

ВСЕМИРНЫЙ БАНК
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

**Разработка Среднесрочной стратегии управления долгом (ССУД) —
Рекомендательная записка для органов государственного управления страны**

Подготовлено специалистами Всемирного банка и Международного валютного фонда

24 февраля 2009 года

Содержание	Стр.
I. Введение	1
II. Разработка среднесрочной стратегии управления долгом	11
III. Распространение	25
IV. Реализация и последующие шаги.....	26
 Перечень рисунков	
1а. Примеры эффекта ослабления обменного курса на отношение государственного долга к ВВП.....	3
1б. Реальный эффективный обменный курс и уровень долга в странах к югу от Сахары с низкими доходами.....	3
2. Основные взаимосвязи	8
3. Характеристика существующего портфеля долговых обязательств: страна А	57
4. Выбор стратегии: страна А	59
5. Характеристика существующего портфеля долговых обязательств: страна В	61
6. Выбор стратегии: страна В	64
 Перечень вставок	
1. Основные взаимосвязи	7
2. Взаимосвязи между ССУД, анализом устойчивости долга и методологией устойчивости долга.....	16
3. Связь между ССУД и структурными факторами национальных экономик	20
4. Инструментарий для аналитического анализа затрат и рисков в рамках ССУД	22
5. Компоненты действенной законодательной базы для управления государственным долгом	30
6. Организационная структура	31
7. Рекомендуемые элементы системы учета долговых обязательств	32
 Приложения	
I. Действенная институциональная структура	29
II. Разработка ССУД: контрольная таблица для управляющих долгом	33
III. Затраты и риски; индикаторы долга	37
IV. Потенциальные источники финансирования.....	48

V. Разработка ССУД: учет затрат на реализацию денежно-кредитной политики	54
VI. Разработка среднесрочной стратегии управления долгом: практический пример ..	56
VII. Формат документа с изложением Стратегии управления долгом для публикации	65
VIII. Пример составления краткосрочного плана заимствований	67

Перечень таблиц в Приложениях

1. Затраты и факторы риска различных инструментов финансирования.....	51
2. Структурные макроэкономические факторы и связь с выбором ССУД.....	62
3. Образец плана заимствований	68

I. ВВЕДЕНИЕ

1. На основании имеющегося опыта, Всемирный банк и Международный валютный фонд разработали системную комплексную методологию с целью оказания помощи странам в разработке эффективной среднесрочной стратегии управления долгом (ССУД). Основой для подготовки методологии стали консультации с рядом региональных и международных организаций, которые занимаются вопросами формирования потенциала в области управления государственным долгом, взаимодействие с должностными лицами, отвечающими за управление долгом в ряде развивающихся стран, а также их комментарии. В данной Рекомендательной записке представлены методология для разработки комплексной ССУД и формат документа с изложением Стратегии по управлению государственным долгом.¹ К Записке прилагается аналитический инструментарий, который может быть использован для базового анализа затрат и рисков, обеспечивающий ключевую информацию для процесса принятия решений о стратегии управления долгом.

2. Финансовые кризисы 1990-х годов однозначно продемонстрировали, почему состав портфеля государственных долговых обязательств является важным фактором, определяющим степень устойчивости к внешним шокам. На Рисунке 1а показано, каким образом в некоторых странах (например, Аргентине, Бразилии, Индонезии и России) валютные риски стали основной причиной роста уровня долга. В других случаях реализация скрытых условных обязательств, связанных с банковским сектором (например, в Турции, Корею или Таиланде), или расходы в связи с принятием других обязательств частного сектора, усилили уязвимость портфеля долговых обязательств, оказав аналогично негативное воздействие на общий уровень долга и государственный бюджет. В странах с низкими доходами изменения реального эффективного обменного курса, зачастую стимулируемые неблагоприятной динамикой цен на сырьевые ресурсы, в значительной степени способствуют возникновению проблемы устойчивости долга и подчеркивают важность реализации эффективной стратегии управления долгом (Рисунок 1б). Эти факторы обосновывают необходимость разработки эффективных стратегий по управлению долгом в целях снижения риска.

3. Финансовый кризис последних лет также продемонстрировал преимущества разработки и реализации эффективной стратегии управления долгом, позволяющей некоторым странам со средним уровнем доходов лучше справляться с финансовыми и

¹ В результате, в данной Рекомендательной записке представлен дополненный и углубленный анализ вопросов разработки стратегии управления долгом, обсуждаемых в документе Всемирного банка-МВФ «Руководство по управлению государственным долгом» (2003 г.). Записка подготовлена совместной рабочей группой Всемирного банка и МВФ в состав которой входили Карина Гарсиа-Гасалдерей, Ларс Джессен, Шиамаленду Пол, Анжелика де Плаа, Абха Прасад, Франсис Рове, Тихомир Стука, Марк Томас, Эрико Того (Всемирный банк) и Бернардин Акитоби, Мирвин Антони, Элисон Ноланд, Петер Канзел, Кристиан Мамсен, Кристиан Малдер, Пери Перрон и Абдухаман Сар (МВФ).

бюджетными проблемами посредством последовательных мер, направленных на снижение уязвимости портфелей долговых обязательств.²

4. Многосторонняя программа по облегчению долгового бремени позволила значительно снизить долговую нагрузку во многих странах с низким уровнем доходов, высвободив ресурсы для финансирования государственных программ по стимулированию экономического роста. Эта программа также открыла новые возможности доступа к источникам финансирования не на льготных условиях, включая доступ на международные рынки капитала. Несмотря на то, что недавний финансовый кризис временно закрыл некоторые из этих возможностей, в перспективе эти новые источники имеют шанс получить более широкое распространение в качестве вариантов финансирования для стран с низкими доходами. Эти возможности, хотя и приветствуются, сопряжены с новыми рисками и вызовами. Страны часто сталкиваются с новыми и противоречивыми предложениями возможных вариантов финансирования на рынке, зачастую не обладая целостной методологией для всесторонней оценки сопутствующих затрат и рисков. Например, каким образом следует определять приемлемое сочетание долговых обязательств на льготных и нелюбых условиях? Следует ли стране осваивать международные рынки капитала? Какие затраты и риски влечет продление сроков погашения внутренних заимствований? Опыт многих стран с формирующейся рыночной экономикой показывает, что непродуманные финансовые решения, в том числе касательно условий и структуры новых долговых обязательств, могут становиться причиной повторного возникновения значительной долговой уязвимости, создавая риск для устойчивости долга и ставя под угрозу достижение целей макроэкономической политики.

