции маркет-мейкера на вторичном рынке. Кроме того, некоторые страны, в которых действуют системы первичных дилеров,

¹⁷ Первичные дилеры — это группа дилеров, торгующих государственными ценными бумагами и назначаемых официальными органами для выполнения функции специализированных посредников между официальными органами и инвесторами. Им обычно предоставляются особые привилегии при подаче заявок на первичных аукционах по государственным ценным бумагам (и в некоторых случаях — доступ к кредиту центрального банка), в обмен на согласие обеспечивать подачу заявок на всю сумму ценных бумаг, выставленных на аукцион, и выполнять функции маркет-мейкеров на вторичном рынке.

например, США, не ограничивают доступ к аукционам только первичными дилерами, а позволяют также другим участникам рынка подавать заявки, при условии что они имеют платежный механизм, облегчающий проведение расчетов по обязательствам, возникшим у них по результатам аукциона. Следовательно, каждой стране необходимо с учетом собственных условий определить, перевешивают ли выгоды, которые может принести система первичных дилеров, связанные с ней затраты. Выбор, по-видимому, будет зависеть от уровня развития финансового рынка, и некоторым странам, возможно, нет необходимости предоставлять специальные привилегии, чтобы стимулировать участников рынка взять на себя инициативу в развитии рынка.

107. Для содействия развитию емких и ликвидных рынков своих ценных бумаг большинство правительств приняли меры, призванные свести к минимуму фрагментацию своего запаса долга. Шестнадцать стран сообщили, что они стремятся построить свой долг из ограниченного набора эталонных ценных бумаг на ключевых точках кривой доходности (таблица 2). Они обычно используют сочетание традиционных казначейских векселей и купонных облигаций без встроенных опционов. Эти эталонные ценные бумаги обычно создаются путем выпуска одной и той же ценной бумаги в течение нескольких аукционов («доразмещений») и, в некоторых случаях, путем выкупа, до наступления срока погашения, прежних выпусков, которые уже активно не обращаются на рынке. Удлинение кривой доходности инструментов с фиксированной ставкой за рамки ограниченного набора коротких сроков погашения явилось серьезной проблемой для стран, которые имеют историю слабой макроэкономической политики. Вследствие этого Бразилия, Колумбия, Мексика и Ямайка, например, стремились удлинить сроки своего долга, предлагая сначала ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции или валютному курсу, до тех пор пока у инвесторов не разовьется интерес к более долгосрочным ценным бумагам с фиксированной ставкой.

108. Несмотря на желание свести к минимуму фрагментацию запаса долга, некоторые промышленно развитые страны, а также Южно-Африканская Республика активно работали над созданием рынка государственных ценных бумаг, индексированных по темпам инфляции. В отличие от стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, где такие инструменты считаются полезным средством удлинения кривой доходности, привлекательность этих инструментов для промышленно развитых стран и Южно-Африканской Республики состоит в том, что они позволили некоторым из них снизить стоимость заимствования, устранив необходимость уплаты инвесторам компенсации в счет премии за неопределенность будущих темпов инфляции, которая, как считается, заложена в облигациях, имеющих номинальную стоимость. Это было особенно верно, когда реализация этих программ только началась, поскольку в то время во многих случаях спред между номинальной доходностью и доходностью, индексированной по темпам инфляции (который является показателем ожиданий рынка в отношении будущих темпов инфляции), как правило, превышал целевой показатель инфляции, установленный центральным банком, даже если ценные бумаги, индексированные по темпам инфляции, были менее ликвидными, чем их аналоги, имеющие фиксированную номинальную стоимость. Они также позволяют снизить совокупный риск, заложенный в общем запасе долга, поскольку

расходы на обслуживание долга по ценным бумагам, индексированным по темпам инфляции, не сильно коррелируют с подобными расходами по традиционным ценным бумагам¹⁸. При этом большинство стран убедилось в том, что создать ликвидный вторичный рынок ценных бумаг, индексированных по темпам инфляции, нелегко, поскольку доходность, обеспечиваемая органами государственного управления по этим бумагам, может включать премию для компенсации инвесторам снижения их ликвидности.

