

НАСТАВЛЕНИЯ ПО УПРАВЛЕНИЮ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ

Подготовлены сотрудниками Международного Валютного
Фонда и Всемирного банка

21 марта 2001 года

Содержание

Стр.

I. В чем заключается управление государственным долгом и его значение?.....	2
II. Цель Наставлений	4
III. Краткое изложение содержания Наставлений по управлению долгом.....	7
IV. Обсуждение наставлений по управлению долгом.....	11
1. Цели и координация управления долгом	11
3. Организационно-правовые основы	20
4. Стратегия управления долгом	23
5. Система управления риском	33
6. Создание и обеспечение работы эффективного рынка государственных ценных бумаг.....	39

Вставки

1. Риски, возникающие в процессе управления суверенным долгом	12
2. Некоторые опасности, подстерегающие управляющих долгом.....	24
3. Управление активами и пассивами	28
4. Обзор показателей внешней уязвимости.....	32
5. Условия, содействующие развитию эффективного рынка государственных ценных бумаг	41

I. В ЧЕМ ЗАКЛЮЧАЕТСЯ УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ И ЕГО ЗНАЧЕНИЕ?

1. Управление государственным долгом—это процесс разработки и выполнения стратегии управления задолженностью органов государственного управления, которая позволит привлечь необходимую сумму финансирования, выполнить целевые установки правительства в отношении степени риска и затрат, а также решить любые другие задачи, поставленные правительством в области управления государственным долгом, например, задачу создания и поддержания эффективно работающего рынка государственных ценных бумаг.

2. Исходя из более широкого, макроэкономического контекста проведения государственной политики, правительства должны стремиться к обеспечению экономической приемлемости или устойчивости и обоснованности уровня и темпов роста государственного долга и возможности его обслуживания при самых разных обстоятельствах не отступая от целевых установок в отношении стоимости и степени риска. Управляющие государственным долгом разделяют озабоченность советников по вопросам бюджетно-налоговой политики по поводу необходимости удержания задолженности государственного сектора на экономически приемлемом уровне и принятия внушающей доверия стратегии мер по сокращению чрезмерной задолженности. Управляющие долгом должны заботиться о том, чтобы органы бюджетно-налогового регулирования осознавали, каким образом потребности правительства в финансировании и уровне государственного долга влияют на стоимость привлечения займов.¹ Примерами показателей, свидетельствующих о приемлемости уровня долга, служат коэффициент обслуживания долга государственного сектора и отношения государственного долга к ВВП и к объему налоговых поступлений.

3. История многих стран служит иллюстрацией того, что неэффективность структуры долга в плане сроков погашения, валют или процентных ставок и значительных не обеспеченных резервами условных обязательств были важными факторами зарождения или распространения экономических кризисов. Например, независимо от валютного режима или валюты, в которой выражается долг-- национальной или иностранной, кризисы нередко возникали из-за того, что правительства уделяли чрезмерно большое внимание потенциальной экономии расходов при привлечении крупных краткосрочных займов или займов с плавающей ставкой процента. В результате государственные бюджеты подвергались серьезной угрозе риска изменения условий на финансовых рынках, в том числе изменений

¹ Чрезмерные уровни долга ведут к повышению процентных ставок и могут отрицательно сказаться на реальных объемах производства. См., например, A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati, and G. Tabellini, "Default Risk on Government Debt in OECD Countries," *Economic Policy: A European Forum* (October 1992), pp. 428–463.

кредитоспособности страны в период возникновения потребности в пролонгации долга. Долг, выраженный в иностранной валюте, также связан с особым риском, и чрезмерная зависимость от долга, выраженного в иностранной валюте, способна привести к давлению на обменный курс и/или напряженности в денежно-кредитной сфере в том случае, если инвесторы не пожелают рефинансировать задолженность правительства в иностранной валюте. Снижая риск того, что само правительство в ходе управления собственным портфелем, создаст источник нестабильности для частного сектора, благоразумное управление долгом, наряду с надежными мерами по управлению условными обязательствами, снижает степень уязвимости стран при распространении кризисных явлений и финансовых рисков.

4. Портфель долговых обязательств правительства обычно является крупнейшим финансовым портфелем в стране. Его финансовая структура во многих случаях отличается сложностью и рискованностью, и может представлять серьезный риск для баланса органов государственного управления и финансовой стабильности страны. Как отметила Рабочая группа Форума по финансовой стабильности по вопросам потоков капитала, «опыт последнего времени свидетельствует о необходимости правительственных мер по ограничению роста позиций с ликвидным и другими видами риска, в результате которых экономика страны становится особо уязвимой при внешних потрясениях».² Из вышесказанного следует, что надежное управление риском в государственном секторе имеет существенное значение для управления рисками в других секторах экономики, «поскольку неадекватное управление суверенным риском приводит к незащищенности от риска ликвидности, порождая, как правило, колоссальные проблемы для индивидуальных субъектов в частном секторе». Обоснованные структуры долга помогают правительствам ослабить угрозу процентных, валютных и иных рисков путем, например, введения, там где это возможно, целевых ориентиров по желательному составу валют, продолжительности и структуре сроков погашения долга, исходя из которых будет определяться будущая структура портфеля.

5. Недавние кризисы на рынках долговых инструментов высветили значение надежных методов управления долгом и потребность в эффективно работающем и надежном рынке капитала. Хотя политика управления государственным долгом не всегда была единственной или даже главной причиной возникновения этих кризисов, структура сроков погашения и процентный и валютный состав портфелей долговых обязательств правительства, наряду с его значительными условными обязательствами, нередко способствовали обострению кризиса. Даже в ситуациях с надежными макроэкономическими рамками рискованные методы управления долгом усугубляют уязвимость экономики при экономических и финансовых потрясениях. Иногда такие риски можно без труда устранить относительно простыми мерами, такими как

² Форум по финансовой стабильности, SM/00/94, 21 марта 2000 года, «Информационная сводка о докладах рабочих групп».

продление сроков погашения заемных средств и выплата сопряженных с этим повышенных затрат на обслуживание долга (предположив, что кривая доходности идет по восходящей), корректировка суммы, сроков погашения и состава валютных резервов или же пересмотр критериев и механизмов управления, применяемых в отношении условных обязательств.

6. Причины рискованности структур долга нередко кроются в проведении необоснованной экономической политики—бюджетно-налоговой, денежно-кредитной и курсовой, хотя эффект обратной связи, безусловно, действует в обоих направлениях. Нельзя, однако, ожидать от надежной политики управления долгом решения всех проблем. Надежная политика управления долгом не является панацеей и не может подменить надежное бюджетно-налоговое и денежно-кредитное регулирование. Управление суверенным долгом, каким бы надежным оно ни было, не в состоянии предотвратить кризис при слабых основах макроэкономической политики. Надежная политика управления долгом позволяет снизить уязвимость при распространении кризисных явлений и финансовых рисков, благодаря своей роли катализатора развития более широкого и емкого финансового рынка. Опыт подтверждает справедливость утверждения о том, например, что развитые внутренние рынки долговых инструментов способны заменить банковское финансирование, когда этот источник иссякает (и наоборот), помогая странам преодолевать финансовые потрясения.³

II. ЦЕЛЬ НАСТАВЛЕНИЙ

7. Наставления призваны помочь разработчикам политики в определении реформ, необходимых для повышения качества управления государственным долгом и снижения степени уязвимости их стран при международных финансовых потрясениях. Небольшие страны и страны с формирующимся рынком нередко более уязвимы, в силу относительно меньшей степени диверсификации своей экономики, небольшой базы отечественных финансовых сбережений и неразвитости финансовых систем, а также большей уязвимости при распространении финансовых потрясений, обусловленной сравнительным порядком величины потоков капитала. По этой причине Наставления должны рассматриваться в более широком контексте факторов и сил, оказывающих более общее влияние на ликвидность правительства и управление его балансом. Правительства часто управляют большими портфелями валютных резервов, их бюджетная позиция нередко подвергается реальным и денежно-кредитным потрясениям, правительства также могут подвергаться значительному риску по условным обязательствам и последствиям плохого управления бухгалтерским

³ См., например, выступление председателя ФРС Алэна Гринспена перед представителями Группы Всемирного банка и Международного Валютного Фонда, Программа семинаров, Вашингтон (округ Колумбия), 27 сентября 1999 года.

балансом в частном секторе. При любых финансовых потрясениях, как порожденных внутренними проблемами банковского сектора страны, так и привнесенных извне в результате распространения мирового финансового кризиса, обоснованная политика управления государственным долгом, наряду с надежной макроэкономической политикой и регулированием, имеют решающее значение для ограничения человеческих и производственных издержек, вызываемых такими потрясениями.

8. Наставления относятся как к внутреннему, так и внешнему государственному долгу и затрагивают широкий диапазон финансовых требований к правительству. Они стремятся определить сферы, характеризующиеся единством мнений относительно методов, относящихся к надежной практике управления государственным долгом. Наставления стремятся заострить внимание на принципах, применимых в условиях широкого круга стран, находящихся на различных этапах развития и имеющих различные организационно-правовые структуры управления государственным долгом. Их не следует рассматривать как набор обязательных для исполнения практических методов или обязательных стандартов или кодексов. Они не должны наводить на мысль о существовании какого-то единого комплекса надлежащих методов или предписаний, применимых ко всем странам в любых условиях. Процесс развития потенциала страны в области управления государственным долгом может продлиться несколько лет, а условия и потребности конкретных стран во многом отличаются друг от друга. Основная задача наставлений—оказать разработчикам политики помощь путем распространения надлежащих методов, которые были приняты государствами-членами при разработке и реализации стратегии управления долгом. В разных странах они применяются по-разному в зависимости от условий в стране, таких как уровень развития ее финансов.

9. У каждой отдельной страны свои потребности в укреплении потенциала в области управления государственным долгом. Эти потребности определяются ограничениями, налагаемыми рынком капитала, особенностями ее валютного режима, качеством ее макроэкономической политики и мер нормативного регулирования, организационно-правовым потенциалом в области разработки и осуществления реформ, кредитоспособностью страны и ее целями в сфере управления государственным долгом. Так что наращивание потенциала и техническая помощь должны тщательно подгоняться к объявленным задачам экономической политики страны, признавая при этом ее основы, организационно-правовые рамки и имеющиеся в распоряжении технологические, кадровые и финансовые ресурсы. Наставления должны помогать советникам по экономической политике и лицам, принимающим решения по разработке реформ управления долгом, поскольку они поднимают вопросы государственной политики, касающиеся всех стран. Это справедливо и в случае обращающегося государственного или долга из официальных источников на двусторонней или многосторонней основе, хотя необходимые меры должны принимать во внимание условия страны.

10. Правительствам всех стран приходится принимать стратегические решения при выборе целей управления долгом, определении своих предпочтений в отношении

допустимой степени риска, определении части баланса сектора государственного управления, за которую должны отвечать органы управления государственным долгом, методов управления условными обязательствами и путей обеспечения надежного управления государственным долгом. По многим из этих вопросов происходит все большее сближение мнений относительно методов, составляющих надежную практику управления государственным долгом, содействующую также снижению уязвимости при распространению внешних и финансовых потрясений. В их число входят: признание преимуществ четкого определения целей управления долгом; учет соображений затрат в сопоставлении с сопутствующим риском; разграничение и координация управления долгом и денежно-кредитного регулирования и соответствующей подотчетности; установление лимитов на рост долга; необходимость тщательного управления риском рефинансирования и рыночным риском, затратами на выплату процентов по долговому бремени; необходимость создания надежной организационно-правовой структуры и политики снижения операционного риска, в том числе четкого распределения обязанностей и сопряженной с ними ответственности среди государственных ведомств, вовлеченных в управление долгом.

11. Управление долгом необходимо увязать с четкой системой макроэкономических установок, в рамках которой правительства стремятся обеспечить экономически приемлемые уровни и темпы роста государственного долга. Проблемы управления государственным долгом часто вызваны недостатком внимания со стороны лиц, определяющих экономическую политику, к преимуществам стратегии осмотрительного или надежного управления долгом и издержками слабого макроэкономического регулирования. В первом случае, власти должны уделять больше внимания преимуществам стратегии осмотрительного управления долгом, основам и мерам политики, согласованным с надежными основами макроэкономической политики. Во втором, необоснованная бюджетно-налоговая, денежно-кредитная и курсовая политика вызывает неуверенность на финансовых рынках в отношении будущих доходов по инвестициям, выраженным в национальной валюте, побуждая инвесторов к выдвиганию требований более высокой премии за риск. Особенно на развивающихся и формирующихся рынках, заемщики и кредиторы могут воздержаться от принятия долгосрочных обязательств, что может задушить развитие отечественных финансовых рынков и значительно помешать усилиям управляющих долгом, направленным на защиту правительства от чрезмерной пролонгации и валютного риска. Хороший послужной список проведения надежной макроэкономической политики помогает развеять такую неопределенность. Он должен сочетаться с наращиванием надлежащей технической инфраструктуры—такой как центральный реестр и платежная и расчетная система—для развития отечественных финансовых рынков.

III. КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ СОДЕРЖАНИЯ НАСТАВЛЕНИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ ДОЛГОМ

1. Цели и координация управления долгом

1.1 Цели

Основная цель управления государственным долгом—обеспечить удовлетворение потребностей правительства в финансировании и выполнение его обязательств по платежам при наименьших затратах в средне- и долгосрочной перспективе при разумной степени риска.