5. Данная методология призвана помочь странам с разработкой ССУД, которая четко отражает соответствующие затраты и риски, а также взаимосвязи с другими основными направлениями макроэкономической политики, соответствует цели поддержания устойчивости долга и может способствовать развитию внутреннего рынка долговых обязательств.³ Таким образом, можно ограничить риски для государственного баланса при минимизации потенциальной нагрузки на налогоплательщиков, связанной с долгом, и максимизировать ресурсы для финансирования других статей расходов.

² Данный вопрос обсуждается в совместном документе Совета директоров Всемирного банка и МВФ «Управление государственным долгом: разработка стратегий и укрепление институционального потенциала» (готовится к публикации).

³ Хотя данная методология разработана с учетом специфики стран с низкими доходами, она может применяться в более широком контексте, и может быть в равной степени полезной для других развивающихся стран и стран с формирующейся рыночной экономикой.

Рисунок 1а. Примеры эффекта ослабления обменного курса на отношение государственного долга к ВВП (в процентных пунктах ВВП)

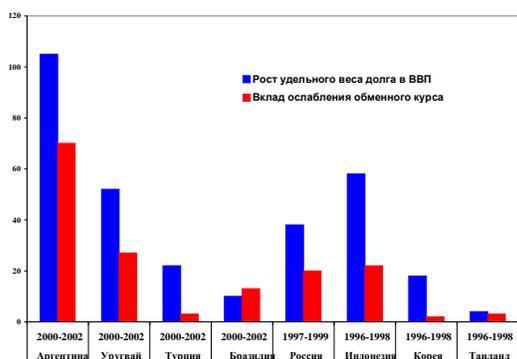
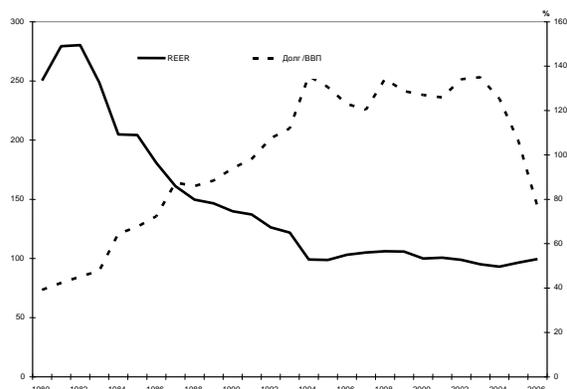


Рисунок 1b: Реальный эффективный обменный курс (REER) и уровень долга в странах Африки к югу от Сахары с низкими доходами



Что представляет собой Среднесрочная стратегия управления долгом?

6. При определении оптимального способа удовлетворения финансовых потребностей государства, управляющий долгом⁴ сталкивается с проблемой потенциально сложного выбора между альтернативными инструментами. Например, если процентные ставки по иностранным кредитам ниже, чем ставки по внутренним заимствованиям, долговые обязательства в иностранной валюте могут казаться привлекательным вариантом. Однако выбор становится не столь однозначным, если принять во внимание риск изменения обменного курса, который будет определять фактическую стоимость долга в иностранной валюте, и/или другие соображения в свете целей правительства в области развития внутреннего рынка государственных долговых обязательств. В стратегии управления долгом должны быть обозначены и рассмотрены эти альтернативные варианты.

7. ССУД представляет собой план, который правительство намерено реализовывать в среднесрочной перспективе⁵ с целью достижения желаемой

⁴ В данном документе термин “управляющий долгом” используется в общем смысле для обозначения органов государственного управления, отвечающих за разработку ССУД. Хотя основную ответственность, наряду с полномочиями по принятию решений, несет министр финансов, этот термин подразумевает отдел или подразделение по управлению долгом, которому, как правило, принадлежит ведущая роль в подготовке предложения по стратегии; однако, может также подразумеваться отдел макроэкономической политики Министерства финансов, если он принимает участие в разработке политики, влияющей на выбор структуры долга.

⁵ Среднесрочная перспектива обычно означает 3–5 лет. Если временной горизонт является слишком коротким, например бюджетный цикл, возникает риск того, что будут доминировать краткосрочные соображения со смещением акцентов на краткосрочные затраты и игнорированием факторов риска, которые могут стать реальностью на более поздних этапах. Задачей оценки затрат и рисков, лежащих в

(continued)

структуры портфеля государственных долговых обязательств, и который отражает предпочтения правительства касательно *компромиссного соотношения затрат и рисков*. В ССУД должны быть обозначены цели в области управления долгом, например обеспечение финансовых потребностей и выполнение платежных обязательств государства при наименьших возможных затратах, исходя из обоснованной степени риска. В ССУД делается значительный акцент на управление факторами риска, присущими портфелю долговых обязательств, в частности потенциальными изменениями в стоимости обслуживания долга и соответствующим последствиями для бюджета. Стратегия показывает, каким образом изменяются затраты и риски в зависимости от структуры долга. Хотя эффективная ССУД может быть разработана и без использования количественного инструментария, особенно в тех случаях, когда страны жестко ограничены в выборе, применение сценарного анализа предоставляет полезную информацию, позволяющую управляющему долгом дать количественную оценку потенциальным рискам для бюджета при реализации альтернативных стратегий управления долгом.

8. В принципе, ССУД охватывает все долговые обязательства нефинансового государственного сектора. К ним относятся долговые обязательства центрального правительства (бюджетные и внебюджетные средства и средства социального страхования), региональных и местных органов государственного управления, а также долговые обязательства нефинансовых государственных корпораций. Однако на практике зачастую целесообразно вначале сосредоточить внимание на долговых обязательствах центрального правительства, поскольку в этой сфере, как правило, проще получить данные и существует государственный орган для реализации стратегии. Сфера действия ССУД может быть расширена по мере накопления информации и формирования институциональных механизмов, обеспечивающих возможности для реализации более широкой и комплексной стратегии. Например, для того, чтобы ССУД могла эффективно охватывать долговые обязательства всего нефинансового государственного сектора, потребуются определенный элемент контроля со стороны центрального правительства за принятием региональными и местными властями и нефинансовыми государственными корпорациями решений о заимствованиях.

9. Основное внимание в ССУД, как правило, сосредоточено на фактических прямых государственных обязательствах, нежели на условных обязательствах.⁶ Тем не менее, условные обязательства могут оказывать существенный эффект на устойчивость долга и эффективность ССУД. Вследствие этого, представляется целесообразным рассмотреть потенциальный риск, который может возникнуть в связи с условными обязательствами в конкретных сценариях. Следует отметить, что для

основе стратегии, должен стать охват всего экономического цикла с учетом потенциальной возможности более высоких процентных ставок в краткосрочной перспективе и значительных колебаний обменного курса, поскольку оба этих фактора могут существенно увеличить стоимость долга.

⁶ Хотя некоторые страны могут включать в определение долга все прямые явные обязательства центрального правительства, включая гарантии.

