

РЕЗЮМЕ ДЛЯ РУКОВОДСТВА

1. Признавая важную роль, которую может играть управление государственным долгом, помогая странам справляться с экономическими и финансовыми потрясениями, Международный валютно-финансовый комитет (МВФК) 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. Когда весной 2001 года Исполнительные советы МВФ и Всемирного банка одобрили данные Руководящие принципы, они обратились к сотрудникам этих двух учреждений с просьбой подготовить также сопроводительный документ к Руководящим принципам, который бы содержал выборочные целевые исследования, ставящие своей задачей проиллюстрировать то, как различные страны мира, находящиеся на разных этапах экономического и финансового развития, наращивают свой потенциал в области управления долгом в соответствии с Руководящими принципами. Опыт этих стран должен дать некоторые полезные практические рекомендации в отношении видов мер, которые другие страны могут предпринять в процессе работы по укреплению своего потенциала в области управления государственным долгом.
2. Восемнадцать целевых исследований, представленных в настоящем документе, ясно показывают быстрое развитие, происходящее в сфере управления государственным долгом. В отличие от ситуации, имевшей место 15 или 20 лет назад, страны уделяют гораздо больше внимания управлению финансовыми и операционными рисками, присущими портфелю долговых обязательств. Методы управления запасом долговых обязательств также все более усложняются, особенно в тех странах, которые в прошлом имели чрезмерно высокие уровни задолженности или переживали потрясения, связанные с изменением направленности потоков капитала. Эти вопросы объединены в несколько общих тем, вытекающих из целевых исследований стран. Ниже приводится общее описание этих тем.
3. Первая ключевая тема состоит в том, что цели управления долгом и институциональная основа, необходимая для достижения этих целей, становятся более формализованными. Все обследованные страны имеют четко определенные цели управления долгом, в центре внимания которых находится управление потребностями в заемных средствах с минимально возможными затратами в рамках средне- и долгосрочного временного горизонта. Хотя заявления о целях большинства стран также содержат прямое указание на необходимость благоразумного управления рисками, это не является всеобщей практикой. Однако даже в этих условиях установка на управление затратами исходя из средне- и долгосрочной перспективы может рассматриваться как понимание необходимости избегать принятия опасной структуры долга, которая может быть связана с более низкими затратами в краткосрочной перспективе, но повлечь гораздо более высокие затраты на обслуживание долга в будущем. Совершенно очевидно, что страны не стремятся минимизировать затраты в краткосрочной перспективе безотносительно риска. Безусловно, легче говорить о необходимости избежать опасной структуры долга, чем достичь этой цели.

В некоторых странах стоимость внутреннего заимствования посредством выпуска долгосрочных инструментов с фиксированной ставкой просто может быть недопустимо высокой в краткосрочной перспективе из-за неблагоприятных макроэкономических условий или ненадлежащего функционирования данного сегмента рынка. В результате многие страны прилагают существенные усилия и расходуют ресурсы на развитие внутреннего рынка государственных долговых обязательств, с тем чтобы в конечном счете иметь возможность снизить риск пролонгации долга и другие рыночные риски, связанные с запасом долга, даже если выгоды от этого могут проявиться только со временем, а в краткосрочном плане данная деятельность влечет за собой более высокие затраты на обслуживание долга.

4. Еще один аспект более формальной институциональной основы находит отражение в организационной структуре, на базе которой строится управление долгом. Наблюдается четко выраженная тенденция к созданию надлежащей правовой основы, поддерживающей управление долгом, и максимально возможной централизации деятельности по управлению долгом в рамках одной институциональной единицы, хотя в зависимости от условий конкретной страны наиболее подходящими для выполнения этой функции могут оказываться различные организации. Если позволяют обстоятельства, то обследованные страны стремятся к тому, чтобы отделить функции проведения денежно-кредитной политики от управления долгом, но при этом обеспечивая сохранение достаточного уровня координации деятельности на операционном уровне, с тем чтобы между управляющими долгом и органами налогово-бюджетного и денежно-кредитного регулирования осуществлялся надлежащий обмен информацией о потоках ликвидных средств государственных органов, и цели, преследуемые в рамках этих двух видов деятельности на финансовых рынках, не противоречили друг другу. Кроме того, был предпринят ряд мер, чтобы четко определить функции и обязанности лиц, занятых в сфере управления долгом, и предусмотреть соответствующие меры финансового и управленческого контроля над деятельностью по управлению долгом. Это помогло обеспечить формирование надлежащих механизмов защиты для регулирования операционных рисков, связанных с управлением долгом.