1.2 Охват

Управление долгом должно распространяться на основные финансовые обязательства, находящиеся под контролем центрального правительства.

1.3 Координация с денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политикой

У управляющих долгом, советников по бюджетно-налоговой политике и руководителей центрального банка должно быть общее понимание целей управления долгом, бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики, поскольку между применяемыми ими различными инструментами политики существует взаимная зависимость. Управляющие долгом должны сообщать органам бюджетно-налогового регулирования о своей точке зрения на затраты и риски, сопряженные с потребностями правительства в финансировании и уровнями задолженности.

В тех случаях, когда это позволяет уровень финансового развития, следует разграничивать цели и ответственность в области управления долгом и в области денежно-кредитной политики.

Управляющие долгом, органы бюджетно-налогового и денежно-кредитного регулирования должны обмениваться информацией о текущих и будущих потребностях правительства в ликвидных средствах.

2. Прозрачность и подотчетность

2.1 Четкость ролей, обязанностей и целей финансовых органов, ответственных за управление долгом

Следует публично раскрывать информацию о распределении обязанностей по разработке рекомендаций в отношении политики управления долгом, первичных выпусков долговых обязательств, проведению операций на вторичных рынках, организации депозитарных учреждений и механизмов клиринга и расчетов при

торговле государственными ценными бумагами между министерством финансов, центральным банком или же отдельным органом по управлению долгом.

Необходимо четко определить и публично раскрыть цели управления долгом и разъяснить, какие показатели приняты для измерения затрат и риска.

2.2 Гласность процесса формулирования политики управления долгом и представления отчетности в этой области

Следует публично раскрывать информацию о существенно важных аспектах операций по управлению долгом.

2.3 Доступ общественности к информации о политике управления долгом

Общественности должна быть предоставлена информация о прошлой, текущей и планируемой бюджетной деятельности правительства и его консолидированном финансовом положении.

Правительство должно регулярно публиковать информацию об объеме и составе своих долговых обязательств и финансовых активов, в том числе об их валютной структуре и структуре в разрезе сроков погашения и процентных ставок.

2.4 Подотчетность и гарантии безупречности работы органов, ответственных за управление долгом

Деятельность в области управления долгом должна ежегодно проверяться внешними аудиторами.

3. Организационно-правовые основы

3.1 Надлежащее управление

В правовых основах должны быть разъяснены вопросы полномочий по привлечению займов и выпуску новых долговых обязательств, осуществлению инвестиций и проведению операций от имени правительства.

Следует четко определить организационные основы управления долгом и четко сформулировать сферы полномочий и функции.

3.2 Управление внутренними операциями

Управление рисками убытков государства в результате неадекватности операционного контроля должно осуществляться при помощи надежных методов ведения дел, в том числе четко сформулированных положений, определяющих круг

обязанностей персонала, а также ясных правил мониторинга и контроля, а также механизмов отчетности.

Деятельность по управлению долгом должна опираться на точную и комплексную информационную систему управления с надлежащими мерами защиты.

Сотрудники, занятые управлением долгом, должны вести свои личные финансовые дела в соответствии с директивами, изложенными в кодексе поведения и инструкциях относительно коллизии интересов.

Необходимы надежные процедуры восстановления деловых операций, позволяющие справиться с риском серьезных нарушений деятельности по управлению долгом в результате стихийных бедствий, социальных потрясений или террористических актов.

4. Стратегия управления долгом

Следует тщательно контролировать и оценивать риски, свойственные структуре государственного долга. Такие риски необходимо устранять в максимально возможной степени путем изменения структуры долга, однако с учетом расходов, сопряженных с такими действиями.

Для содействия обоснованному принятию решений о привлечении займов и снижению риска для правительства, управляющие долгом должны обращать внимание на финансовый и другие виды рисков, характерных для государственных потоков денежных средств.

Управляющие долгом должны принимать во внимание риски, связанные с долговыми инвалютными обязательствами и краткосрочным долгом.

Необходима стратегия мер по экономически эффективному управлению денежными средствами, усиливающая вероятность того, что власти страны будут в состоянии выполнить свои финансовые обязательства по мере наступления их срока.

5. Система управления риском

Необходимо разработать систему, при помощи которой управляющие долгом могли бы выявлять и управлять балансом компромиссов между ожидаемыми затратами и рисками в портфеле государственных долговых инструментов.

Для оценки риска управляющие долгом должны проводить регулярные стресстесты портфеля долговых инструментов при экономических и финансовых потрясениях, потенциально угрожающих правительству и, в более общем плане, стране в целом.

5.1 *Возможности активного управления*

Управляющие долгом, которые стремятся к активному управлению портфелем долговых инструментов в целях извлечения выгоды на основе предположений о том, что изменения процентных ставок и обменных курсов не совпадут с динамикой, заложенной в текущих рыночных ценах, должны осознавать сопряженные с этим риски и нести ответственность за свои действия.

5.2 *Условные обязательства*

Необходимо, чтобы управляющие долгом при принятии решений о привлечении займов учитывали воздействие условных обязательств на финансовое положение правительства, в том числе на его общую ликвидность.

6. Создание и обеспечение работы эффективного рынка государственных ценных бумаг

Для минимизации затрат и рисков в средне- и долгосрочной перспективе управляющие долгом должны позаботиться о том, чтобы стратегия их действий и проводимые операции отвечали интересам развития эффективного рынка государственных ценных бумаг.

6.1 *Диверсификация портфеля и инструменты*

Правительство должно стремиться к созданию широкой базы инвесторов для своих внутренних и внешних обязательств, учитывая при этом должным образом соображения стоимости и риска, и должно относиться к инвесторам на основе равенства.

6.2 *Первичный рынок*

Операции по управлению долгом на первичном рынке должны быть прозрачны и предсказуемы.

При выпуске долговых обязательств как можно больше должны использоваться рыночные механизмы, в том числе конкурсные аукционы и создание эмиссионных консорциумов.

6.3 *Вторичный рынок*

Правительства и центральные банки должны содействовать становлению устойчивых вторичных рынков, способных эффективно работать в самых различных рыночных условиях.

Системы, используемые для проведения расчетов и клиринга по операциям на финансовом рынке с государственными ценными бумагами, должны отражать методы надлежащей практики.

IV. ОБСУЖДЕНИЕ НАСТАВЛЕНИЙ ПО УПРАВЛЕНИЮ ДОЛГОМ

1. Цели и координация управления долгом

1.1 Цели

12. Основная цель управления государственным долгом заключается в обеспечении удовлетворения потребностей правительства в финансировании и выполнении его обязательств по платежам при наименьших затратах в средне- и долгосрочной перспективе при разумной степени риска. Осмотрительное управление риском во избежание рискованных долговых структур и стратегий (в том числе монетарного финансирования государственного долга) чрезвычайно важно ввиду серьезнейших макроэкономических последствий дефолта по государственному долгу и масштаба сопутствующих производственных потерь и издержек. К таким издержкам относятся банкротства предприятий и банков, а также долгосрочная утрата кредитоспособности правительства и его способности привлекать внутренние и иностранные сбережения. Во вставке 1 названы основные виды рисков, связанных с управлением суверенным долгом.

13. Правительства должны стремиться к минимизации предполагаемых затрат на обслуживание долга и издержек, связанных с хранением ликвидных активов, в средне- и долгосрочной перспективе, принимая во внимание приемлемый уровень риска.⁴ Снижение затрат при игнорировании фактора риска не должно быть самоцелью. Операции, которые, казалось бы, снижают расходы по обслуживанию долга, нередко влекут за собой значительные риски для правительства и могут ограничить его способность погасить задолженность перед кредиторами. В экономически развитых странах, рынки государственных ценных бумаг которых отличаются, как правило, емкостью и ликвидностью, основное внимание нередко уделяется рыночному риску, для измерения которого, наряду с стресс-тестами, иногда используются сложные модели портфелей. В отличие от этого в странах с формирующимся рынком, доступ которых к иностранным рынкам капитала ограничен (или вообще отсутствует), а внутренние рынки долговых инструментов которых относительно неразвиты, более пристальное внимание должно уделяться риску пролонгации долга. В необходимых случаях в число главных задач правительства должно войти принятие мер по управлению долгом, направленных на содействие становлению внутреннего рынка долговых инструментов. Эта задача особенно актуальна для стран, в которых ограничения рынков таковы, что единственной реальной альтернативой монетарного финансирования, по крайней мере в ближайшей перспективе, остается долг краткосрочный, по плавающей ставке или в инвалюте.

⁴ Правительства избегают чрезмерно рискованных структур долга не только из боязни реальных издержек финансовых кризисов, но и из-за тревоги по поводу возможного отрицательного влияния потерь на состояние госбюджета и возможности доступа к капиталу и, в конечном итоге, на рост налогового бремени и политические риски.

Вставка 1. Риски, возникающие в процессе управления суверенным долгом

Риск	Описание
Рыночный риск	Риски, связанные с изменениями рыночных цен, например процентных ставок, обменных курсов, цен сырьевых товаров, стоимости обслуживания госдолга. Независимо от того в какой валюте—национальной или иностранной—выражен долг, изменения процентных ставок сказываются на стоимости обслуживания задолженности по новым выпускам при рефинансировании задолженности по фиксированной ставке и при пересмотре ставок по задолженности по плавающей ставке. Поэтому задолженность с коротким сроком погашения (краткосрочная или по плавающей ставке) обычно считается более рискованной, чем долгосрочная задолженность по фиксированной ставке. (Чрезмерная концентрация крайне неопределенности будущих потребностей в финансировании.) Задолженность, выраженная в иностранных валютах или индексируемая по ним, также усиливает неустойчивость стоимости обслуживания долга, измеряемой в национальной валюте, в связи с колебаниями обменного курса. Облигации с встроенным опционом «пут» могут привести к усугублению рыночного риска и риска пролонгации.
Риск пролонгации	Риск того, что задолженность придется пролонгировать по необычно высокой цене или же, в крайних случаях, вообще невозможно будет пролонгировать. В той мере, в которой риск пролонгации относится лишь к риску потенциальной необходимости реформирования долга по более высоким процентным ставкам, включая изменения в кредитных спредах, его можно рассматривать как разновидность рыночного риска. Тем не менее, этот риск нередко относят к отдельной категории, учитывая, что невозможность пролонгировать долг и/или чрезвычайный рост стоимости государственного финансирования может привести к возникновению, или усугублению, долгового кризиса и, таким образом, к реальным экономическим потерям, дополняющим чисто финансовые последствия повышения процентных ставок. Управление этим риском имеет особо важное значение для стран с формирующимся рынком.
Риск ликвидности	Существует два вида риска ликвидности. Один из них относится к издержкам или штрафным санкциям, которым подвергаются инвесторы при попытке закрыть позицию в связи с резким уменьшением числа участников операций или отсутствием достаточной емкости на конкретном рынке. Этот риск особенно относится к случаям, когда рамки управления долгом охватывают также управление ликвидными активами или использование производных контрактов. Вторая форма риска ликвидности относится, в случае заемщика, к ситуации возможного быстрого сокращения объема ликвидных активов в результате возникновения непредвиденных текущих денежных обязательств и/или потенциальных затруднений с быстрым привлечением наличных средств посредством заимствования.
Кредитный риск	Риск невыполнения обязательств заемщиками по ссудам и иным финансовым активам или контрагентами по финансовым контрактам. Этот риск особенно характерен для случаев, когда в сферу управления долгом входит управление ликвидными активами. Кроме того, он может быть актуален для процесса принятия заявок на аукционах ценных бумаг, выпускаемых правительством, а также для случаев условных обязательств или производных контрактов, заключаемых управляющим долгом.
Расчетный риск	Под ним подразумеваются потенциальные потери, которые может понести правительство в результате того, что контрагент не произведет расчет по обязательствам по любой причине кроме дефолта.
Операционный риск	Этот риск охватывает целый ряд различных разновидностей риска, включая операционные ошибки на различных этапах проведения или регистрации операций; недостатки или сбои в механизмах внутреннего контроля или в системах и службах; риск репутации; юридический риск; нарушение профессиональной тайны или стихийные бедствия, воздействующие на деловую деятельность.

1.2 Охват

14. **Управление долгом должно распространяться на основные финансовые обязательства, находящиеся под контролем центрального правительства.** Эти обязательства обычно включают как обращающийся, так и не рыночный долг, такой как льготное финансирование, полученное из официальных источников на двусторонней и многосторонней основе. В ряде стран в последние годы произошло расширение диапазона операций по управлению долгом. Несмотря на это долг государственного сектора, управление которым может входить или не входить в сферу полномочий центрального правительства по управлению долгом, имеет свои особенности в каждой конкретной стране в зависимости от характера ее политических и организационно-правовых основ.⁵

15. В настоящее время привлечение займов в национальной и иностранной валютах, как правило, координируется. Кроме того, в функции управления долгом сегодня нередко входит осуществление общего контроля за ликвидными финансовыми активами и потенциальными рисками в связи с забалансовыми требованиями к центральному правительству, в том числе такими условными обязательствами, как государственные гарантии. В ходе разработки и осуществления стратегии управления долгом центрального правительства, направленной на достижение целей по затратам и рискам, а также любых других целей управления суверенным долгом, центральные правительства должны, по мере возможности, обеспечивать мониторинг и анализ потенциальных рисков, которые могут возникнуть в связи с гарантией долга нижестоящих органов государственного управления и государственных предприятий, и должны быть в курсе общего финансового положения заемщиков из государственного и частного сектора. Кроме того, иногда необходимо координировать графики привлечения займов центральным правительством и нижестоящими органами государственного управления, чтобы обеспечить необходимые интервалы между аукционами новых выпусков облигаций.