этого управляющий долгом должен располагать качественной информацией о характере таких обязательств.⁷

Преимущества

10. ССУД обеспечивает методологию, при помощи которой власти могут делать информированный выбор способов удовлетворения финансовых потребностей государства с должным учетом сдерживающих факторов и потенциальных рисков. Такой системный подход к принятию решений может способствовать усилению функций по управлению долгом, укреплению аналитического потенциала и снижению операционного риска даже при ограниченных возможностях.

11. Внедрение четко сформулированной и официально принятой ССУД позволяет властям:

- **Проводить оценку соотношения затрат и рисков:** ССУД позволяет принимать информированные решения, обеспечивая возможность четкого понимания и выявления затрат и рисков, сопряженных с альтернативными стратегиями. Установление четких среднесрочных стратегических целей позволит управляющему долгом избежать неэффективных решений, принимаемых исключительно на основе затрат, или же из-за краткосрочной целесообразности.
- **Определять и управлять факторами риска:** Даже при ограниченности выбора источников финансирования, ССУД позволяет выявлять и отслеживать основные финансовые риски и разрабатывать стратегии, позволяющие странам использовать преимущества новых возможностей заимствований продуманным способом, учитывающим факторы риска. ССУД также помогает осуществлять управление рисками, обеспечивая возможность рассмотрения вариантов снижения риска. Это может включать поддержку развития внутреннего рынка долговых обязательств, поддержание определенного уровня денежных средств или резервов или открытие обязательных кредитных линий.

12. Кроме того, ССУД обеспечивает преимущества по следующим направлениям:

- **Координация:** ССУД содействует координации управления в бюджетно-налоговой и денежно-кредитной сферах, позволяя согласовывать различные цели и сдерживающие факторы, включая вопросы развития внутреннего рынка долговых обязательств и потребности платежного баланса. Наряду с усилением координации, ССУД дает возможность каждому органу более четко сосредоточиться на ключевых целях, способствуя обеспечению большей ясности и ответственности за управление долгом отдельно от бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики.

⁷ В некоторых случаях, отсутствие надлежащего мониторинга и информации о государственных гарантиях существенно усиливает уязвимость портфеля долговых обязательств.

- **Выявление сдерживающих факторов:** ССУД помогает выявить сдерживающие факторы, влияющие на выбор вариантов управляющим долгом, позволяя, по мере возможности, определять меры по смягчению сдерживающих факторов.
- **Затраты:** ССУД может потенциально уменьшить затраты на обслуживание долга, поскольку эффективная и прозрачная ССУД будет способствовать развитию внутреннего рынка долговых обязательств и укреплению взаимоотношений между инвесторами, кредиторами и рейтинговыми агентствами.
- **Прозрачность:** Официально принятая и четко сформулированная ССУД может способствовать формированию широкой поддержки ответственного управления финансовыми ресурсами, укреплению государственного управления и подотчетности.

Как ССУД вписывается в макроэкономическую основу?

13. Для обеспечения согласованности ССУД и общей макроэкономической основы, важное значение приобретают надлежащее понимание взаимосвязей и эффектов обратной связи и наличие механизмов координации (см. Вставку 1). Действительно, для стран с низкими доходами эти взаимосвязи будут иметь более высокую значимость, частично ввиду недостаточного развития внутреннего рынка долговых обязательств, и частично ввиду ограниченного потенциала и относительно слабых институциональных механизмов.⁸ В этом контексте, тесная координация имеет важнейшее значение для обеспечения устойчивости направлений политики в совокупности.

14. На практике, управляющий долгом определяет ССУД с учетом сдерживающих факторов, связанных, главным образом, с макроэкономической основой и уровнем развития внутреннего финансового рынка. В свою очередь, анализ ССУД может обеспечить информацию для анализа макроэкономической политики. Аналогично, исходя из среднесрочного характера, ССУД может содействовать осуществлению мер по развитию внутреннего рынка долговых обязательств за счет продвижения прозрачной и предсказуемой стратегии внутренних заимствований, которая будет способствовать внедрению новых инструментов на системной основе, а также выявлению областей, где могут присутствовать препятствующие факторы, особенно в сфере рыночной инфраструктуры и институтов, в отношении которых управляющий

⁸ Во многих развивающихся странах для разработки и реализации эффективной ССУД может потребоваться значительное укрепление потенциала (см. Приложение I, в котором обсуждается вопрос создания действенных институциональных механизмов). Кроме того, в целях максимизации преимуществ ССУД может потребоваться укрепление потенциала в других сопутствующих областях, таких как управление государственными финансовыми ресурсами, государственное прогнозирование, среднесрочная методология бюджетно-налоговых мер и расходов и реализация денежно-кредитной политики.

долгом и другие органы государственного управления могут провести работу по их устранению.⁹

Вставка 1. Основные взаимосвязи

На Рисунке 2 показаны основные взаимосвязи между ССУД и другими ключевыми областями политики, а также продемонстрировано, каким образом используется анализ затрат и рисков для консолидации этих данных и информированного выбора Стратегии:

- ССУД, бюджетно-налоговое планирование и устойчивость долга*
Предполагаемый уровень долга определяется преимущественно бюджетно-налоговой политикой, хотя *фактически* важную роль может играть структура долговых обязательств (Рисунок 1а). Исходя из среднесрочного характера ССУД, для обеспечения максимальной эффективности Стратегия должна разрабатываться в рамках реально действующей среднесрочной бюджетно-налоговой основа (СБНО). Анализ устойчивости долга позволит оценить, будут ли устойчивыми в долгосрочной перспективе бюджетно-налоговая политика, предусматриваемая СБНО, и соответствующий уровень долга. Основа устойчивости долга (ОУД), являющаяся ключевым инструментом для проведения такого анализа, включает альтернативные сценарии для оценки реалистичности прогноза. Это осуществляется посредством демонстрации динамики соотношения долговых обязательств в случае, если (а) первичный баланс не изменяется (не улучшается) и (б) прогнозы роста ВВП ближе к историческим рядам, чем предполагаемый прогноз; а также при помощи связанных тестов для изучения эффекта шоков в ключевых макро-переменных на уровень долга. ССУД является дополнением к этой методологии, обеспечивая возможность более детализированного анализа характеристик затрат и рисков различных стратегий управления долгом. ССУД может также помочь властям страны в приоритетизации расходов независимо от источников финансирования посредством идентификации стратегий, которые генерируют параметры расходов на выплату процентов, согласующихся с устойчивостью долга, но, при этом, не исходят из наличия финансирования для конкретных проектов. В более общем смысле, ССУД может усилить бюджетно-налоговое планирование посредством анализа вероятных и возможных бюджетных последствий реализации ССУД.
- ССУД и денежно-кредитная политика*
 Режим денежно-кредитной политики, инструменты, используемые для мер денежно-кредитной политики, институциональные механизмы, а также надежность денежно-кредитной политики имеют важное значение для ССУД. Например, отсутствие надежной денежно-кредитной политики может создать высокую премию за инфляционный риск и сделать долгосрочные внутренние долговые обязательства чрезмерно дорогостоящими. Другим примером является ситуация, когда стерилизационные операции для поглощения ликвидности, являющейся результатом притока капитала, приводят к масштабному выпуску центральным банком ценных бумаг от его имени.¹⁰ Последующий рост квазифискального дефицита и потенциальная замена