5. Более формальная институциональная основа также дополнялась информационной открытостью деятельности по управлению долгом и соответствующими механизмами подотчетности. Ведомства по управлению долгом во всех странах, включенных в целевые исследования, подчеркивали необходимость обеспечения полного информирования общественности о финансовом положении органов государственного управления, целях, в соответствии с которыми осуществляется управление долгом, и стратегиях и методах, применяемых управляющими долгом для достижения этих целей. Они также используют целый ряд способов распространения информации, таких как регулярные официальные доклады и объявления в средствах массовой информации, для представления своих результатов в достижении поставленных перед ними целей и изложения в общих чертах своих планов и приоритетов на предстоящий год. В некоторых странах результаты их деятельности как в финансовом отношении, так и в более общем плане управления также подлежат регулярной внешней проверке. Это отражает общее согласие среди стран в том, что рынки функционируют наилучшим образом, а затраты на обслуживание долга сводятся

к минимуму, когда неопределенность в отношении целей и практики управления долгом и состояния государственных финансов остается минимальной.

6. Вторая ключевая тема касается глубокого понимания важности управления рисками, связанными с государственным долгом, и растущего согласия в отношении надлежащих методов управления рисками. Многие обследованные страны используют для анализа затрат и рисков, связанных с различными стратегиями управления долгом, моделирование кассовых потоков, при котором затраты измеряются как ожидаемые — или наиболее вероятные — затраты на обслуживание долга в средне- и долгосрочной перспективе, а риск представляет собой потенциальное увеличение или изменчивость таких затрат в течение того же периода. Одним из оснований использования такого подхода является тот факт, что связанные с долгом издержки лучше всего рассматривать с точки зрения их воздействия на государственный бюджет, и что показатели кассовых потоков представляют собой естественный метод количественной оценки этого воздействия. Несколько стран начинают проводить эксперименты по совместному моделированию обслуживания долга и макроэкономических переменных, чтобы более непосредственно измерять связанные с долгом затраты и риск относительно государственных доходов и других расходов, то есть совместно моделировать государственные активы и обязательства. В ряде других случаев такой метод совместного управления активами и обязательствами, или СУАО, применялся в более ограниченном варианте, при котором проводится совместный анализ характеристик риска государственных финансовых активов (таких как валютные резервы) и долга, с тем чтобы определить надлежащую структуру долга и активов.

7. Все больше внимания уделяется и управлению операционным риском. Во многом эта задача решается за счет институциональных структур, которые позволяют четко установить полномочия и ответственность; операционных руководств, в которых подробно излагаются все важные процедуры; правил в отношении конфликтов интересов; четких линий подчинения и формальных аудиторских проверок. Однако во многих службах по управлению долгом в настоящее время также имеются обособленные промежуточные отделы, обязанность которых состоит в анализе рисков и разработке и реализации процедур контроля за рисками (некоторые из этих отделов также отвечают за анализ стратегий управления затратами и рисками, связанными с долгом, хотя в других случаях функции стратегического анализа и контроля за рисками выполняют разные подразделения).

8. Те отделы по управлению долгом, которые осуществляют трейдинговые операции со своими долговыми обязательствами или открывают тактические позиции по риску, располагают особенно сильными структурами контроля в рамках промежуточного отдела. Вместе с тем ориентация на формальный анализ рисков и формирование структуры контроля не является универсальной, поскольку в значительной степени она зависит от условий конкретной страны. В прошлом промышленно развитые страны, которые считаются лидерами в этой области, также имели крупный долг с рискованной структурой, в том числе значительную долю долга в иностранной валюте. Поэтому использование более систематического подхода к управлению финансами и рисками государственного долга принесло существенную пользу. В то же время другие страны, имеющие емкие и

ликвидные внутренние рынки долговых обязательств, а следовательно, небольшой или нулевой долг в иностранной валюте, имеют гораздо менее рискованную структуру долга и испытывают менее острую потребность в формальной стратегии управления долгом, основанной на определении желаемого соотношения затрат и риска. С другой стороны, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, многие из которых также имели рискованную структуру долга, приступили к наращиванию потенциала в области управления этим риском несколько позже. Некоторые из этих стран в настоящее время используют модели и системы, аналогичные применяемым в промышленно развитых странах, однако другие по-прежнему укрепляют этот потенциал, и хотя они добились больших успехов, опыт стран, занимающих ведущие позиции в данной области, наглядно показывает, что этот процесс может занять несколько лет. При этом некоторым странам, возможно, и нет необходимости строить настолько сложные модели и системы, как те, которые используются в промышленно развитых странах, поскольку они располагают более узким набором вариантов для выпуска долговых обязательств, а их рынки в меньшей степени поддаются статистическому анализу. Вместо этого они должны стремиться определить реализуемые задачи для своих моделей, которые ограничиваются действительно полезными аспектами.

9. Также ясно, что на разработку технологий и систем, требуемых для выполнения этих задач, выделяется много финансовых ресурсов и времени управляющих. Это указывает на необходимость обеспечивать соответствие приобретаемых систем потребностям органов государственного управления с учетом уровня развития страны. Приобретаемые системы не обязательно должны обладать всеми самыми современными и сложнейшими характеристиками — многие имитационные модели кассовых потоков, используемые для анализа затрат/риска, основаны на электронных таблицах. Способы приобретения технологии также различались в зависимости от условий конкретной страны. Некоторые страны принимали решение приобрести предлагаемые на рынке готовые системы, разработанные для финансовых учреждений частного сектора, и модифицировать их с учетом собственных потребностей, тогда как другие предпочли самостоятельную разработку систем. Некоторые системы являются очень элементарными и преимущественно сосредоточены на решении базовых задач учета долга, составления отчетности и анализа, в то время как остальные интегрированы с другими системами управления кассовыми средствами, бухгалтерского учета и бюджета. Это подчеркивает тот факт, что соответствующие технологии заметно различаются в зависимости от условий конкретной страны, и многие страны все еще проводят эксперименты, чтобы решить, какие системы работают лучше всего.