1.3 Координация с денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политикой

16. **У управляющих долгом, советников по бюджетно-налоговой политике и руководителей центрального банка должно быть общее понимание целей управления долгом, бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики, поскольку применяемые ими различные инструменты политики взаимозависимы, поскольку между применяемыми ими различными инструментами политики существует взаимная зависимость. Управляющие долгом должны сообщать органам бюджетно-налогового регулирования о своей**

⁵ Полезные сведения в настоящих наставлениях могут почерпнуть и другие уровни органов государственного управления, в обязанности которых входит управление долгом.

точке зрения на издержки и риски, сопряженные с потребностями правительства в финансировании и уровнями задолженности. Разработчики политики должны понимать механизмы действия различных инструментов политики, потенциал их взаимного усиления и возможность возникновения трений между различными направлениями политики.⁶ Осмотрительное управление долгом, бюджетно-налоговая и денежно-кредитная политика могут помочь друг другу в снижении премии за риск в структуре долгосрочных процентных ставок. Органы денежно-кредитного регулирования должны сообщать бюджетно-налоговым органам о влиянии уровня государственного долга на достижение целей денежно-кредитного регулирования. Лимиты на заимствование и надежные методы управления рисками помогают в защите баланса правительства от потрясений, связанных с обслуживанием долга. В некоторых случаях возникают конфликты между политикой управления долгом и денежно-кредитной политикой, обусловленные различиями их целей—в центре управления долгом стоят вопросы сбалансирования стоимости и риска, а денежно-кредитная политика, как правило, направлена на достижение стабильности цен. Например, некоторые центральные банки предпочитают, чтобы правительство выпускало долговые инструменты с индексацией на инфляцию или привлекало заемные средства в иностранной валюте, укрепляя таким образом доверие к денежно-кредитной политике. Управляющие долгом могут счесть, что рынок еще недостаточно развит для таких долговых инструментов с индексацией на инфляцию и что долг, выраженный в иностранной валюте, усиливает фактор риска в балансе правительства. Могут возникнуть и конфликты между управляющими долгом и бюджетно-налоговыми органами, например, по потокам денежных средств, присущим данной структуре долга (например, выпуск долговых инструментов с нулевым купоном для переноса бремени долга на будущие поколения). По этой причине необходимо, чтобы координация осуществлялась в контексте четко определенных макроэкономических рамок.

17. **В тех случаях, когда это позволяет уровень финансового развития, следует разграничивать цели и ответственность в сфере управления долгом и в сфере денежно-кредитной политики.** Четкое определение функций и целей в сфере управления долгом и денежно-кредитной политики позволяет свести возможность конфликтов к минимуму. В странах с хорошо развитыми финансовыми рынками программы привлечения займов исходят из экономических и бюджетно-налоговых прогнозных оценок, включенных в государственный бюджет, а денежно-кредитная политика осуществляется независимо от управления долгом. Благодаря этому решения в сфере управления долгом не воспринимаются как решения, принятые под влиянием внутренней информации о решениях по процентным ставкам, и это позволяет избежать подозрения о наличии коллизии интересов в рыночных операциях. Цель снижения стоимости государственного долга со временем при удержании риска на

⁶ Дополнительные сведения по вопросам координации см. в: V. Sundararajan, Peter Dattels, and Hans J. Blomestein, eds., *Coordinating Public Debt and Monetary Management*, (Washington: IMF), 1997.

разумном уровне не должна приравниваться к полномочиям на снижение процентных ставок или воздействие на денежно-кредитные условия в стране. Аналогичным образом, цель сведения к минимуму стоимости/риска не должна считаться основанием для предоставления правительству дешевого кредита от центрального банка, а решения в сфере денежно-кредитной политики не должны приниматься из соображений управления долгом.

18. Управляющие долгом, органы бюджетно-налогового и денежно-кредитного регулирования должны обмениваться информацией о текущих и будущих потребностях правительства в ликвидных средствах. Поскольку денежно-кредитные операции нередко проводятся с использованием государственных долговых инструментов и их рынков, выбор денежно-кредитных инструментов и операционных процедур может повлиять на работу рынков государственных долговых инструментов и, потенциально, на финансовое положение дилеров на этих рынках. Аналогичным образом, для эффективного проведения денежно-кредитной политики необходимо хорошее понимание краткосрочных и долгосрочных финансовых потоков правительства. С учетом этого управляющие долгом и ответственные работники органов бюджетно-налогового и денежно-кредитного регулирования нередко проводят совместные заседания по обсуждению широкого круга принципиальных вопросов. На оперативном уровне между управляющими долгом и денежно-кредитными и бюджетно-налоговыми органами, как правило, налажен обмен информацией о текущих и будущих потребностях правительства в ликвидных средствах. Во многих случаях эти ведомства координируют свои рыночные операции, с тем чтобы не допустить одновременного участия двух таких ведомств в операциях в одном и том же сегменте рынка. Вместе с тем, обеспечение необходимой степени разграничения между управлением долгом и денежно-кредитной политикой может стать более трудной задачей в странах с менее развитыми финансовыми рынками, поскольку в этих странах операции по управлению долгом могут оказать относительно значительное воздействие на уровень процентных ставок и работу отечественного рынка капитала. Разрабатывая реформы, необходимые для достижения такого разграничения, важно не упустить из виду вопросы последовательности их проведения.

2. **Прозрачность и подотчетность**⁷

19. Как указано в «Кодексе надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике: декларация принципов» (Кодексе прозрачности в ДКФП), доводы в пользу прозрачности операций по управлению долгом основаны на двух главных предпосылках: во-первых, эффективность этих операций можно повысить в том случае, если общественность (финансовые рынки) осведомлена о целях и инструментах политики и заверения властей в твердой приверженности достижению этих целей внушают доверие; во-вторых, прозрачность может способствовать повышению качества общего управления благодаря усилению подотчетности центральных банков, министерств финансов и других государственных учреждений, участвующих в управлении долгом.

2.1 Ясность ролей, обязанностей и целей финансовых органов, ответственных за управление долгом

20. **Необходимо публично раскрывать информацию о распределении обязанностей между министерством финансов, центральным банком или же отдельным органом по управлению долгом по выработке рекомендаций в отношении политики управления долгом, осуществлению первичных выпусков долговых обязательств, механизмам вторичных рынков, организации депозитарных учреждений и механизмам клиринга и расчетов при торговле государственными ценными бумагами.**⁸ Прозрачность сферы полномочий и четкость правил и процедур операций центрального банка и министерства финансов помогают разрешению конфликтов между органом денежно-кредитного регулирования и органом по управлению долгом. Прозрачность и простота операций по управлению долгом и структуры долговых инструментов помогают снизить транзакционные издержки эмитентов и содействуют достижению портфельных целей. Кроме того, они способствуют ослаблению неопределенности среди инвесторов, снижают их транзакционные издержки и поощряют их более активное участие, и, со временем, помогают правительствам снизить стоимость обслуживания своего долга.

21. **Необходимо четко установить и публично раскрыть цели управления долгом и разъяснить, какие показатели приняты для измерения стоимости и**

⁷ В данном разделе используются аспекты, относящиеся к операциям по управлению долгом, «Кодекса надлежащей практики по обеспечению прозрачности в бюджетно-налоговой сфере: декларация принципов» (далее в тексте: Кодекс прозрачности в БНС) и «Кодекса надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике: декларация принципов». Подразделы настоящего раздела озаглавлены в соответствии с разделами Кодекса прозрачности в ДКФП.

⁸ См. Кодекс прозрачности в ДКФП, пункты 1.2, 1.3 и 5.2.

риска.⁹ В некоторых странах органы управления суверенным долгом публикуют, среди прочего, информацию о своих целевых ориентирах в отношении стоимости и риска, хотя такая практика не стала повсеместной. Накопленный опыт позволяет сказать, что такое раскрытие информации способствует укреплению доверия к программам управления долгом и достижению целей в сфере управления долгом. Публиковать необходимо также информацию о дополнительных целях, таких, например, как развитие внутреннего финансового рынка. При этом следует четко обозначить их связь с основной целью.

22. Ясность целей в сфере управления долгом необходима, чтобы развеять неуверенность в намерении правительства найти приемлемый баланс факторов стоимости и риска. Нечеткость целей нередко, особенно в периоды нестабильности рынка, оборачивается принятием ошибочных решений относительно методов управления накопленной задолженностью и видов выпускаемых обязательств, а это приводит к потенциально рискованным и дорогостоящим государственным портфелям долговых обязательств и снижает и без того низкую степень защищенности правительства от кризиса. Кроме того, отсутствие ясности в отношении целей создает обстановку неопределенности в финансовом сообществе. В результате такой неопределенности инвесторы вынуждены нести издержки, связанные с усилиями по выяснению и интерпретации целей и основ экономической политики правительства, и могут потребовать повышения премии за риск, а это приведет к росту стоимости обслуживания государственного долга.

2.2 Гласность процесса формулирования и представления отчетности о мерах политики в сфере управления долгом

23. **Необходимо публично раскрывать информацию о существенно важных аспектах операций по управлению долгом.** «Кодекс надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике: декларация принципов» подчеркивает значение и необходимость наличия четких правовых и административных основ управления долгом, в том числе механизмов координации и управления бюджетной и внебюджетной деятельностью.

24. Правила и процедуры первичного распределения государственных ценных бумаг, в том числе форма проведения аукционов, правила участия в них, порядок представления заявок и распределения, должны быть ясны и понятны всем участникам. Следует опубликовать также правила, регулирующие вопросы лицензирования первичных дилеров (в случае их участия) и других официально назначенных посредников по операциям с государственными ценными бумагами, включая критерии их отбора, а также их права и обязанности.¹⁰ Необходимо

⁹ См.: Кодекс прозрачности в ДКФП, пункты 1.3 и 5.1.

¹⁰ См.: Кодекс прозрачности в ДКФП, пункт 6.1.3.

опубликовать правила и процедуры, регулирующие операции на вторичном рынке государственных ценных бумаг, в том числе вопросы интервенций центрального банка как агента правительства по проведению операций по управлению долгом.¹¹

2.3 Доступ общественности к информации о мерах политики в сфере управления долгом

25. **Общественности должна быть предоставлена информация о прошлой, текущей и планируемой налогово-бюджетной деятельности правительства, включая финансирование, и о его консолидированном финансовом положении.** Важное значение имеет раскрытие информации о динамике и размерах накопленного (потоках и запасе) государственного долга (если возможно, как на кассовой основе, так и по методу начислений).¹² Либерализованные рынки капитала быстро реагируют на новую информацию и события, причем участники самых эффективных таких рынков реагируют на информацию, будь она опубликована или нет. Участники рынка будут догадываться о содержании нераскрываемой информации, и эмитент вряд ли сможет извлечь какую-либо долгосрочную выгоду от сокрытия существенно важной информации, например, о расчетных объемах и сроках выпуска новых долговых обязательств. Поэтому большинство управляющих долгом регулярно публикует программы предполагаемых выпусков внутренних займов. Некоторые из них придерживаются установленной схемы новых выпусков, оставляя за собой возможность определять суммы и сроки подлежащих реализации инструментов за одну или две недели до проведения аукциона.

26. **Правительству следует регулярно публиковать информацию об объеме и структуре своих долговых обязательств и финансовых активов, в том числе об их валютной структуре и структуре в разрезе сроков погашения и процентных ставок.**¹³ Следует регулярно публиковать сведения о финансовом положении государственного сектора.¹⁴ В случае наличия условных обязательств (например, в том случае, когда государство выступает в качестве спонсора прямых схем страхования вкладов) информация об их стоимости и особенностях риска должна раскрываться, по

¹¹ См.: Кодекс прозрачности в ДКФП, пункт 1.3.

¹² См.: Кодекс прозрачности в БНС, раздел II, Кодекс прозрачности в ДКФП, раздел VII..

¹³ См.: Кодекс прозрачности в БНС.

¹⁴ Межведомственная рабочая группа по финансовой статистике (РГФС) занимается в настоящее время разработкой системы представления статистических данных о внешнем долге. См.: *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users* (TFFS, Draft March 2000).

мере возможности, в государственной отчетности.¹⁵ Важно также, чтобы при первоначальном выпуске государственных ценных бумаг раскрывалась информация о режиме их налогообложения. Цели и бюджетные издержки налоговых льгот и освобождений по государственным ценным бумагам, если таковые предоставляются, также должны быть раскрыты.

27. Прозрачность и надежную политику можно рассматривать как взаимодополняющие компоненты. Тем не менее, «Кодекс надлежащей практике по обеспечению прозрачности денежно-кредитной и финансовой политики: декларация принципов» признает, что бывают условия, в которых целесообразно ограничить степень такой прозрачности.¹⁶ Например, правительства могут воздерживаться от обнародования своей стратегии установления цен в преддверии операций по выкупу долга, чтобы не допустить неблагоприятных подвижек в ценах. Однако, в целом, можно рассчитывать, что такие ограничивающие факторы в сфере операций по управлению долгом будут действовать лишь в относительно редких случаях.