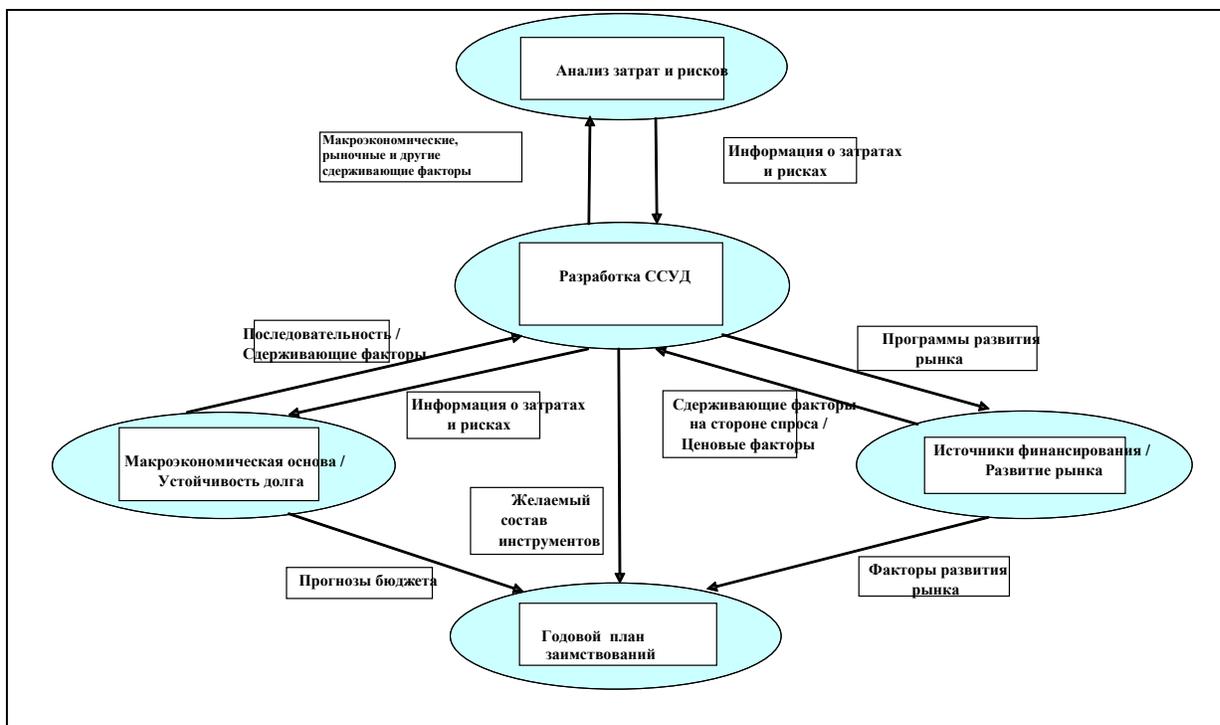
⁹ Например, управляющий долгом может ввести новый пункт на кривой доходности при уверенности, что ее можно поддерживать при непрерывном выпуске в среднесрочной перспективе; такое обязательство по непрерывному выпуску нового инструмента может быть затем доведено до сведения участников рынка. См. документ Всемирного банка и МВФ «Руководство по управлению государственным долгом» (2003а, отредактированный вариант), (2003а, отредактированный вариант) и справочное пособие Всемирного банка и МВФ «Развитие рынка государственных облигаций» (2001 г.), в которых более подробно обсуждаются преимущества выпуска долговых обязательств на регулярной и предсказуемой основе.

¹⁰ В Приложении IV более подробно обсуждаются вопросы взаимосвязи с денежно-кредитной политикой.

долга центрального банка долгом центрального правительства также являются факторами, которые необходимо учитывать при разработке ССУД.

- *ССУД, политика обменного курса и платежный баланс*
 Политика обменного курса и ожидаемая динамика платежного баланса и последующие изменения реального эффективного обменного курса могут сказываться на ССУД. Например, если ожидается динамика ослабления обменного курса, это приведет к росту стоимости внешних заимствований. Аналогично, расходы на обслуживание долга могут возрасти в условиях неустойчивости обменного курса. В целом, заимствования в иностранной валюте требуют глубокого понимания динамики платежного баланса и координации с политикой обменного курса. Режим обменного курса и контроля капитала также имеют отношение к ССУД. Например, при режиме фиксированного обменного курса и в отсутствие контроля капитала, утечка капитала может создать проблемы перекредитования внутренних долговых обязательств и истощения валютных резервов. В таких случаях целесообразно проанализировать, требуются ли дополнительные запасы валютных резервов для покрытия внутреннего долга в краткосрочной перспективе или же необходимо продлить сроки погашения.
- *ССУД и развитие внутренних рынков долговых обязательств*
 Выбор между внутренними и внешними заимствованиями часто определяется уровнем развития внутреннего рынка долговых обязательств и/или соображениями вытеснения частных кредиторов. ССУД помогает выявить основные проблемы в этой области и, в некоторых случаях, выбранная стратегия может содействовать решению этих проблем.
- *ССУД и годовой план заимствований*
 Годовой план заимствований должен разрабатываться в соответствии с ССУД и с учетом предполагаемой волатильности денежных потоков госбюджета. План заимствований помогает внедрению ССУД. Конкретные параметры объемов и сроков новых заимствований определяются соответственно прогнозу финансовых потребностей, исходя из планируемого выполнения бюджета и с учетом любых особых характеристик рынка или поведения кредитов, а также целей регулярного и стабильного выпуска на внутреннем рынке. Важным фактором определения эффективности плана заимствований будет являться качество и надежность управления и прогнозирования потоками государственными финансовыми ресурсами. План также является значимым для оценки центральным банком условий ликвидности и, соответственно, должен направляться в центральный банк.