10. Третья ключевая тема, которая высветилась в результате целевых исследований — это поразительное сближение подходов, используемых странами для выпуска долговых обязательств и содействия развитию надлежащим образом функционирующего внутреннего финансового рынка. Для выпуска долговых обязательств на внутренних рынках широко используются аукционы по размещению стандартизованных рыночных инструментов, и управляющие долгом осознают необходимость избегать чрезмерной фрагментации долга, если они ставят задачу содействовать развитию емких и ликвидных рынков государственных ценных бумаг. Там, где существуют различия, они обычно наблюдаются на уровне реализации, например, они касаются характеристик выпускаемых инструментов и того, в какой степени управляющие долгом готовы полагаться на первичных дилеров для продажи своих долговых обязательств конечным инвесторам. Тем не менее важно отметить, что все обследованные страны указывали на преимущества совместной работы с участниками рынков для развития внутренних рынков государственных ценных бумаг и минимизации неопределенности на рынке в отношении операций по финансированию органов государственного управления. Представляется, что с течением времени это окупается в форме большей эффективности внутренних финансовых рынков и, в конечном счете, более низкой стоимости заемных средств для государства, так как наличие процветающего внутреннего рынка помогает управляющим долгом добиться такой структуры запаса долга, которая соответствует предпочтениям органов государственного управления в отношении желаемого соотношения между риском и затратами.

11. В-четвертых, важно выделить те вопросы, которые не могут быть решены исключительно за счет надежного управления долгом. Оно не заменяет взвешенную макроэкономическую и налогово-бюджетную политику, и его одного недостаточно, чтобы гарантировать надежную защиту страны от экономических и финансовых потрясений. Совершенствование управления государственным долгом в соответствии с Руководящими принципами, очевидно, должно сыграть важную роль в содействии применению благоразумной практики управления долгом и развитию надлежащим образом функционирующего рынка государственных ценных бумаг. В то же время многие страны также подчеркнули необходимость надежной основы макроэкономической политики, характеризующейся адекватным режимом валютного курса; основ денежно-кредитной политики, надежно ориентированной на достижение стабильности цен; экономически приемлемых уровней государственного долга; устойчивой внешней позиции, а также финансовой системы, за которой осуществляется надлежащий надзор. Такая основа представляет собой важный фактор, способствующий появлению у участников финансового рынка уверенности в том, что они могут вкладывать средства в государственные ценные бумаги с минимальным уровнем неопределенности. Таким образом, наличие этих основ является важным предварительным условием успеха управляющих долгом в создании такой структуры долга, которая отражает предпочтения органов государственного управления, касающиеся желаемого соотношения между риском и затратами, и в целом помогает стране свести к минимуму ее уязвимость по отношению к экономическим и финансовым потрясениям. Благодаря связям с финансовыми рынками и деятельности по управлению рисками управляющие государственным долгом

действительно имеют хорошие возможности для того, чтобы оценить воздействие, которое оказывают потребности в финансировании и уровни долга органов государственного управления на стоимость заемных средств, и довести эту информацию до сведения советников по вопросам налогово-бюджетной политики.

12. И наконец, примеры практики управления долгом, которые представлены в целевых исследованиях, и сделанные здесь выводы позволяют сформулировать некоторые практические рекомендации для разработчиков политики всех стран, стремящихся повысить качество управления государственным долгом и снизить уязвимость страны по отношению к экономическим и финансовым потрясениям, однако особое значение они имеют для стран ХИПК и менее развитых стран с переходной экономикой. Эти страны находятся на более раннем этапе развития своего потенциала в области управления государственным долгом. Для них, помимо дальнейшего укрепления деятельности в области бюджета и управления кассовыми средствами, приоритетную роль будет играть заимствование опыта, описанного в этих целевых исследованиях, для создания надлежащей базы для работы по управлению долгом. В этой связи важные первоначальные меры для многих из этих стран заключаются в необходимости введения соответствующих структур управления и институциональных структур, с тем чтобы обеспечить надлежащее регулирование операционных и финансовых рисков, связанных с управлением долгом; разработать информационные системы, в полной мере учитывающие финансовые характеристики всех финансовых обязательств и условных обязательств государства; а также разработать стратегию управления долгом, охватывающую как внутренний, так и внешний долг. Последнее особенно важно, и опыт стран, включенных в целевые исследования, позволяет предположить, что развитие внутреннего рынка долговых обязательств может со временем сыграть значимую роль, содействуя расширению спектра возможностей страны по привлечению займов и облегчая для нее задачу достижения желаемого соотношения между затратами и риском.