2.4 Подотчетность и гарантии безупречности работы органов, ответственных за управление долгом

28. **Деятельность по управления долгом должна ежегодно проверяться внешними аудиторами.** Систему подотчетности в сфере управления долгом можно укрепить публичным раскрытием результатов аудиторской проверки операций по управлению долгом.¹⁷ Аудиты государственных финансовых отчетов должны проводиться на регулярной основе, а их результаты, включая информацию об операционных расходах и доходах, должны публиковаться в соответствии с заранее объявленным графиком.¹⁸ Национальный ревизионный орган типа ведомства, отвечающего за проведение аудитов государственных операций, должен своевременно готовить доклады о финансовой безупречности счетов центрального правительства. Кроме того, должны проводиться регулярные проверки результатов деятельности управляющих долгом, а также систем и процедур контроля.

¹⁵ Вопросы раскрытия условных обязательств дополнительно рассматриваются в разделе 5.2.

¹⁶ См.: Кодекс прозрачности в ДКФП, Введение.

¹⁷ См.: Кодекс прозрачности в ДКФП, пункты 1.2, 1.3, разделы IV и VIII.

¹⁸ Порядок проведения аудита может быть разным и определяется особенностями организационно-правовой структуры операций по управлению долгом.

3. Организационно-правовые основы

3.1 Управление

29. **В правовых основах должны быть разъяснены вопросы полномочий по привлечению займов и выпуску новых долговых обязательств, осуществлению инвестиций и проведению операций от имени правительства.** Полномочия на привлечение займов должны быть четко указаны в законодательстве.¹⁹ Надежная практика управления является одним из существенных компонентов управления суверенным долгом ввиду размеров государственных портфелей долговых обязательств.

30. Надежности финансовой системы и доверию к ней способствуют заверения в осмотрительности и эффективности управления государственным портфелем долговых обязательств. Кроме того, контрагенты должны быть уверены в том, что управляющие суверенным долгом имеют юридические полномочия представлять правительство и что правительство поддержит любые операции, проведенные его управляющими суверенным долгом. Одной из важных характеристик правовых основ являются полномочия на выпуск новых долговых обязательств, которые обычно излагаются либо в форме законодательного акта о полномочиях на привлечение займов в пределах заранее установленного лимита, либо в форме верхнего предела размера долга.

31. **Следует четко определить организационные рамки управления долгом и обеспечить четкость формулировок сфер полномочий и функций.**²⁰ Правовые механизмы должны опираться на делегирование соответствующих полномочий управляющим долгом. Из накопленного опыта известен ряд альтернатив организационно-правового распределения функции управления государственным долгом в одном или нескольких ведомствах, в том числе в одном или нескольких из следующих учреждений: министерство финансов, центральный банк, самостоятельное ведомство по управлению долгом и центральный депозитарий.²¹ Независимо от избранного подхода должно обеспечиваться соблюдение следующих ключевых требований: четкое определение базовой организационной структуры,

¹⁹ См. также: Кодекс прозрачности в БНС, пункт 1.2.

²⁰ См. также: раздел 2.1 настоящих наставлений и Кодекс прозрачности в ДКФП, пункт 5.2.

²¹ В ряде стран имеются приватизированные компоненты управления долгом в четко установленных пределах, например выполнение некоторых функций по оформлению операций и управлению накопленным долгом в иностранной валюте.

обеспечивающей управление долгом; наличие координации и обмена информацией; четкое определение круга полномочий соответствующих участников процесса.²²

32. Многие управляющие долгом представляют годовые отчеты об управлении долгом, в которых приводится обзор деятельности за предыдущий год и общий обзор планов привлечения займов на текущий год, составленных на основе годовых бюджетных оценок. Такие отчеты способствуют усилению подотчетности управляющих государственным долгом. Полезны они и финансовым рынкам, поскольку раскрывают критерии, в соответствии с которыми составлены программы долга, и допущения и компромиссы, на основе которых определены эти критерии, а также результаты деятельности управляющих долгом по соблюдению последних.

3.2 Управление внутренними операциями

33. **Управление рисками убытков государства в результате неадекватного операционного контроля должно осуществляться на основе четко сформулированных положений, определяющих круг обязанностей персонала, а также ясных правил мониторинга и контроля и механизмов отчетности.** Операционный риск, вытекающий из недостаточности контроля и нарушений установленных правил, может привести к значительным убыткам для правительства и подорвать репутацию управляющих долгом. Важную роль в снижении степени операционного риска играет надежная практика мониторинга и контроля рисков.

34. Операционная ответственность за управление долгом, как правило, распределяется между отделом операций и отделом обработки документации, каждый из которых имеет свои четко разграниченные функции и схемы подотчетности, а также отдельные каналы представления отчетности. Отдел операций обычно отвечает за осуществление операций на финансовых рынках, в том числе за управление аукционами и другими формами привлечения займов, а также за все иные операции по финансированию. Важно обеспечить, чтобы обязанности по проведению рыночной операции и введению этой операции в систему учета возлагались на разных людей. Отдел по оформлению документации занимается проведением расчетов по операциям и ведением финансового учета. В ряде случаев создаются также отдельные промежуточные отделы или офисы по управлению риском, задача которых состоит в проведении анализа риска, ведении мониторинга и представлении отчетности по портфельным рискам и оценке результатов деятельности управляющих долгом в сопоставлении с любыми стратегическими целевыми ориентирами. Такое разделение обязанностей способствует независимости лиц, отвечающих за создание и мониторинг системы управления рисками и оценку результатов деятельности, от лиц,

²² Если основная ответственность за управление долгом возложена на центральный банк, то в этом случае особенно важно обеспечивать ясность и четкое разграничение целей в области управления долгом и денежно-кредитной политики.

занимающихся проведением рыночных операций. В тех случаях, когда услуги по управлению долгом (например, по регистрации и проведению аукционных торгов) предоставляются центральным банком, действующим от имени управляющих государственным долгом, обязанности и ответственность каждой из сторон могут быть официально закреплены при подписании агентского соглашения между центральным банком и управляющими государственным долгом.

35. Управлять государственным долгом должен персонал, сочетающий навыки работы на финансовых рынках (такие как управление портфелем и анализ риска) с навыками осуществления государственной политики. Способность привлекать и удерживать высококвалифицированные кадры управляющих долгом имеет решающее значение для снижения степени операционного риска в любой организационно-правовой структуре. Решить эту задачу не так просто во многих странах, особенно там, где такие кадры пользуются большим спросом в частном секторе или наблюдается общий дефицит таких навыков. Инвестиции в подготовку кадров помогают решать эти проблемы, но при значительной разнице между заработной платой в государственном и частном секторах, в управлении государственным долгом нередко с трудом удается сохранять такие навыки.

36. **Деятельность по управлению долгом должна опираться на систему представления точной и всеобъемлющей управленческой информации с надлежащими мерами защиты.** Страны, находящиеся на первом этапе процесса создания потенциала управления государственным долгом, должны уделять приоритетное значение точному отражению учета долга и представлению отчетности по долгу. Это необходимо не только для получения данных о долге и обеспечения своевременности платежей по обслуживанию долга, но и для повышения качества бюджетной отчетности и прозрачности государственной финансовой отчетности. Необходимо, чтобы система управленческой информации обеспечивала отражение всех значимых денежных потоков и была полностью интегрирована в систему государственного учета. Хотя такие системы имеют важнейшее значение для управления долгом и анализа рисков, их внедрение нередко ставит сложнейшие задачи перед управляющими долгом, поскольку сопряжено со значительными расходами и затратами времени руководящих сотрудников. Однако стоимость и степень сложности такой системы должны соответствовать потребностям организации.

37. **Сотрудники, занятые управлением долга, должны вести свои личные финансовые дела в соответствии с требованиями, изложенными в кодексе поведения и инструкциях относительно коллизии интересов.** Это позволит развеять опасения по поводу того, что надежность практики управления долгом может быть подорвана действиями сотрудников, преследующих свои личные финансовые интересы.

38. **Необходимо ввести надежные процедуры уменьшения риска серьезных нарушений деятельности по управлению долгом в результате стихийных бедствий, социальных потрясений или террористических актов.** В настоящее

время выпуски государственных долговых обязательств все чаще осуществляются на основе эффективных и безопасных систем электронного учета, в связи с чем резко возрастает значение процедур восстановления деловых операций, в том числе резервных систем и механизмов контроля, обеспечивающих непрерывность операций по управлению государственным долгом, достоверность учета прав собственности и полную уверенность держателей долговых обязательств в безопасности своих инвестиций.

4. Стратегия управления долгом

39. **Риски, присущие структуре государственного долга, должны тщательно контролироваться и оцениваться. Такие риски необходимо устранять в максимально возможной степени путем внесения изменений в структуру долга, однако с учетом связанных с этим издержек.** Во вставке 2 приводится краткое описание опасностей, подстерегающих управляющих государственным долгом. Существует целый диапазон мер и инструментов политики, при помощи которых можно управлять этими рисками.

40. Для выявления и регулирования рыночного риска необходимо провести анализ финансовых характеристик доходов и иных потоков денежных средств, имеющихся в распоряжении правительства для обслуживания займов, и выбрать портфель обязательств, в наибольшей степени соответствующих этим характеристикам. Инструменты хеджирования, если таковые имеются, можно использовать для приближения портфеля долговых обязательств по стоимостным и рисковым особенностям к желательному.

41. В ряде стран с формирующимся рынком правительствам для удержания рисков пролонгации под контролем стоило бы примириться с более высокими премиями за риск ликвидности, ввиду того что сосредоточение долга в базовых выпусках-ориентирах в ключевых точках на кривой доходности может увеличить риск пролонгации. С другой стороны, возвращение выпущенных ранее ценных бумаг в целях формирования базового выпуска-ориентира может привести к росту ликвидности рынка и, благодаря этому, к снижению премии за риск ликвидности в доходности по государственным ценным бумагам и снижению стоимости обслуживания государственного долга. Правительства, стремящиеся сформировать базовые выпуски-ориентиры, нередко держат ликвидные финансовые активы, распределяют структуру сроков погашения в портфеле долговых обязательств по кривой доходности и прибегают к выкупу внутреннего долга, конверсиям или свопам прежних и новых выпусков для управления связанными с этим рисками пролонгации

Вставка 2. Некоторые опасности, подстерегающие управляющих долгом

1. *Усиление уязвимости финансового положения правительства в результате повышения степени риска, даже если это приводит к снижению затрат и дефицита в краткосрочной перспективе.*

Управляющие долгом не должны подвергать свои портфели риску крупных или катастрофических потерь, пусть даже весьма маловероятных, в погоне за незначительной экономией расходов, представляющейся относительно «свободной от риска».

- Структура сроков погашения. Правительства делают межвременной альтернативный выбор между краткосрочными и долгосрочными издержками, управление которыми должно быть взвешенным и осторожным. Например, из-за чрезмерного упора на краткосрочные обязательства или бумаги с плавающей ставкой, обусловленного желанием извлечь выгоды из более низких краткосрочных процентных ставок, правительства могут оказаться беззащитными перед угрозой нестабильности и, возможно, увеличения расходов на обслуживание долга в случае повышения процентных ставок и риском дефолта в случае невозможности пролонгировать государственный долг по любой цене. Она может также повлиять на достижение целей центрального банка в денежно-кредитной сфере.
- Чрезмерные нехеджированные валютные риски. Такие риски принимают самые разные формы, но в преобладающем большинстве случаев обуславливаются прямым выпуском долга, выраженного в иностранной валюте или индексируемого относительно иностранной валюты. Из-за такой практики правительства могут оказаться беззащитными перед угрозой нестабильности и, возможно, увеличения затрат на обслуживание долга в случае снижения обменного курса национальной валюты и перед риском дефолта в случае невозможности пролонгировать государственный долг.
- Облигации с встроенным опционом «пут». При плохом управлении такими облигациями возрастает степень неопределенности для эмитента, в результате чего фактически сокращается срок действия ценных бумаг в портфеле и повышается степень рыночного/продолгационного риска.

2. *Практика управления долгом, приводящая к искажению решений в частном секторе по сравнению с государственным сектором и недооценке реальных процентных расходов.*

- Облигации, обеспеченные акциями государственных предприятий или иными активами. Наряду с недооценкой базовых издержек по выплате процентов такие облигации могут привести к искажению решений по управлению активами.
- Облигации, обеспечиваемые конкретными источниками будущих налоговых поступлений. Если заранее определено, что приток будущих поступлений пойдет на оплату конкретных долговых обязательств, правительство будет в меньшей степени склонно к проведению реформ, влияющих на эти поступления, даже при совершенствовании такими реформами налоговой системы.
- Долговые обязательства, освобождаемые от налога или облагаемые по сниженной ставке. Цель такой практики—стимулировать размещение государственных облигаций. Ее последствия для дефицита неоднозначны, поскольку зависят от налогообложения конкурирующих активов и от того, уравновешены ли нормы прибыли после уплаты налога по облагаемым и освобожденным от налога государственным бумагам.

3. *Представление недостоверной отчетности по условным обязательствам и гарантиям долга. Это может привести к занижению оценки реального уровня государственных обязательств.*

- Недостаточная координация процедур в вопросах привлечения займов нижестоящими органами госуправления (иногда под гарантии центрального правительства) или госпредприятиями.