Рисунок 2: Основные взаимосвязи



Разработка ССУД

15. Разработка ССУД является наиболее эффективной при наличии соответствующей действенной основы, в том числе качественно разработанной среднесрочной макроэкономической основы с четкими и последовательными целями бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики.¹¹ основными элементами такой основы являются (см. Приложение I): (i) адекватная законодательная база; (ii) действенные институциональные механизмы; и (iii) комплексная и эффективная система учета долговых обязательств. Хотя в разных странах используются различные подходы в каждой из этих областей, следующие несколько основополагающих принципов, как правило, являются актуальными.¹²

- **Законодательная база.** В законодательной базе должен быть определен орган, осуществляющий заимствования, выпуск новых долговых обязательств, инвестиции и операции от имени правительства. Во многих случаях в законодательной базе также определяются общие цели управления долгом, устанавливаются ответственность и соответствующие требования по отчетности и аудиту.

¹¹ В данной Записке признается, что в развивающихся странах многие из этих элементов могут не присутствовать в полном объеме; тем не менее, эффективная ССУД может помочь в определении необходимых реформ.

¹² Более детально этот вопрос обсуждается в *Руководстве*.

- **Институциональные механизмы.** В структуре государственного управления должны быть четко определены и описаны функции и ответственность всех соответствующих органов, участвующих в управлении долгом. В частности, должно быть понятно, какой орган отвечает за принятие решений по управлению долгом.
- **Отчетность по долговым обязательствам.** Управляющий долгом должен располагать достаточной информацией о портфеле долговых обязательств, на которой основывается анализ. Создание качественной базы данных, охватывающей все виды долговых обязательств зачастую является непростой задачей. Обязательным условием для качественных и полных данных о долговых обязательствах является эффективная система отчетности по долговым обязательствам.

16. Кроме того, учитывая, что задачей ССУД является обеспечение информации для будущего выбора финансовых инструментов, обязательным условием является всесторонняя поддержка процесса на политическом уровне.

17. В следующих разделах представлены этапы разработки ССУД. Необходимо отметить, что хотя эти этапы представлены в определенной последовательности, такая последовательность является индикативной. На практике, каждый этап не выделяется столь же отчетливо; ряд этапов могут осуществляться одновременно и/или в ином порядке:

1. *Определение целей управления государственным долгом и сферы действия ССУД.*
2. *Определение текущей стратегии управления долгом и анализ затрат и рисков имеющихся долговых обязательств.*
3. *Определение и анализ потенциальных источников финансирования, в том числе характеристик их затрат и риска.*
4. *Определение базовых прогнозов и рисков в ключевых областях, таких как бюджетно-налоговая и денежно-кредитная политика, внешняя конъюнктура и динамика рыночных ставок.*
5. *Анализ основных долгосрочных структурных факторов.*
6. *Оценка и ранжирование альтернативных стратегий по соотношению затрат и рисков.*
7. *Анализ последствий потенциальных стратегий управления долгом с бюджетно-налоговыми и монетарными властями, а также последствий для конъюнктуры рынка.*
8. *Представление и согласование ССУД.*

18. После согласования ССУД должна быть обнародована в форме опубликованного стратегического документа. Управляющий долгом должен затем подготовить годовой план заимствований, согласующийся с ССУД.

19. В процессе реализации планов заимствований следует регулярно проводить мониторинг и оценку их воздействия на ход реализации целей ССУД. Кроме того, ССУД следует анализировать на регулярной основе, например, ежегодно или же более часто в случае существенного изменения макро- или рыночной ситуации. Процесс мониторинга и анализа является важным элементом эффективного управления риском.

II. РАЗРАБОТКА СРЕДНСРОЧНОЙ СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ДОЛГОМ

Этап 1. Определение целей управления государственным долгом и сферы действия ССУД

Цель: Определение основных целей управления государственным долгом и сферы действия ССУД.

20. Для усиления подотчетности, следует обозначить цели и масштаб управления государственным долгом, четко определяющие задачи и ответственность управляющего долгом, а также сферу действия ССУД. В странах, в которых цели управления долгом четко не установлены, например, в законодательном акте, управляющий долгом должен согласовать основополагающие цели с вышестоящим органом (предпочтительно, министром финансов) и обеспечить их четкое документирование.

21. Цели управления долгом часто формулируются как обеспечение своевременного удовлетворения финансовых потребностей государства и выполнения платежных обязательств при наименьших возможных затратах, исходя из обоснованной степени риска. Сопутствующая цель зачатую определяется как поддержка развития внутреннего рынка долговых обязательств. Кроме того, управляющий долгом должен определить другие стратегические цели, которые могут быть значимыми при подготовке ССУД, такие, как содействие реализации денежно-кредитной политики или политики обменного курса.

22. Необходимым условием для разработки и реализации эффективной ССУД является четкое определение сферы действия Стратегии.¹³ Как минимум, Стратегия должна охватывать совокупный (внутренний и внешний) прямой долг центрального правительства. Точное определение сферы действия Стратегии будет зависеть от того,

¹³ Как правило, ССУД не охватывает долговые обязательства центрального банка по той причине, что ожидаемые поступления прибыли центрального банка уже включены в бюджетные прогнозы (см. Приложение IV), хотя важно удостовериться, что эти прогнозы действительно соответствуют ожидаемым затратам на реализацию денежно-кредитной политики. Тем не менее, последствия валютной структуры государственного внешнего долга и иностранных активов центрального банка может быть рассмотрено по отдельности в целях обеспечения соответствия рискам и снижения риска в общем балансе государственного сектора, т.е. речь идет о методе управления активами и обязательствами.

в какой степени управляющий долгом может повлиять на риски конкретных портфелей.¹⁴ Охват ССУД может постепенно расширяться по мере накопления информации и формирования институциональных механизмов, обеспечивающих возможности для реализации более широкой и комплексной стратегии.

23. Даже при сравнительно узко определенной сфере действия, управляющий долгом должен стремиться собрать информацию по общему государственному балансу, т.е. основных финансовых активах и обязательствах государства и основных условных обязательствах. Эта информация позволит провести оценку общей уязвимости портфеля долговых обязательств и углубить анализ соответствующей стратегии посредством учета чистых финансовых рисков государства.¹⁵

Результат:

- Описание общих целей управления долгом.
- Описание сферы действия ССУД.

Шаг 2: Определение текущей стратегии управления долгом и анализ затрат и рисков имеющихся долговых обязательств

Цель: Определение текущей стратегии управления долгом, непогашенного долга и его структуры; расчет базовых показателей затрат и рыночного риска.

24. Определение текущей стратегии управления долгом позволяет обозначить основу, относительно которой можно протестировать альтернативные стратегии. Во многих случаях официально принятая стратегия управления долгом отсутствует или же охватывает только часть портфеля долговых обязательств. В таких случаях текущая стратегия будет являться описанием существующих процедур заимствования.