109. В ситуациях, когда потребности во внутренних заимствованиях являются умеренными или снижаются во времени в ответ на профицит бюджета, ведомства по управлению долгом в Бразилии, Дании, Ирландии, Новой Зеландии, Соединенного Королевства, Швеции, Южно-Африканской Республики и в меньшей степени в США выкупают ценные бумаги, которые уже активно не обращаются на рынке, чтобы максимизировать объем новых выпусков долговых обязательств, и часто предлагают обменять прежние ценные бумаги на новые выпускаемые эталонные ценные бумаги с аналогичными сроками до погашения. Это позволяет свести к минимуму фрагментацию общего запаса долга и сосредоточить рыночную ликвидность в небольшом числе ценных бумаг, тем самым обеспечивая гарантии того, что они могут по-прежнему активно обращаться на рынке, хотя общая сумма непогашенного долга может снижаться. Соединенное Королевство также старалось сохранить объемы новых выпусков на рынке облигаций в период профицита бюджета, допустив временное увеличение своих авуаров в форме финансовых активов, когда произошел неожиданный крупный приток кассовых средств от продажи лицензий на мобильные телефоны. Кроме того, Дания, Соединенное Королевство и Швеция предлагают участникам рынка возможность привлекать временные займы или приобретать по соглашениям РЕПО определенные ценные бумаги, предложение которых на рынке ограничено, хотя и по штрафным процентным ставкам, чтобы не допустить чрезмерного влияния рыночных ценовых искажений на рынок государственных ценных бумаг.

110. Обследованные страны также активно реализуют программы по связям с инвесторами, в рамках которых проводятся регулярные встречи с ведущими участниками рынка для обсуждения потребностей органов государственного управления в

¹⁸ Полезным побочным преимуществом выпуска ценных бумаг, индексированных по темпам инфляции, — к этому выводу пришли центральные банки стран, выпускающих такие ценные бумаги, — является то, что спред между доходностями номинальных долговых обязательств и обязательств, индексированных по темпам инфляции, может быть полезным показателем ожидаемой инфляции для проведения денежно-кредитной политики. Вместе с тем для обеспечения надежности этого показателя рынок ценных бумаг, индексированных по темпам инфляции, должен быть достаточно ликвидным, чтобы отсутствовали ценовые искажения вследствие воздействия технических факторов, связанных с отдельными операциями, или, по крайней мере, чтобы эти искажения были достаточно стабильными во времени. Дополнительную информацию о преимуществах и характеристиках ценных бумаг, индексированных по темпам инфляции, можно найти в работе R.T. Price, 1997, *The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds*, IMF Working Paper WP/97/12.

финансировании и динамики ситуации на рынке, а также исследуются возможные пути совершенствования первичного рынка. Опыт показал, что такая программа, при ее надлежащей комплектации кадрами и участии общественности, очень полезна, так как она помогает странам управлять своим долгом в период финансовой напряженности и доводить до сведения внутренних и внешних кредиторов информацию о мерах государственной экономической и финансовой политики. Например, официальные органы Южно-Африканской Республики реализуют программу по связям с инвесторами, в рамках которой должностные лица, занятые в сфере управления долгом, проводят выездные презентации для встреч с инвесторами, первичными дилерами и другими финансовыми учреждениями и разъясняют изменения, происходящие на рынке и в сфере государственных финансов ЮАР. Аналогичным образом, программы Японии и Дании по связям с инвесторами позволяют управляющим долгом поддерживать регулярные и тесные контакты с финансовым сообществом. В обеих странах это считается важным средством обеспечения более глубокого понимания инвесторами финансового положения органов государственного управления и операций по управлению долгом, и данным программам отдается высокий приоритет в рамках осуществляемой в этих странах деятельности по управлению долгом. В ходе регулярных встреч с должностными лицами, занятыми в сфере управления долгом, участникам рынка в обеих странах предоставляется возможность обсудить вопросы управления государственным долгом, включая потенциальную необходимость изменений действующих или введения новых финансовых инструментов.

111. После объявления Аргентиной дефолта по своим долгам в 2001 году, один из возникших вопросов заключался в следующем: должны ли по отношению к государственным долговым инструментам также применяться оговорки о пересмотре условий долга или о коллективных действиях, охватывающие условия купонных выплат и погашения, например, правила голосования путем простого большинства. Действительно, как указано в Коммюнике МВФК от 28 сентября 2002 года, данный орган рекомендовал официальному сообществу, частному сектору и эмитентам суверенного долга продолжить работу над формулировкой оговорок о коллективных действиях и стимулировать их использование в международных выпусках суверенных облигаций. По данным, представленным в таблице 2, шесть стран (Бразилия, Дания, Словения, Соединенное Королевство, Польша и Швеция) ввели эти оговорки для некоторых ценных бумаг, выпускаемых на международных рынках, однако ни одна из стран не воспользовалась ими в отношении внутренних долговых обязательств. Возможность применения страной оговорок о коллективных действиях в отношении своих международных выпусков долговых обязательств зависит от практики и законодательства на рынке, где размещаются ценные бумаги. Например, Словения и Швеция применяют эти оговорки в отношении долговых обязательств, размещаемых на рынке еврооблигаций, который регулируется английским правом. С другой стороны, эти оговорки не применяются в отношении ценных бумаг, размещаемых на некоторых других рынках, таких как Германия и штат Нью-Йорк.