Вставка 2. Некоторые опасности, подстерегающие управляющих долгом (окончание)

- Регулярное прощение долгов нижестоящих органов государственного управления или государственных предприятий.
 - Предоставление гарантий по ссудам, вероятность расплаты гаранта по которым высока (в отсутствие предусмотренных для этого соответствующих бюджетных ассигнований).
4. *Использование нерыночных каналов финансирования.* В ряде случаев такая практика однозначно ведет к искажениям.
- Специальные договоренности с центральным банком о предоставлении льготных кредитов, включая овердрафты по нулевой или низкой ставке или особые казначейские векселя.
 - Принудительное заимствование у поставщиков либо в виде просроченной оплаты по расходам, либо выписывания векселей и целевых механизмов заимствования. Такая практика, как правило, ведет к росту цен в государственных расходах.
 - Создание рынка гарантированного размещения государственных ценных бумаг. Например, в некоторых странах государственный пенсионный фонд должен в обязательном порядке покупать государственные ценные бумаги. В других случаях банки обязаны приобретать государственные облигации на сумму, равную определенному проценту от суммы их депозитов. Хотя такие нормативы соотношения ликвидных активов иногда служат полезным средством пруденциального управления ликвидностью, они могут оказывать искажающее воздействие на стоимость обслуживания долга и на развитие событий на финансовом рынке.
5. *Неадекватный контроль и/или учет принятия и оплаты долговых обязательств и/или держателей долговых обязательств.* Это ведет к ослаблению государственного контроля за базой налогообложения и/или массой находящихся в обращении долговых обязательств.
- Отсутствие учета скрытых процентов по долгосрочным облигациям с нулевой процентной ставкой. Несмотря на то, что отсутствие учета скрытых процентов помогает улучшить кассовую позицию правительства, оно ведет к недооценке истинного размера дефицита.
 - Слишком широкие полномочия на принятие долговых обязательств. Причины этого могут крыться в отсутствии требований о представлении парламенту отчетности о принятых долговых обязательствах или в отсутствии лимитов привлечения займов или предельного размера долга. Вместе с тем, полномочия должны быть достаточными для обеспечения выполнения непогашенных обязательств по обслуживанию долга.
 - Неадекватные меры контроля суммы непогашенного долга. В некоторых странах сбои внутренних операций и плохая документация привели к выпуску долговых обязательств сверх официально разрешенной суммы.
 - Обременительные правовые требования к некоторым формам заимствования. В некоторых странах более строгие правовые требования к долгосрочному заимствованию (по сравнению с краткосрочным) привели к диспропорциональному упору на краткосрочные займы, усугубив риск пролонгации.

42. Иногда на управляющих долгом возлагаются также обязанности по казначейскому управлению.²³ В тех странах, где управляющие долгом отвечают за управление ликвидными активами, управляющие долгом приняли комплексный подход к управлению кредитным риском по своим инвестициям в ликвидные финансовые активы и операциям с производными финансовыми инструментами.²⁴ В странах, в которых широко используются кредитные рейтинги, менеджерам долга следует ограничивать сферу своих инвестиций лишь объектами, имеющими кредитный рейтинг от независимых рейтинговых агентств, отвечающим заранее установленным минимальным требованиям. Наряду с этим, все органы государственного управления должны ограничивать размер рисков по отдельным контрагентам установив лимиты с учетом консолидированной финансовой позиции правительства по операциям с этим контрагентом, проводимым в рамках управления долгом и валютными резервами. Кредитным риском можно управлять также путем диверсификации портфеля по целому ряду приемлемых финансовых контрагентов, а также путем заключения залоговых соглашений. Расчетный риск регулируется четкими и документированными процедурами расчетов и обязанностями, а во многих случаях устанавливаются также лимиты на размер платежей, осуществляемых через любой отдельно взятый расчетный банк.

43. **В целях содействия обоснованному принятию решений о привлечении займов и снижению риска для правительства управляющим долгом следует обращать внимание на финансовый риск и другие виды рисков, характерных для государственных денежных потоков.** Вместо простого рассмотрения структуры долга, взятой отдельно, некоторые правительства считают полезным рассматривать управление долгом в более широких рамках баланса правительства и характера его доходов и потоков денежных средств. Независимо от публикации балансов государственных операций, в концептуальном плане такой баланс есть у всех правительств, и рассмотрение финансовых и иных рисков, присущих государственным активам, может помочь управляющему долгом прийти к важным заключениям по

²³ В ряде стран управляющие долгом несут ответственность за управление определенными активами в составе валютных резервов. В настоящей работе данный вопрос не рассматривается.

²⁴ В число производных финансовых инструментов, наиболее часто используемых в управлении долгом, входят процентные свопы и межвалютные свопы. При помощи процентных свопов управляющие долгом могут корректировать свойственный долговому портфелю риск изменения процентных ставок, например, путем синтетического обмена облигаций с фиксированной ставкой на облигации с плавающей ставкой. Аналогичным образом, межвалютные свопы можно использовать для внесения синтетических изменений в валютный риск по долговому обязательству. Кроме того, в ряде стран выпускаются долговые обязательства с встроенным опционом на покупку или продажу.

поводу управления рисками в государственном портфеле долговых обязательств. Например, из концептуального анализа баланса сектора государственного управления управляющие долгом могут получить полезные сведения о том, в какой мере сложившаяся структура долга соответствует доходам и денежным потокам, имеющимся в распоряжении правительства для обслуживания этого долга. В большинстве стран преобладающую часть этих средств составляют налоговые поступления, которые обычно выражаются в национальной валюте. В таком случае риск, присущий балансу правительства, можно сократить при помощи выпуска долговых обязательств преимущественно в виде долгосрочных ценных бумаг по фиксированной ставке в национальной валюте. У стран, не имеющих развитых внутренних рынков долговых инструментов, нет такой возможности и их правительствам нередко приходится делать выбор между выпуском краткосрочного или индексируемого внутреннего долга и выпуском долга в иностранной валюте. Нельзя упускать из виду также проблемы, связанные с вытеснением с рынка заемщиков из частного сектора и сложностью выпуска долга в национальной валюте в странах с высокой степенью долларизации экономики. Тем не менее, финансовый анализ доходов и денежных потоков правительства может служить надежной основой для измерения издержек и рисков, связанных с реализацией возможных стратегий управления государственным долговым портфелем. Краткое описание метода управления активами и пассивами дается во вставке 3.

44. Некоторые страны распространили этот метод на другие государственные активы и обязательства. Например, в ряде стран, финансирующих свои валютные резервы за счет займов в иностранной валюте, управляющим долгом удалось снизить риск на балансе правительства путем приведения валютного состава долга, лежащего в основе резервов (с учетом производных инструментов и других операций хеджирования), в соответствие с валютным составом резервов. Однако другие страны не перешли на такую практику по соображениям, продиктованным целями курсовой политики и организационно-правовыми основами, в том числе из-за вопросов, связанных с проведением интервенций и ролью и независимостью центрального банка.

Вставка 3. Управление активами и пассивами

Некоторые правительства стремятся перенять опыт компаний, успешно управляющих риском, присущим основному виду их деятельности, и финансовыми рисками. Например, финансовые посредники в ходе управления своим бизнесом и финансовыми рисками пытаются привести финансовые характеристики своих обязательств в соответствие со своими активами (забалансовыми, а также балансовыми) с учетом своих основных деловых целей. Такой подход известен под названием управления активами и пассивами (УАП). Например, компания по страхованию жизни занимается продажей полисов страхования жизни, которым свойственна относительно стабильная структура ожидаемых долгосрочных выплат, определяемая на основе актуарных таблиц ожидаемой смертности. Для снижения своего финансового риска компания по страхованию жизни будет вкладывать выручку от продажи своих полисов в долгосрочные активы для достижения соответствия с ожидаемыми выплатами по полисам.

В каком-то отношении правительство напоминает компанию. Оно получает доходы от налогоплательщиков и из других источников и направляет их на оплату операционных расходов, трансфертные платежи, покупку иностранной валюты, инвестиции в государственную инфраструктуру и государственные предприятия и оплату расходов по обслуживанию долга. Наряду с этим правительство может выдавать ссуды и предоставлять гарантии, как в открытой, так и скрытой форме. Эти разнообразные правительственные операции могут проводиться в целях решения обширного комплекса задач в сфере макроэкономики, регулирования, национальной обороны и социальной политики. Однако в ходе этой работы правительство сталкивается с угрозой финансовых и кредитных рисков, которыми можно управлять при помощи анализа видов рисков, связанных с его активами и пассивами.

Существуют важные различия между ролью правительства и ролью частных компаний. Хотя ряд правительств уже попытался составить баланс, количественно определяющий стоимость их активов и обязательств, и хотя такие усилия в будущем, возможно, будут предпринимать и другие правительства, это не имеет существенного значения с точки зрения метода УАП. Задача метода УАП заключается в другом: в рассмотрении различных типов активов и обязательств, которыми управляет правительство, и изучении вопроса о том, можно ли, основываясь на финансовых характеристиках, связанных с этим активами, получить представление о методах, при помощи которых следует управлять стоимостью и рисками государственных обязательств. В ходе этого анализа изучаются финансовые характеристики денежных потоков по активам и производится отбор, насколько это возможно, пассивов с совпадающими характеристиками. Даже если полное совпадение недостижимо или сопряжено с чрезмерными затратами, анализ денежных потоков дает основу для измерения рисков в портфеле обязательств и размера уступок в плане стоимости/риска.

Применение подхода, исходящего из концептуальных принципов УАП, при решении проблем управления долгом полезно по ряду причин. Он выгоден уже в том смысле, что связывает анализ стоимости/риска в государственном долговом портфеле с анализом государственных доходов, за счет которых будет обслуживаться долг,—доходов, чаще всего представляемых налоговыми поступлениями правительства. Благодаря ему у управляющих государственным долгом появляется возможность обратить внимание на другие виды портфелей активов и пассивов, находящихся в распоряжении правительства, а не только на портфели его налоговых поступлений и непосредственных долговых обязательств. Оценка основных рисков, угрожающих этим портфелям, может помочь правительству в разработке комплексной стратегии мер по снижению общего уровня риска на балансе правительства. Метод УАП полезен также как основа рассмотрения системы организации управления балансом правительства. Это полезно, например, при принятии решений относительно того, стоит ли правительству оставлять в государственной собственности производство тех или иных товаров и услуг, а также относительно оптимальной организационной структуры управления активами, которые правительство пожелает сохранить за собой.

Применение метода УАП в управлении позициями правительства по финансовым рискам более подробно рассматривается в готовящейся к выходу в свет публикации Всемирного банка *Sound Practices in Sovereign Debt Management* (Надежная практика управления суверенным долгом).

45. Управляющие долгом должны тщательно оценивать риски, связанные с долговыми обязательствами в иностранной валюте, краткосрочным долгом и долгом с плавающей ставкой, и управлять ими с большой осторожностью.

Стратегии управления долгом, чрезмерно полагающиеся на долг, выраженный в иностранной валюте или индексируемый по инвалюте, и краткосрочный долг (включая долг по плавающей ставке), весьма рискованы. Например, хотя долг в иностранной валюте может априорно показаться менее дорогостоящим, чем долг на такой же срок в национальной валюте (учитывая, что цена последнего может включать более высокие премии за валютный и ликвидный риски), на деле он может оказаться весьма дорогостоящим в условиях неустойчивых рынков капитала или в случае падения курса национальной валюты. Кроме того, управляющие долгом не должны забывать о том, что выбор того или иного валютного режима может повлиять на характер взаимосвязей между управлением долгом и денежно-кредитной политикой. Например, долг в иностранной валюте может показаться менее дорогостоящим при режиме фиксированного обменного курса, поскольку такой режим устанавливает пределы колебаний обменного курса. Однако такой долг может оказаться чрезвычайно рискованным, если поддержание валютного режима станет экономически неприемлемым.

46. Краткосрочный долг или долг с плавающей ставкой (независимо от того, выражен ли он в национальной или в иностранной валюте), который в условиях восходящей кривой доходности априорно представляется менее дорогостоящим в долгосрочной перспективе, может обернуться для правительства серьезным риском пролонгации. Такой долг может удержать центральный банк от повышения процентных ставок в целях борьбы с инфляцией или поддержки обменного курса из-за опасений краткосрочного воздействия этой меры на финансовое положение правительства, даже когда такое повышение оправдано с точки зрения макроэкономического регулирования и при снижении надбавки за риск способствовало бы снижению процентных ставок в более долгосрочной перспективе. Макроэкономическая уязвимость может при этом усилиться, если произойдет внезапный сдвиг в настроениях рынка относительно способности правительства погасить долг или заметное повышение процентных ставок, обусловленное внешними причинами. Во многих странах с формирующимся рынком задолженность в форме краткосрочных обязательств и обязательств по плавающей ставке имеет слишком большой удельный вес в составе государственного долга. С другой стороны, чрезмерный уклон в сторону долгосрочного финансирования также сопряжен с рисками в том случае, если правительство, при определенных обстоятельствах, испытывает искушение снизить величину такого долга в реальном выражении начав внезапные инфляционные процессы. Любая обеспокоенность по этому поводу проявится в росте текущей и будущей стоимости привлечения займов. Кроме того, при неожиданной дезинфляции бремя обслуживания долга фактически возрастет в реальном выражении. Это может вызвать напряженность в странах, вынужденных платить высокую премию за риск из-за и без того тяжелого бремени задолженности.