25. Должное понимание структуры и рисков непогашенных долговых обязательств имеет важнейшее значение при разработке ССУД. Управляющий долгом должен собрать данные о портфеле долговых обязательств согласно процедуре, предусмотренной в рамках Этапа 1. Данные должны включать общий размер долга, разбивку по валютам, кредиторам, инструментам, т.е. с фиксированной или с плавающей ставкой, или индексированный заем, залповый или амортизационный заем (см. также Вставку 7). Управляющий долгом должен упорядочить данные таким образом, чтобы можно было легко определить параметры обслуживания долга и погашения долга, а также оценить эффект изменения допущений.¹⁶ В идеале, такая информация должна иметься в системе (системах) учета долговых обязательств.

¹⁴ Например, если сфера действия включает портфель государственных гарантий, управляющий долгом должен участвовать в принятии решений касательно выдачи гарантий.

¹⁵ Результатом может стать более комплексный метод управления активами и обязательствами.

¹⁶ В случае долговых обязательств с переменной ставкой и долговых обязательств в иностранных валютах, текущая процентная ставка и обменные курсы обычно применяются в первоначальных расчетах параметров обслуживания и выплаты непогашенных долговых обязательств. Однако эти

26. Управляющий долгом должен проанализировать имеющийся портфель долговых обязательств с использованием ключевых показателей затрат и рисков. Для этого управляющему долгом потребуется выработать четкое определение затрат и рисков. Хотя это может казаться тривиальным, но на практике управляющие долгом сталкиваются с проблемами именно в этой области. Важно, чтобы управляющий долгом четко понимал цели управления долгом, а также соответствующий временной горизонт этих целей. Типовые показатели затрат и рисков, используемые управляющими долгом, обсуждаются в Приложении III. По результатам оценки этих показателей, управляющий долгом должен определить источники уязвимости, присущие имеющимся долговым обязательствам.¹⁷ Степень риска будет зависеть от *факторов риска*, таких как непостоянство и динамика процентных ставок и обменных курсов,¹⁸ а также от *подверженности риску*, включая удельный вес внутренних долговых обязательств, краткосрочных долговых обязательств и обязательств с переменной ставкой.

Результат:

- Детализированная информация о непогашенных долговых обязательствах.
- Параметры обслуживания долга по непогашенным долговым обязательствам.
- Описание основных рисков портфеля долговых обязательств.

Этап 3: Определение и анализ потенциальных источников финансирования, в том числе характеристик их затрат и риска.

Цель: Определение потенциальных источников финансирования, их финансовых характеристик, объема и целесообразности использования.

27. Управляющий долгом должен определить характеристики всех имеющихся финансовых инструментов и оценить сопутствующие затраты и риски.¹⁹

параметры будут пересчитываться с использованием прогнозов, лежащих в основе любого количественного анализа на перспективу (см. Этап 6).

¹⁷ Подобная оценка источников уязвимости может также включать анализ концентрации кредиторов, охватывающей элемент риска перекредитования.

¹⁸ Важно проводить оценку вариативности по адекватному временному горизонту. Например, использование годового показателя волатильности может маскировать динамику ключевой переменной, что зачастую становится очевидным при графическом представлении данных; в таких случаях волатильность должна оцениваться по более длительным периодам. Кроме того, важное значение имеет оценка реальных изменений в этих переменных. Например, отношение долгосрочного долга к ВВП (а также другие соотношения, показывающие стоимость долга) зависит от динамики реальных процентных ставок и обменного курса. В одной из стран, в которой использовалась ССУД, годовое среднеквадратическое отклонение в реальном обменном курсе составляло 2 процента, маскируя факт ослабления реального обменного курса на 20 процентов за последние 10 лет, что ежегодно добавляет 2 процента к реальной стоимости долговых обязательств в иностранной валюте.

¹⁹ В Приложении III обсуждаются возможные источники и характеристики их затраты риска. Следует учитывать, что в ССУД делается акцент на варианты финансирования, создающие долговые обязательства; это означает, что гранты не рассматриваются в ССУД. Тем не менее, прогнозируемое

(continued)

28. Кроме стандартных характеристик непогашенных долговых обязательств, влияющих на затраты и риски, анализируемые на Этапе 2, существуют и другие характеристики, которые также влияют на целесообразность использования определенных долговых инструментов. Таковыми являются:

- ограничено ли использование конкретными целями, например проектное финансирование или поддержка бюджета;
- действуют ли иные условия, например требование о встречном финансировании; и
- есть ли неопределенность в предоставлении средств.

29. Управляющий долгом должен также проанализировать, повлечет ли использование определенных инструментов (таких как финансирование на международном рынке капитала) иные косвенные затраты, такие как расходы на юридические или финансовые консультационные услуги, необходимые для обеспечения успешного выпуска. Кроме того, управляющий долгом должен определить, предполагают ли какие-либо инструменты дополнительные преимущества, такие как консультационные услуги или помощь в управлении проектом, что может компенсировать некоторые стоимостные факторы. Четкое определение таких факторов обеспечит информацию для определения соответствующего баланса, например, между двусторонними и многосторонними источниками. На основании информации о потенциальных источниках финансирования, управляющий долгом должен оценить, есть ли какие-либо ограничения по возможным объемам заимствования из этих источников в перспективе или же условия, при которых имеющиеся объемы могут измениться.²⁰

30. Управляющий долгом должен проанализировать, какие потенциальные новые инструменты финансирования могут быть доступны в период действия ССУД (например, доступ на международные рынки капитала, розничный долг и кредиты на более длительные сроки). Вопросы сроков могут также иметь решающее значение в

наличие грантов является важным фактором в определении потребностей в финансировании, создающих чистые долговые обязательства, и их следует включать в любой количественный анализ, поскольку гранты действительно уменьшают потребность в финансировании.

²⁰ Например, если страна принимает решение о выходе на международные рынки капитала, ее доступ к финансированию на льготных условиях может измениться. См. “Страны МАР и долговые обязательства не на льготных условиях: решение проблемы «проезда зайцем» в 14 странах-получателях грантов МАР и странах, в которых завершена реализация Многосторонней программы по ослаблению долгового бремени”, IDA/R2006-0137 (июль 2006 г.). Или же, в настоящее время возможно получение финансирования только на внутреннем рынке по переменным ставкам или на сравнительно короткие сроки, но если внутренний рынок был бы более развит, было бы возможно осуществить выпуск долгосрочных долговых обязательств с фиксированной ставкой. В этом случае, управляющий долгом должен всесторонне проанализировать, какие инициативы в области экономической политики находятся в сфере его компетенции и могли бы эффективно способствовать дальнейшему развитию внутреннего рынка.