Вторичный рынок

112. Ведомства по управлению долгом во многих странах активно работают с участниками рынка и другими заинтересованными сторонами над улучшением

функционирования вторичного рынка государственных ценных бумаг. Например, официальные органы Италии, Польши, Португалии, Соединенного Королевства и Швеции ввели системы первичных дилеров и работают в тесном сотрудничестве с участниками рынка над внедрением электронной торговли государственными ценными бумагами. Кроме того, управляющие долгом в Индии и Италии работают с другими заинтересованными сторонами над устранением искажений, которые связаны с режимом налогообложения доходов по государственным ценным бумагам. А управляющие долгом в Новой Зеландии, Соединенном Королевстве, Южно-Африканской Республике и Японии сотрудничают с участниками рынка в целях развития вспомогательных рынков, например, фьючерсов, РЕПО и облигаций с отделенным купоном, которые способствуют углублению рынка государственных ценных бумаг.

113. Учитывая важность надежных клиринговых и расчетных систем для функционирования рынка государственных ценных бумаг, неудивительно, что многие управляющие долгом работают с соответствующими заинтересованными сторонами над совершенствованием таких систем в своих странах. Например, в Бразилии, Польше и Японии управляющие долгом внесли свой вклад в работу по введению системы валовых расчетов в режиме реального времени по операциям с государственными ценными бумагами. В Индии центральный банк оказал помощь в создании центрального контрагента для проведения расчетов по прямым операциям и сделкам РЕПО с государственными ценными бумагами, что, как ожидается, приведет к значительной активизации трейдинговой деятельности на этих рынках. Официальные органы Ямайки работают с участниками рынка над тем, чтобы перевести государственные ценные бумаги в безбумажную форму в центральной депозитарии с целью повышения эффективности трейдинговой деятельности на вторичных рынках.

Вопросы практической реализации

114. Приведенное выше обсуждение указывает на существование ряда мер, которые органы государственного управления могут принять в целях развития первичных и вторичных рынков своих ценных бумаг, однако последовательность реформ и скорость процесса дерегулирования будут зависеть от конкретных условий страны. Тем не менее опыт развития этих рынков во многих странах доказывает важность наличия надежных основ макроэкономической и налогово-бюджетной политики, чтобы инвесторы были готовы вкладывать средства в государственные ценные бумаги, не опасаясь того, что прибыль по их инвестициям будет неожиданно поглощена инфляцией, и не беспокоясь по поводу экономической устойчивости долга.

115. Страны, которые стремятся развить свои внутренние рынки, должны также учитывать, что попытки развить рынок государственных ценных бумаг по всей кривой доходности могут повлечь за собой определенные краткосрочные затраты для органов государственного управления, по мере того как управляющие долгом будут проводить меры по расширению базы инвесторов для таких ценных бумаг. Например, кривая доходности может иметь очень большой угол наклона вследствие нестабильных макроэкономических условий, а в некоторых ситуациях воздействие дополнительных

затрат на обслуживание долга на его экономическую приемлемость может быть весьма существенным, в противном случае инвесторы могут просто выразить нежелание приобретать эти долговые обязательства. Таким образом, управляющим долгом необходимо решать в каждом отдельном случае, будут ли выгоды от конкретной меры выше связанных с ней издержек. Кроме того, чтобы обеспечить надлежащее функционирование рынка, необходима предсказуемость выпуска долговых обязательств с использованием стандартизированных инструментов и методов, чтобы действия эмитента не оказывали дестабилизирующего влияния на функционирование рынка и инвесторы могли привыкнуть к обращающимся на нем инструментам. Безусловно, могут возникать ситуации, когда органам государственного управления дорого обходится выполнение какого-либо обязательства или когда они могут испытывать соблазн получить краткосрочную экономию, манипулируя результатами аукциона. Однако продемонстрированная приверженность цели развития рынка должна со временем способствовать повышению ликвидности рынка и снижению стоимости заимствования.