47. Без развитого внутреннего рынка долговых обязательств, выраженных в национальной валюте, правительство может оказаться не в состоянии выпускать при разумных затратах долгосрочные долговые обязательства, выраженные в национальной валюте, и в результате вынуждено выбирать между рискованным краткосрочным долгом в национальной валюте или с плавающей ставкой и более долгосрочным, но также рискованным валютным долгом. Но и здесь, ввиду потенциальных значительных экономических потерь в случае неспособности правительства пролонгировать свою задолженность, риск пролонгации заслуживает особого внимания и снизить этот риск можно продлением срока погашения новых выпусков долговых обязательств. Варианты по продлению сроков погашения включают выпуск долговых обязательств с плавающей ставкой, валютных и индексированных по курсу валюты и на инфляцию.²⁵ В среднесрочной перспективе стратегия развития рынка долговых обязательств в национальной валюте способна ослабить это ограничение и позволить выпуск долговых обязательств с менее рискованной структурой, что следует отразить в общей стратегии управления долгом. В этом контексте постепенное удлинение срока погашения новых долговых обязательств в национальной валюте с фиксированной ставкой может привести к росту затрат в краткосрочной перспективе, но снизит риск пролонгации и зачастую служит важным шагом в развитии рынков долговых обязательств в национальной валюте. Однако, по мере возможности, следует избегать структуры долга, ведущей к чрезвычайно “нерегулярным” потокам денежных средств.

48. **Необходима стратегия мер по экономически эффективному управлению денежными средствами, обеспечивающая большую вероятность способности властей страны выполнять свои финансовые обязательства по мере наступления их срока.** Потребность в экономически эффективном управлении денежными средствами обусловлена тем, что подходящий момент для выпуска новых ценных бумаг не обязательно совпадает со сроками запланированных расходов. В случае правительств, лишенных надежного доступа к рынкам капитала, наличие ликвидных финансовых активов и условных кредитных линий может обеспечить необходимую свободу маневра в проведении операций по управлению долгом и денежными средствами при временных нарушениях работы финансового рынка. Такие активы и кредитные линии позволяют правительствам выполнять свои обязательства и преодолевать последствия потрясений в периоды временного сокращения или чрезмерного вздорожания доступа к займам на рынках капитала. Ликвидные активы служат, однако, более надежным источником средств, чем не обремененные условиями условные кредитные линии, поскольку финансовые учреждения, вынужденные предоставить средства по этим линиям, могут попытаться сдержать рост

²⁵ Несмотря на возможность снизить риск пролонгации при помощи таких более долгосрочных инструментов, ввиду *краткосрочности* долговых обязательств с плавающей ставкой и индексацией эмитент все же не защищен от потенциальной изменчивости затрат на обслуживание долга.

своих концентраций риска закрытием других кредитных линий, предоставленных правительству. С другой стороны, правительства, имеющие надежный доступ к рынкам капитала, иногда предпочитают ограничивать размеры своих портфелей ликвидных финансовых активов, полагаясь вместо этого на краткосрочные займы и механизмы овердрафта как средство управления ежедневными колебаниями потоков своих доходов и денежных средств. Надежное управление денежными средствами должно опираться на эффективную инфраструктуру платежей и расчетов, в основе которых нередко лежат не имеющие материальной формы ценные бумаги и их централизованный безбумажный реестр.

49. Надежное управление денежными средствами по своей природе сочетает элементы управления долгом и денежно-кредитные операции. Особенно в некоторых развивающихся странах, которые не считают эту задачу приоритетной, плохие или неадекватные методы управления денежными средствами мешали эффективной деятельности по управлению долгом и проведению денежно-кредитной политики.²⁶ Несмотря на желательность четкого разграничения целей и ответственности за управление долгом и денежно-кредитную политику, поиски ликвидности ставят непростые задачи перед управляющими денежными средствами, которые было бы проще решить в условиях интеграции функций по управлению долгом и денежными средствами в одном учреждении или при тесном сотрудничестве.²⁷ В случае разделения функций по управлению долгом и денежными средствами, например, между центральным банком и казначейством или министерством финансов, соответственно, тесная координация и двусторонние потоки информации имеют первостепенное значение для предотвращения краткосрочных неувязок между деятельностью по управлению долгом и денежно-кредитными операциями. Четкое надлежащее разграничение институциональных обязанностей—на базе официального соглашения об услугах—должностных лиц центрального банка, казначейства и управления долгом, может дополнительно укрепить надежные методы управления денежными средствами.

50. Проведение обоснованной политики официальных валютных резервов может сыграть также важную роль в расширении свободы маневра правительства при выполнении своих финансовых обязательств в условиях экономических и финансовых потрясений. Во вставке 4 приводится сводка ряда макроэкономических показателей, которые могут служить отправной точкой при оценке внешней уязвимости страны.²⁸ В

²⁶ Неплатежи по расчетам служат широко распространенным примером плохого управления денежными средствами—см. вставку 2.

²⁷ См. наставление 1.3.

²⁸ Дополнительные сведения о целях хранения валютных резервов и факторах, воздействующих на достаточность резервов при различных валютных режимах, можно найти в работе: Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability (SM/00/65, 3/23/00).

Вставка 4. Обзор показателей внешней уязвимости

Показатели достаточности резервов	Описание
Отношение резервов к краткосрочному внешнему долгу	Единственный важнейший показатель достаточности резервов в странах, имеющих значительные, но ненадежные возможности доступа к рынкам капитала. Должен исходить из показателя резервов, соответствующего «Руководству по платежному балансу. Пятое издание» и операционным принципам составления раздела о резервах в «Специальном стандарте на распространение данных», а также комплексного показателя краткосрочного долга государственного и частного секторов на основе остающегося до погашения срока.
Отношение резервов к импорту	Полезный показатель потребностей в резервах в странах, имеющих ограниченный доступ к рынкам капитала; по сути соотносит уровень резервов с размером и степенью открытости экономики.
Отношение резервов к широкому показателю денежной массы	Показатель потенциального воздействия утраты доверия к национальной валюте, которая ведет к вывозу капитала резидентами (бегству капитала). Особенно полезен для стран со слабым банковским сектором и/или еще не упрочившимся доверием к валютному режиму. Есть, однако, и другие потенциальные источники бегства капитала.
Показатели, связанные с долгом	Показатели, связанные с долгом, должны использоваться главным образом в контексте среднесрочных сценариев, позволяющих анализировать экономическую приемлемость или устойчивость долга во времени и при самых разных альтернативных допущениях.
Отношение внешнего долга к экспорту	Полезный показатель трендов долга, тесно связанный со способностью страны погасить долг.
Отношение внешнего долга к ВВП	Полезный показатель, соотносящий долг с ресурсной базой (отражает потенциал в плане переориентации производства на экспорт в целях улучшения способности страны погасить свой долг).
Средняя процентная ставка по внешнему долгу	Полезный показатель условий займов. В сочетании с отношениями долга к ВВП и долга к экспорту, а также прогнозируемым ростом экономики служит ключевым показателем при оценке экономической приемлемости долга.
Средний срок погашения обязательств	Полезен для однородных категорий, таких, например, как нельготный долг государственного сектора, в плане отслеживания сокращения сроков обязательств или усилий по ограничению уязвимости в будущем.
Доля внешнего долга, выраженного в иностранной валюте в общей сумме внешнего долга	Полезный показатель воздействия изменений обменного курса на долг (последствий для баланса), особенно в сочетании с информацией о производных инструментах, меняющих фактический валютный состав.

Источник: “Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability” (SM/00/65), IMF, 2000.

более общем плане, уровень валютных резервов должен устанавливаться с учетом возможностей доступа правительства к рынкам капитала, валютного режима, основных экономических показателей страны, стоимости хранения резервов и суммы непогашенного краткосрочного долга в иностранной валюте. Правительствам, не имеющим надежного доступа к международным рынкам капитала, стоит подумать о целесообразности резервов в форме, должным образом соответствующей краткосрочному внешнему долгу страны, независимо от того, в чьих руках находятся обязательства по этому долгу—резидентов или нерезидентов. Кроме того, есть ряд показателей, которые конкретно относятся к состоянию государственного долга и должны приниматься во внимание управляющими долгом. Представляется, что с точки зрения управления государственным долгом весьма актуальны, например, показатели отношения долга к ВВП и налоговым поступлениям, а также такие показатели, как коэффициент обслуживания долга, средняя процентная ставка, различные показатели сроков погашения и показатели состава долга.

5. Система управления риском

51. **Необходимо разработать систему, при помощи которой управляющие долгом могли бы выявлять альтернативные варианты и управлять ими в плане ожидаемых затрат и рисков в портфеле государственных долговых инструментов.** Стоимость государственного долга включает два компонента: (1) финансовые затраты, которые обычно считаются равными стоимости обслуживания долга в средне- и долгосрочной перспективе (и могут измеряться в плане влияния на положение бюджета правительства), и (2) потенциальное стоимостное выражение реальных экономических убытков, которые могут возникнуть в результате финансового кризиса, если правительство столкнется с трудностями при пролонгации своей задолженности или объявит дефолт.²⁹ Чтобы рассчитать ожидаемую стоимость долга при конкретной стратегии управления портфелем, расходы на обслуживание долга можно экстраполировать в средне- и долгосрочной перспективе, исходя из допущений в отношении будущих процентных ставок, обменных курсов и потребностей в заимствовании. Для минимизации субъективности при выборе среди различных стратегий, некоторые правительства пользуются “рыночно-нейтральными” допущениями о будущих процентных ставках и обменных курсах; например, исходя из рыночных показателей форвардных ставок или простых

²⁹ В большинстве стран финансовые затраты и риск государственного долга в средне- и долгосрочной перспективе измеряются будущим потоком расходов по номинальному обслуживанию долга. Но для стран, активно управляющих своими долговыми портфелями с целью воспользоваться ожидаемыми изменениями процентных ставок и обменных курсов, отклоняющимися от заложенных к текущих ценах рынка, чистый доход от их торговых позиций часто измеряется изменением рыночной стоимости портфеля, предназначенного для торговых операций, тогда как риск часто измеряется разницей в этих изменениях.

допущений о том, что ставки и курсы останутся неизменными, и т.п. Ожидаемые расходы можно оценить как в плане прогнозируемых финансовых последствий для бюджета правительства или другого показателя его фискального положения, так и возможных реальных затрат в случае потенциально неустойчивого обслуживания долга в плане его воздействия на будущие налоговые ставки или государственные программы или же в случае потенциального дефолта.

52. Рыночный риск тогда измеряется потенциальным ростом затрат на обслуживание долга, вытекающим из отклонений процентных ставок или обменных курсов, по сравнению с ожидаемыми затратами. Следует также учесть потенциальные реальные экономические убытки, вытекающие из такого роста затрат в случае неспособности правительств пролонгировать свою задолженность. Управляющие суверенным долгом обычно управляют и несколькими другими типами риска, сводка которых приводится во вставке 1. Важная роль управляющего долгом заключается в выявлении этих рисков, оценке порядка их величины по мере возможности и в разработке предпочтительной стратегии управления альтернативным выбором между ожидаемыми затратами и риском. На управляющих долгом обычно возлагается также ответственность за осуществление политики управления портфелем и рисками, после утверждения этой политики правительством. Для того чтобы справиться с вышеуказанными обязанностями управляющие долгом должны иметь доступ к широкому кругу финансовых и макроэкономических прогнозов. Они должны также иметь возможность пользоваться материалами учета официальных активов и обязательств на кассовой основе или по методу начислений, если такой учет ведется. Кроме того, управляющим долгом необходима полная информация о графике предстоящих платежей по выплате купонов и основной суммы, а также о прочих характеристиках государственных долговых обязательств наряду с бюджетными прогнозами будущих потребностей в заимствовании.

53. **Для оценки риска управляющие долгом должны проводить регулярные стресс-тесты портфеля долговых инструментов на основе экономических и финансовых потрясений, потенциально угрожающих правительству и, в более общем плане, стране в целом.** Такая оценка нередко проводится при помощи различных финансовых моделей—от простых моделей на основе определенных сценариев до более сложных моделей, требующих применения самых продвинутых методов статистики и моделирования.³⁰ Управляющие долгом должны строить такие модели с учетом риска неспособности правительства пролонгировать свой долг и необходимости объявить дефолт, что повлечет затраты, затрагивающие не только

³⁰ К использованию сложных моделей следует подходить с осторожностью. Недостатки данных могут существенно ограничивать полезность этих моделей, а полученные результаты сильно зависят от моделей и применяемых параметров. Например, поведение некоторых параметров меняется при чрезвычайных обстоятельствах или на нем сказываются ответные меры политики.

государственный бюджет. Кроме того, управляющие долгом должны принимать во внимание взаимодействие между финансовым положением правительства и финансовым состоянием финансового и нефинансового секторов в периоды напряженности, так чтобы действия по управлению государственным долгом не усугубляли риски в частном секторе.³¹ В целом, используемые модели должны позволять управляющим государственным долгом проводить следующие виды анализа риска:

- прогнозировать будущие расходы по обслуживанию долга в средне- и долгосрочной перспективе, основываясь на допущениях относительно факторов, определяющих способность страны обслуживать долг, таких, например, как: новые потребности в финансировании; структура сроков погашения накопленного объема государственного долга; процентные и валютные характеристики новых долговых обязательств; прогнозы относительно будущих процентных ставок и обменных курсов; поведение релевантных нефинансовых переменных (например, цен сырьевых товаров в случае некоторых стран);
- составлять характеристики «профиля долга», включающие ключевые показатели риска по существующему и прогнозируемому портфелю долговых обязательств на охватываемую прогнозом перспективу;³²
- рассчитывать риск будущих расходов по обслуживанию долга как в финансовом, так и реальном выражении, составляя резюме результатов стресс-тестов, составленных на базе экономических и финансовых потрясений, которым может подвергнуться правительство и, в более общем плане, страна. Риски обычно измеряются потенциальным ростом расходов по обслуживанию долга в вариантах риска, соотнесенных с ожидаемыми расходами;
- составлять итоговые сводки издержек и рисков альтернативных стратегий управления государственным портфелем долговых обязательств, исходя из которых можно будет принимать обоснованные решения по поводу альтернативных вариантов финансирования в будущем.