определении возможности использования конкретных инструментов.²¹ Управляющий долгом должен также проанализировать, могут ли быть доступными производные финансовые инструменты и уточнить, как они могут повлиять на реализацию ССУД. Однако, хотя использование свопов для изменения валютной структуры долга может быть приемлемым для стран с низким уровнем дохода, для этого требуется наличие соответствующего потенциала, систем и институциональных механизмов. Если определенные действия не входят в компетенцию управляющего долгом, он должен рассмотреть этот вопрос с разработчиками политики или, в более общем плане, рассмотреть возможность работы с другими должностными лицами с целью расширения доступа страны к источникам финансирования.²²

Результат:

- Оценка характеристик, включая затраты и риски, всех имеющихся потенциальных инструментов финансирования, а также каким образом они могут снизить ранее выявленные риски портфеля долговых обязательств.
- Определение сдерживающих факторов, особенно по объему выпуска, актуальных для определения ССУД.
- Определение шагов, необходимых для улучшения доступа или условий этих инструментов.

Этап 4: Определение базовых прогнозов и рисков в ключевых областях, таких как бюджетно-налоговая и денежно-кредитная политика, внешняя конъюнктура и динамика рыночных ставок

Цель: Определение базовых прогнозов для ключевых переменных бюджетно-налоговой, денежно-кредитной и внешней политики и рыночных ставок, основных рисков по этим прогнозам и соответствующих сдерживающих факторов и последствий для подготовки ССУД.

31. Управляющий долгом должен четко понимать макроэкономическую основу, на которой будет разрабатываться ССУД, и каким образом она взаимосвязана с решениями по управлению долгом. В частности, данный этап потребует взаимодействия с бюджетно-налоговыми и монетарными властями. Базовые прогнозы для макро-переменных будут в целом таким же, как и переменные, используемые органами государственного управления в анализе устойчивости долга (АУД) (Вставка 2).

²¹ Например, если денежно-кредитная политика пока не является полностью устойчивой, управляющий долгом может отсрочить выпуск долгосрочных инструментов с фиксированной ставкой, исходя из соображений стоимости.

²² Это может включать, например, помощь в реализации программы обучения инвесторов регулятором по ценным бумагам или обращение к налоговым органам с запросом о пересмотре налогового режима в отношении инвестиций в государственные ценные бумаги или стимулирование развития внутреннего рынка.

Вставка 2. Взаимосвязи между ССУД, АУД и ОУД

ССУД и ОУД являются основами, рассматривающими проблемы долга, но, учитывая их различные акценты, они скорее дополняют, нежели заменяют друг друга.

ОУД обеспечивает аналитический инструментарий для проведения АУД. Акцент делается на устойчивость долга в долгосрочной перспективе, на которую влияют как уровень, так и структура долга. Для оценки устойчивости долга, в ОУД используется базовая макроэкономическая основа, в которой рассматривается финансовая ситуация и состояние платежного баланса страны при определенных допущениях и условиях и затем анализируется устойчивость ключевых показателей долговой нагрузки (как правило, отношение чистой дисконтированной стоимости долга к ВВП, экспорту или налоговым поступлениям) к различным макроэкономическим шокам, таким как шокам по ВВП, обменному курсу, доходам и т.д. В целом, основной задачей является определение, могут ли уровень и условия текущих и ожидаемых будущих заимствований привести к проблемам с обслуживанием долга в долгосрочной перспективе. Тем не менее, обычно делаются определенные упрощающие допущения, например, временная структура рыночного долга эксплицитно не моделируется, что ограничивает возможность определенного детализированного анализа, представляющего интерес для управляющего долгом.

ССУД является более целевой основой управления долгом, акцентирующей внимание на конкретных вопросах касательно того, как следует осуществлять управление структурой долга в среднесрочной перспективе. Для подготовки эффективной ССУД требуется оценка результативности различных стратегий финансирования при заданных основных макроэкономических переменных, которые должны согласовываться с переменными, используемыми в ОУД. Аналогично, требуется оценка устойчивости каждой альтернативной стратегии при различных шоках. ОУД должна обеспечивать информацию для применения стресс-тестов. Здесь могут быть эксплицитно промоделированы переменные, отражающие рыночный риск, такие как чувствительность денежных потоков к изменению процентных ставок, другие детерминанты временной структуры, а также обменный курс. Это означает, что более детализированная информация о специфике портфеля долговых обязательств может быть оценена с меньшими затруднениями.

Управляющему долгом необходимо осознавать, что ССУД может иметь важные последствия для анализа устойчивости долга, проводимого в рамках ОУД. Если тестирование альтернативных долговых стратегий при различных стресс-тестах показывает, что может возникнуть риск для ключевых показателей устойчивости долга, это следует обсудить с бюджетно-налоговыми властями. На этом этапе, предпочтительная стратегия и соответствующие затраты и риски могут быть интегрированы в обновленном АУД

32. Что касается *механизмов бюджетно-налоговой политики*, управляющий долгом должен четко представлять ожидаемые перспективы первичного баланса и ключевые факторы, лежащие в основе этого прогноза, включая предполагаемые доходы и расходы государственного бюджета и экономический рост. Особую актуальность для стран с низким уровнем доходов может иметь соответствующая трактовка проектных займов и сопутствующих расходов. Планируемые расходы, как отражено в бюджетно-налоговой основе, как правило зависят от получения конкретных проектных займов. Поэтому, управляющий долгом может счесть возможным рассматривать перспективы

ожидаемых выплат как данное, поскольку они будут компенсироваться изменениями в расходах.²³

33. Что касается *денежно-кредитной политики и внешних факторов*, управляющий долгом должен стремиться узнать точку зрения монетарных властей касательно их оценки будущих направлений денежно-кредитной политики, политики обменного курса, предполагаемой динамики платежного баланса и предполагаемой стратегии долга, включающей анализ устойчивости внешнего долга. Исходя из оценки перспектив, монетарные власти могут потребовать финансирования расходов по накоплению определенного целевого уровня резервов, что может приобрести особую актуальность в случае, если страна является участником монетарного союза, или когда в стране действует режим фиксированного обменного курса. Кроме того, следует проанализировать надежность денежно-кредитной политики, поскольку она может сказываться на соответствующих стоимостных факторах краткосрочных и долгосрочных внутренних долговых обязательств и влиять на выбор предпочтительной стратегии. В этом случае, ССУД может содействовать координации действия для усиления надежности и снижения премии за инфляционный риск.²⁴ В более общем смысле, необходимо хорошо понимать роль ССУД в усилении или сдерживании такой политики, и здесь может потребоваться координация действий (см. также Вставку 1 и Приложение V).²⁵

34. Кроме того, управляющий долгом должен определить базовый прогноз для соответствующих кривых доходов, а также любые другие *рыночные факторы*, которые будут доминировать в плановом периоде, что позволит определить предполагаемую стоимость новых долговых обязательств или перекредитования имеющихся долговых обязательств. Необходимо заключение при определении наиболее подходящей методологии для составления таких прогнозов и расчета любых требуемых рисков премий. Управляющий долгом должен привлекать экспертов рынка и использовать анализ состояния рынка для подготовки информации для таких прогнозов.²⁶ По мере развития внутреннего рынка долговых обязательств, качество

²³ Тем не менее, время от времени важно проводить оценку стратегического выбора менее ограниченным способом, что позволит властям определять относительные затраты и выгоды проектного финансирования в сопоставлении с общим бюджетным финансированием.