³¹ Само собой разумеется, что правительства также должны предпринимать коррективные шаги, например по устранению перекосов в политике, создающих стимулы к чрезмерной склонности к риску в частном секторе.

³² В типичном случае характеристики «профиля долга» охватывают такие показатели, как отношение краткосрочной задолженности к долгосрочной; отношение долга в иностранной валюте к долгу в национальной валюте; валютный состав долга в иностранной валюте; средний срок долговых обязательств; график наступления сроков погашения обязательств.

54. Надлежащая стратегия зависит от степени, в которой правительство готово идти на риск. Степень риска, на который готово пойти правительство, меняется со временем в зависимости от размера портфеля государственного долга и уязвимости правительства в случае экономических и финансовых потрясений. Как правило, по мере роста портфеля долга и уязвимости страны в случае экономических потрясений, растет и потенциальный риск убытков от финансового кризиса или дефолта правительства и необходимо придавать большее значение снижению рисков, а не затрат. Такие стратегии включают выбор сроков погашения, валют и процентных ставок для снижения риска, а также введение бюджетно-налоговыми органами более строгих лимитов на выпуск долговых инструментов. Последний метод бывает единственным доступным методом для стран, имеющих лишь ограниченный доступ к рыночным долговым инструментам, к которым относятся страны, полагающиеся в основном на льготное финансирование, поступающее от доноров на двусторонней и многосторонней основе.

55. Управляющие долгом на хорошо развитых финансовых рынках обычно следуют одним из двух следующих курсов: они либо периодически определяют желательную структуру долга, исходя из которой будут производиться новые выпуски долговых обязательств в последующий период, либо устанавливают стратегические целевые ориентиры, исходя из которых ведется повседневное управление портфелем государственных долговых обязательств. Эти целевые ориентиры, как правило, устанавливаются в форме целевых значений для таких ключевых показателей риска портфеля, как отношение краткосрочной задолженности к долгосрочной, а также желательный валютный состав и ставки процента, а также сроки долга. Основное различие между этими двумя подходами состоит в степени участия управляющих долгом в проведении регулярных операций на финансовых рынках для достижения «целевого ориентира». Однако целевые ориентиры долга не всегда применимы в странах с менее развитыми финансовыми рынками, поскольку недостаток рыночной ликвидности ограничивает их возможности регулярного выпуска долговых инструментов с желательными характеристиками. Тем не менее, многие страны с формирующимся рынком сочли полезным издать несколько менее «строгие» директивы по выпуску нового долга с указанием целесообразных сроков, структуры процентных ставок и валютного состава обязательств. Такие директивы нередко включают изложение стратегии государственных мер по развитию внутреннего рынка долговых инструментов.

56. Стратегические целевые ориентиры могут служить действенными рычагами управления для тех правительств, которые регулярно вносят коррективы в своей накопленный долг, поскольку отражают структуру портфеля, которую правительство хотело бы иметь, исходя из своих предпочтений относительно предполагаемых затрат и рисков. Как таковые, эти ориентиры могут пригодиться и управляющим суверенным долгом, например, поскольку, руководствуясь ими, управляющие долгом должны принимать решения, сближающие фактический портфель со стратегическим

ориентиром.³³ В разработке системы своих целевых ориентиров, правительства должны стремиться исходить из надежной системы управления рисками, которая обеспечит точное определение рисков и эффективное управление ими и не допустит выхода общего риска по портфелям долговых обязательств за рамки приемлемых отклонений. В странах с хорошо развитыми рынками управляющие долгом должны постараться добиться того, чтобы желательные структуры долга или стратегические целевые ориентиры получили четкое определение и отвечали целям управления долгом, были опубликованы и разъяснены широкой общественности.

5.1 Возможности активного управления

57. **Управляющие долгом, стремящиеся активно управлять портфелем долговых инструментов в целях извлечения выгоды на основе предположений о том, что изменения процентных ставок и обменных курсов не совпадут с динамикой, заложенной в текущие рыночные цены, должны осознавать сопряженные с этим риски и отвечать за свои действия.** К числу таких рисков относятся возможные финансовые потери, коллизия интересов и неблагоприятные сигналы о денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политике. Управляющие долгом должны иметь информацию или способности к ее оценке на более высоком уровне, чем другие участники рынка (а также иметь возможность эффективно проводить операции), чтобы снижать стоимость привлечения займов без повышения степени риска за счет применения рыночных подходов.

58. Благодаря привилегированному положению правительства как органа, занимающегося надзором и регулированием финансовой системы, управляющие долгом имеют возможность получить значительно больше информации о финансовых потоках и финансовом положении участников на своих внутренних рынках. Однако большинство правительств считает, что попытки извлечь выгоду из такой конфиденциальной информации были бы неразумными и неэтичными, особенно на внутреннем рынке. В частности, управляющие долгом и лица, отвечающие за политику в этой сфере, не должны заниматься тактическими торговыми сделками, исходя из внутренней информации о бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политике. Это объясняется тем, что правительство, как правило, является доминирующим эмитентом долговых инструментов на внутреннем рынке, и поэтому рискует тем, что его операции по покупке и продаже собственных ценных бумаг или

³³ При этом управляющие долгом не должны забывать об транзакционных издержках, связанных с постоянной перебалансировкой долгового портфеля для приведения его в соответствие с принятым целевым ориентиром, как и об издержках, связанных с резким изменением структуры портфеля в течение короткого времени. А потому характеристики целевых ориентиров, согласно общепринятой практике, выражаются в виде диапазона составов валют, процентных ставок, сроков погашения и уровней рефинансирования.

использованию производных финансовых инструментов для извлечения дополнительного дохода будут восприняты как манипулирование рынком. Кроме того, принятие позиций по процентным ставкам или обменным курсам управляющими долгом также может восприниматься как сигнал о точке зрения правительства на желательное направление будущих изменений процентных ставок и обменного курса, а это может осложнить выполнение задачи, стоящей перед центральным банком.

59. На иностранных рынках капитала у управляющих долгом не так уже много сведений о природе финансовых потоков сверх информации, которая доступна всем участникам рынка. Но и в этом случае некоторые правительства активно управляют своим валютным долгом в надежде получить доходы с поправкой на риск или предоставить управляющим портфелями возможность углубить свое знание рынка в целях достижения экономии на стоимости крупных займов. Многие правительства считают неприемлемым проведение таких тактических торговых операций. В тех случаях, когда такая торговля разрешена, ее следует осуществлять в соответствии с четкими директивами по управлению портфелем, устанавливающими лимиты на размер позиций и убытков, процедуры обеспечения соблюдения нормативов и требования в отношении отчетности о результатах. В странах, где тактическая торговля ведется, она, как правило, составляет лишь незначительную долю операций по управлению государственным портфелем.

5.2 Условные обязательства

60. **Необходимо, чтобы при принятии решений о привлечении займов управляющие долгом учитывали воздействие условных обязательств на финансовое положение правительства, в том числе на его общую ликвидность.** Условные обязательства представляют собой потенциальные финансовые требования к правительству, которые хотя пока и не материализовались, однако при определенных обстоятельствах могут привести к возникновению обоснованного финансового обязательства. Они могут быть открытыми (например в случае государственных гарантий валютных займов некоторых внутренних заемщиков, систем государственного страхования на случай неурожая или стихийных бедствий, а также таких инструментов как опционы на продажу государственных ценных бумаг) или косвенными, в том случае, когда правительство не несет договорного обязательства предоставить помощь, но решает сделать это (апостериорно) поскольку считает издержки бездействия неприемлемо высокими. (К примерам косвенных обязательств относится возможная экстренная финансовая помощь учреждениям финансового сектора, государственным предприятиям и муниципалитетам). Однако, в отличие от большинства других государственных финансовых обязательств, условные обязательства характеризуются некоторой степенью неопределенности: они могут быть востребованы к исполнению только при наступлении определенных событий, и размер бюджетных выплат по ним зависит от их структуры. Опыт подсказывает, что условные обязательства бывают очень значительными, особенно когда включают рекапитализацию банковской системы правительством или вытекают из непродуманной структуры программ приватизации государственной собственности.

Кроме того, если в структуре таких обязательств не предусмотрены надлежащие стимулы или механизмы контроля, они нередко могут сопровождаться угрозой возникновения морального риска для правительства, ввиду того что авансовое обещание выплат может увеличить вероятность реализации этих обязательств. С учетом этого правительства должны найти правильное сочетание пользы от раскрытия информации и последствий в виде морального риска, который может возникнуть в связи с условными обязательствами, особенно если речь идет о косвенных обязательствах.

61. Правительствам следует вести мониторинг уровня риска, то есть размера позиций в связи с принятием открытых условных обязательств, и делать все необходимое для получения полного представления о рисках, связанных с такими обязательствами. Необходимо также, чтобы правительства не упускали из виду условия, способные стать толчком к возникновению косвенных условных обязательств, такие, например, как слабость методов управления активами и пассивами в банковском секторе. Правительства ряда стран сочли целесообразной централизацию функции такого мониторинга. Во всех случаях необходимо, чтобы управляющие долгом знали об условных обязательствах, принятых правительством.

62. Налогово-бюджетным органам следует подумать о необходимости формирования резервов на покрытие предполагаемых потерь от открытых условных обязательств. В случаях, когда невозможно получить надежные стоимостные оценки, имеющаяся информация о стоимостной оценке условных обязательств и уровне риска по ним или об «утечке ликвидности» может быть вкратце изложена в примечаниях к бюджетным таблицам или финансовой отчетности правительства, поскольку условные обязательства могут представлять значительный риск для баланса сектора государственного управления.

63. Риски, сопровождающие условные обязательства, можно в значительной степени снизить укреплением пруденциального надзора и регулирования, созданием необходимых систем страхования вкладов, проведением реформ, направленных на обеспечение надежного управления предприятиями государственного сектора, и повышением качества макроэкономического управления и других мер в сфере нормативного регулирования.

6. Создание и обеспечение работы эффективного рынка государственных ценных бумаг

64. **В целях уменьшения затрат и рисков в средне- и долгосрочной перспективе управляющие долгом должны заботиться о том, чтобы стратегия их действий и проводимые операции отвечали интересам становления эффективного рынка государственных ценных бумаг.** При наличии эффективного рынка ценных бумаг правительство получает в свое распоряжение механизм финансирования расходов, позволяющий снизить потребность в обращении к центральному банку за финансированием бюджетных дефицитов. Кроме того,

содействуя развитию емкого и ликвидного рынка государственных ценных бумаг, управляющие долгом, наряду с органами надзора и регулирования финансовых учреждений и участниками рынка (см. вставку 5), могут добиться снижения стоимости обслуживания долга в средне- и долгосрочной перспективе благодаря снижению премии за риск ликвидности, неизменно присутствующей в доходности государственных долговых обязательств.³⁴ Кроме того, в случаях, когда государственные ценные бумаги характеризуются низким кредитным риском, их доходность служит ориентиром при котировке других финансовых активов, что, в свою очередь, выступает катализатором развития емких и ликвидных рынков денег и облигаций. Обеспечивая заемщиков доступными источниками внутреннего финансирования, это помогает смягчить воздействие внутренних и международных потрясений на экономику страны, что особенно важно в периоды глобальной финансовой нестабильности, когда особенно сложно получить иностранное финансирование по кредитам невысокого качества. Правительствам следует проявлять особую осторожность в вопросах привлечения займов на внешних рынках.

65. Опыт свидетельствует о том, что вряд ли возможно выработать некий единый оптимальный подход к развитию эффективного рынка государственных ценных бумаг. В странах ОЭСР, например, при создании рынков государственных ценных бумаг использовались самые разнообразные подходы, различавшиеся по темпам дерегулирования и последовательности реформ. В то же время практика создания таких рынков во многих странах продемонстрировала важность надежных основ макроэкономической политики, хорошо спланированных реформ по разработке и внедрению рыночных инструментов денежно-кредитной политики и тщательно продуманной последовательности отмены регулирования счета операций с капиталом.

³⁴ Правительства ряда стран обнаруживают, что снижение государственных потребностей в финансировании ведет к сокращению ликвидности на рынках их государственных долговых обязательств. Это вызвало дебаты по поводу пользы быстрого погашения объема накопленного долга. Исходя, отчасти, из соображений поиска альтернативы погашению крупных сумм долга, правительства ряда стран продолжают выпускать определенные долговые обязательства для создания или поддержания ликвидных финансовых рынков. Подобным же образом отсутствие установившихся дефицитов бюджета в некоторых странах мешает естественному развитию рынка государственных долговых обязательств. Некоторые из них все же решили выпускать долговые инструменты, чтобы стимулировать развитие внутреннего рынка с фиксированным доходом.

Вставка 5. Условия, содействующие развитию эффективного рынка государственных ценных бумаг

В большинстве стран становление рынка государственных ценных бумаг имело краеугольное значение для создания ликвидного эффективного внутреннего рынка долговых обязательств. Несмотря на различия в подходах стран к определению сроков и последовательности мер по развитию этих рынков многие из программ включали общие основные элементы, краткая сводка которых приводится ниже. Одна из важных предпосылок укрепления доверия со стороны инвесторов заключается в прочных традициях надежных макроэкономических основ. Для этого необходимы надлежащая бюджетно-налоговая и денежно-кредитная политика в сочетании с надежным состоянием платежного баланса и обоснованным валютным режимом. Кроме того, развитие внутреннего рынка ценных бумаг связано с принятием, уже на начальных этапах, мер регулирования рынка ценных бумаг, инфраструктуры рынка, спроса на ценные бумаги и предложения ценных бумаг.

В число первых мер по построению системы *регулирования рынка ценных бумаг*, на которую опирается выпуск и торговля государственными ценными бумагами, входят следующие:

- создание правовых основ эмиссии ценных бумаг;
- создание нормативно-правовых рамок, содействующих развитию рынка и обеспечивающих применение надежных методов надзора;
- внедрение надлежащей практики бухгалтерского учета, аудита и раскрытия информации в отчетности финансового сектора.

Рыночную инфраструктуру, способствующую наращиванию ликвидности на рынке и снижению системного риска, можно со временем построить при помощи следующих мер:

- создание торговых механизмов, соответствующих размеру рынка, в том числе эффективных и безопасных процедур ответственного хранения, клиринга и расчетов;
- содействие становлению системы маркет-мейкеров, с тем чтобы покупатели и продавцы получили возможность эффективно заключать сделки по ценам, отражающим справедливую стоимость;
- устранение любых налоговых или иных нормативных препятствий, способных помешать торговле государственными ценными бумагами;
- создание, на более позднем этапе, возможностей для использования других инструментов денежного рынка и управления риском, таких как операции РЕПО и процентные фьючерсы и свопы; операции центрального банка по управлению рыночной ликвидностью.

Для усиления *спроса* на государственные ценные бумаги необходимы действия по широкому фронту для создания базы потенциальных инвесторов при помощи следующих мер:

- устранение нормативных перекосов, препятствующих развитию институциональных инвесторов (например, реформа пенсионной системы);
- упразднение финансирования по ставкам ниже рыночных из источников принудительного инвестирования;
- внедрение надлежащих правил и нормативного режима, определяющих участие иностранных инвесторов на внутреннем рынке.

В сфере развития *предложения* государственных ценных бумаг в число ключевых компонентов мер по созданию эффективного первичного рынка входят следующие:

- задание четких целей в сфере выпуска ценных бумаг и управления долгом;
- разработка базовых прогнозов потребностей правительства в ликвидности;
- создание безопасных и эффективных каналов размещения ценных бумаг (например, аукционов, эмиссионных консорциумов и, возможно, использования первичных дилеров), ориентированных на потребности инвесторов и, благодаря этому, способствующих снижению транзакционных издержек;
- постепенное продление сроков погашения государственных ценных бумаг;
- консолидация выпусков займов и создание стандартных ценных бумаг с общепринятыми сроками погашения, с тем чтобы сформировать, со временем, рыночные ориентиры;
- постепенное приближение к предсказуемому и прозрачному проведению операций по управлению долгом, например на основе заранее объявляемого календаря выпусков и более полного раскрытия потребностей в финансировании и результатов аукционов.

Вопросы развития рынков государственных ценных бумаг освещаются более подробно в готовящемся к выходу в печать руководстве: *Developing Domestic Debt Markets: A Practitioner's Manual*, составленном Всемирным банком в сотрудничестве с Международным Валютным Фондом.

6.1 Диверсификация портфеля и инструменты

66. **Правительство должно стремиться к созданию широкой базы инвесторов для своих внутренних и внешних обязательств, должным образом учитывая при этом соображения затрат и рисков, и должно относиться ко всем инвесторам на основе равенства.** Эмитенты долга могут содействовать решению указанной задачи посредством диверсификации накопленного долга за счет его распределения по кривой доходности или комплексу рыночных инструментов. Эти меры могут оказаться особенно полезными для стран с формирующимся рынком, стремящихся снизить риск пролонгации долга. При этом, однако, эмитентам нельзя упускать из виду связанные с этим издержки и возможные перекосы на рынке, которые могут возникнуть, если инвесторы начнут отдавать предпочтение определенным сегментам кривой доходности или видам инструментов. Кроме того, в странах с менее развитыми рынками кривая номинальной доходности может распространяться лишь на относительно краткосрочные ценные бумаги. Попытки быстро продлить кривую доходности за пределы этой точки могут оказаться практически неосуществимыми или нецелесообразными. Это привело к выпуску некоторыми странами с формирующимся рынком крупных сумм более долгосрочных индексируемых на инфляцию обязательств и обязательств с плавающей ставкой, поскольку такие обязательства способны привлечь инвесторов в странах с высоким уровнем государственной задолженности и низкой степенью доверия к органам денежно-кредитного регулирования.

67. Поскольку инвесторы стремятся диверсифицировать свои риски за счет покупки различных ценных бумаг и инвестиций, управляющим долгом также следует попытаться диверсифицировать риски в своих портфелях обязательств путем выпуска ценных бумаг в различных точках по кривой доходности (с различными сроками погашения), выпуска ценных бумаг в разное время на протяжении года (вместо эмиссии ценных бумаг на крупную сумму в рамках единого выпуска), выпуска ценных бумаг, различающихся по характеристикам денежных потоков (например, с фиксированным купоном или плавающей ставкой, по номиналу или с индексацией), и ценных бумаг, предназначенных конкретным инвесторам (например, оптовым или розничным или, при некоторых обстоятельствах, отечественным и иностранным инвесторам).³⁵ При осуществлении этих мер управляющие долгом должны стремиться к обеспечению подхода к инвесторам исходя из их равенства, а также, по возможности, к повышению общей ликвидности своих долговых инструментов. Это позволит сделать последние более привлекательными в глазах инвесторов и снизить премию, запрашиваемую инвесторами за риск ликвидности. Сбалансированный подход, направленный на расширение базы инвесторов и распределение рисков пролонгации и, наряду с этим, не упускающий из виду пользы создания ликвидных

³⁵ В некоторых странах стоит вопрос приложения к своим долговым инструментам положений о пересмотре условий или коллективных мерах, таких как правила принятия решений большинством голосов.

выпусков-ориентиров, будет содействовать решению задачи снижения стоимости долга в долгосрочной перспективе.

68. Выпуск в обращение на внутреннем рынке набора различных инструментов управления долгом со стандартными характеристиками способствует наполнению финансовых рынков, позволяя всем участникам лучше хеджировать свои финансовые обязательства и риски, а это, в свою очередь, содействует снижению премии за риски и степени уязвимости экономики в более общем плане.

69. В соответствующих случаях диверсификации инструментов может способствовать также выпуск инструментов с встроенными опционами (например, сберегательных облигаций, держатели которых могут погасить их по предъявлению). Однако при выпуске таких ценных бумаг, даже в обоснованных случаях, управляющие долгом должны быть весьма осторожны и обеспечить включение рисков, присущих встроенным опционам и другим производным инструментам, в систему управления рисками, а также хорошее понимание эмитентом и другими участниками рынка этих инструментов и рисков.

6.2 Первичный рынок

70. **Операции по управлению долгом на первичном рынке должны быть прозрачны и предсказуемы.** Практика показывает, что при любых механизмах привлечения средств стоимость заимствования, как правило, снижается, а эффективность работы рынка максимально повышается в тех случаях, когда государственные операции характеризуются прозрачностью—благодаря, например, заблаговременной публикации плана привлечения займов и его последовательному выполнению при выпуске новых ценных бумаг—и когда эмитент создает равенство условий для инвесторов. Условия новых выпусков должны публично раскрываться и быть полностью понятны инвесторам. Правила, регулирующие новые выпуски, должны обеспечивать равенство всех инвесторов. Наконец, управляющим долгом следует вести непрерывный диалог с участниками рынка и мониторинг событий на рынке, чтобы оперативно принимать реагировать на обстоятельства.

71. **При выпуске долговых обязательств в максимально возможной степени должны использоваться рыночные механизмы, в том числе конкурсные аукционы и создание эмиссионных консорциумов.** Примеры наиболее эффективной практики показывают, что в деятельности на первичном рынке государственных ценных бумаг правительства должны, как правило, стремиться к использованию, по возможности, рыночных механизмов привлечения средств. В случае займов в национальной валюте это обычно предполагает проведение аукционов по конкурсной продаже государственных ценных бумаг, однако механизм эмиссионных консорциумов также оказался полезным для заемщиков, не испытывающих потребности в привлечении займов на регулярной основе, и заемщиков, вводящих

новый инструмент на рынок.³⁶ Правительствам следует как можно реже прибегать к отмене аукционов по соображениям рыночной конъюнктуры или к отсечению присуждаемых на аукционе сумм на уровне ниже заранее объявленного объема торгов в целях выполнения краткосрочных запланированных показателей стоимости обслуживания долга. Опыт показывает, что такая практика подрывает доверие к честности и непредвзятости аукционного процесса, в результате чего повышаются премии за риск, затрудняется развитие рынка и возрастает долгосрочная стоимость обслуживания долга.

6.3 Вторичный рынок

72. **Правительства и центральные банки должны содействовать становлению устойчивых вторичных рынков, способных эффективно работать в самых различных рыночных условиях.** Во многих странах управляющие долгом и центральные банки тесно взаимодействуют в этом плане с органами регулирования финансового сектора и участниками рынка. Это включает поддержку усилий участников рынка в сфере разработки кодексов поведения для участников торгов и сотрудничества с ними в вопросах обеспечения непрерывного развития торговой практики и систем в соответствии с оптимальной практикой. Включаются также меры по содействию развитию активного рынка операций РЕПО для повышения ликвидности базовых ценных бумаг и минимизации кредитного риска благодаря обеспечению.³⁷

73. Правительства могут содействовать развитию и поддержанию эффективного вторичного рынка своих ценных бумаг отменяя налоговые и нормативные ограничения, подрывающие заинтересованность инвесторов в торговле ценными бумагами. В число возможных мер входит отмена возможных нормативно-правовых актов, требующих от финансовых посредников обязательного предоставления правительству финансирования по низким процентным ставкам, а также пересмотр правил налогообложения, приводящих к перекосам в инвестициях в финансовые и нефинансовые активы и в торговле последними. Кроме того, в арсенал методов

³⁶ Правительства ряда стран, создавшие сеть маркет-мейкеров, сочли, что этот механизм бывает полезен для распределения ценных бумаг и содействия становлению емких и ликвидных рынков. В некоторых странах эта роль была возложена на первичных дилеров, другие же страны стремились создать более открытый финансовый рынок. В тех случаях, когда используются первичные дилеры, необходимо определить и публично раскрыть стимулы и обязанности, а также критерии, которым должны соответствовать первичные дилеры.

³⁷ Комитет по глобальной финансовой системе: “How Should We Design Deep and Liquid Markets? The Case of Government Securities”, Банк международных расчетов, Базель (октябрь 1999 года).

регулируемого правительством финансовых рынков и их участников нередко входит широкий диапазон нормативов раскрытия информации и надзорных требований, цель которых состоит в снижении риска мошенничества и опасности того, что участники рынка станут применять неразумные методы управления активами и пассивами, в результате чего возрастет риск неплатежеспособности и системного сбоя в финансовой системе.

74. Центральные банки, обеспечивая проведение надежной денежно-кредитной политики, играют чрезвычайно важную роль в содействии развитию и поддержанию эффективных рынков государственных ценных бумаг. Осуществляя денежно-кредитную политику в соответствии с объявленными целями этой политики, центральные банки помогают усилить готовность участников рынка к проведению операций на всех участках кривой доходности. Центральные банки при осуществлении своей денежно-кредитной политики все чаще пользуются косвенными инструментами, предполагающими операции с государственными ценными бумагами. Надлежащая структура и правильное использование этих инструментов, как правило, играли важную роль в создании емких и ликвидных рынков этих ценных бумаг. Например, повседневные операции на открытом рынке в рамках реализации денежно-кредитной политики содействуют обеспечению необходимого уровня ликвидности на рынке и, тем самым, способствуют нормальной работе финансовых рынков.

75. **Системы, применяемые для проведения расчетов и клиринга по операциям на финансовом рынке с государственными ценными бумагами, должны отвечать методам надлежащей практики.**³⁸ Надежные и эффективные системы платежей, расчетов и клиринга помогают свести к минимуму транзакционные издержки на рынках государственных ценных бумаг и ограничить системный риск в финансовой системе, тем самым способствуя снижению стоимости финансирования для правительства. Органы, отвечающие за системы платежей, расчетов и клиринга по финансовым операциям, обычно тесно сотрудничают с участниками рынка, чтобы обеспечить работоспособность этих систем при самых разных условиях торговли.

³⁸В число работ, посвященных этой тематике, входят: рекомендации Группы тридцати по осуществлению клиринга и расчетов по операциям с ценными бумагами (1989), в которых освещаются девять общих принципов, включая вопросы центральных депозитариев, систем взаимозачетов, поставок против платежа, традиций расчетов и ссуд ценных бумаг; *Принципы раскрытия информации по системам расчетов по ценным бумагам (the Disclosure Framework for Securities Settlement System)*, опубликованные Комитетом по платежным и расчетным системам (КПРС) и Международной организацией комиссий по ценным бумагам (ИОСКО) (1997); а также консультативный доклад совместной рабочей группы КПРС- ИОСКО Рекомендации по системам расчета по ценным бумагам (2001).