²⁴ Например, использование инструментов, увязанных с инфляцией, может свидетельствовать о более широкой приверженности властей политике поддержания стабильности цен.

²⁵ Например, на рынках с относительно низким уровнем развития, любое подразумеваемое непостоянство предложения внутренних долговых облигаций и сроков таких инструментов может сказываться на реализации денежно-кредитной политики и эффективности любых сигналов этой политики.

²⁶ Стандартными вариантами построения кривой доходности являются формирование форвардной кривой на базе текущей наблюдаемой кривой или допущение кривой доходности в местной валюте на основе индикативной кривой в иностранной валюте (например, в долларах США или евро) и корректировка на дифференциалы ожидаемой инфляции, премии за инфляционный риск и кредитный риск. Этот вариант включен в сопроводительный электронный табличный инструментарий.

расчетов может повыситься и может стать возможным применение более сложных методик.

35. Управляющий долгом может также привлекать должностных лиц, специализирующихся на других направлениях, в особенности в сфере банковского надзора, для понимания масштаба потенциальных проблем банков, которые могут повлиять на спрос на государственные долговые обязательства, а также специалистов в сфере контроля движения капитала для понимания потенциального масштаба риска перекредитования по внутреннему долгу. В более общем смысле, глубокое понимание финансовой, регуляторной или налоговой политики будет полезно для оценки возможной динамики, могущей повлиять на условия рынка для выпуска долговых обязательств. Управляющий долгом должен также изучить финансовые рекомендации и анализ из других источников, например, подготовленные инвестиционными банками, которые могут обеспечить дополнительную полезную информацию о возможной динамике ситуации на рынке.

36. После определения базового сценария, управляющий долгом должен определить, в рамках консультаций с другими должностными лицами, соответствующие сценарии рисков, которые могут потенциально повлиять на объем и стоимость требуемого финансирования. Например, если страна активно использует внешние источники финансирования, включая международные рынки капитала, управляющий долгом должен учесть риск “внезапной остановки”, что может привести к проблемам перекредитования. Такая оценка может повлиять на выбранную стратегию в направлении продления среднего срока погашения внешнего долга или формирования подушки безопасности резервов.²⁷ Как минимум, эти сценарии риска должны отражать риски, выявленные ОУД.²⁸

37. Следует отметить, что даже при отсутствии значительных изменений в макроэкономической основе, ССУД может иметь важные последствия для АУД. Если тестирование рассматриваемых альтернативных стратегий управления долгом (см. Этап 6 и Вставку 2) показывает, что ключевые показатели устойчивости долга могут подвергнуться риску, управляющий долгом должен работать в тесном взаимодействии со специалистами, занимающимися анализом устойчивости долга, для определения стратегий, снижающих риск дефолта по долговым обязательствам, или же, в случае отсутствия таких стратегий, обозначить этот фактор для того, чтобы можно было принять другие меры.

²⁷ Если такая внешняя уязвимость является высокой и усугубляется применением режима фиксированного или полуфиксированного обменного курса, важнейшее значение приобретает координация мер по снижению такого риска с монетарными властями.

²⁸ Например, опыт показывает, что властям следует с осторожностью подходить к оценке ожидаемой доходности государственных инвестиций или помощи; вследствие этого необходимо рассмотреть более пессимистичный сценарий экономического роста. В АУД следует обозначить основные виды стресс-тестов.

Результат

- Базовые прогнозы по ключевым переменным бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики, внешней конъюнктуры и рыночных факторов.
- Понятный и полный набор сценариев для тестирования, отражающих специфические страновые риски.

Шаг 5: Анализ долгосрочных структурных факторов

Цель: Анализ структурных факторов, которые могут влиять на желательный состав долговых обязательств в долгосрочной перспективе.

38. В рамках консультаций с разработчиками политики, управляющий долгом должен определить структурные характеристики экономики в долгосрочной перспективе, которые могут повлиять на желательный состав долговых обязательств. Эти факторы должны быть отражены и рассмотрены в АУД, проводимом органами государственной власти. К числу этих факторов могут быть отнесены:

- зависимость экономики от сырьевых ресурсов и, соответственно, уязвимость к динамике цен на сырье;
- долгосрочные перспективы сохранения доступа к финансированию на льготных условиях;
- возможная динамика реального эффективного обменного курса в долгосрочной перспективе; и
- инфляционные тенденции в долгосрочной перспективе.

39. Эти факторы могут существенно повлиять на желательный состав долговых обязательств в долгосрочной перспективе. Например, при определении желательной валютной структуры следует учитывать долгосрочный прогноз динамики реального эффективного обменного курса и соответствующие последствия для оценки реальных процентных ставок по внутренним заимствованиям относительно ставок по внешним заимствованиям. Аналогично, в составе портфеля долговых обязательств по срокам погашения следует учитывать режим макроэкономической политики в широком контексте, а также возможность его изменения в долгосрочной перспективе.²⁹

40. Оценка ожиданий разработчиков экономической политики касательно динамики этих факторов с течением времени позволит определить, на каких стратегиях управляющему долгом следует сосредоточить внимание (Вставка 3).

²⁹ Например, если предполагается, что с течением времени режим обменного курса может стать более гибким, это может сказаться на составе портфеля долговых обязательств по валютам и срокам погашения в долгосрочной перспективе. Как отмечалось ранее, риск перекредитования является более выраженным в странах, применяющих режим фиксированного обменного курса, но более гибкий режим обменного курса может способствовать большему удельному весу краткосрочных долговых обязательств.

Кроме того, представляется целесообразным проанализировать долгосрочные перспективы степени и темпов повышения качества институциональных механизмов и формирования доверия к макроэкономической политике, поскольку эти факторы будут влиять на условия новых заимствований.

Вставка 3. Связь между ССУД и специфическими для конкретной страны структурными факторами

В зависимости от анализируемых факторов, присущих конкретной стране, задачей ССУД должно являться смягчение или компенсирование нежелательных результатов в максимально возможной степени. Например:

- **Изменение условий торговли:** Если доходы страны в значительной степени зависят от изменения условий торговли, например, вследствие зависимости от экспорта или импорта сырьевых ресурсов, этот фактор, вероятно, скажется на реальном эффективном обменном курсе. Это повышает потенциальную стоимость и усиливает риски долговых обязательств в иностранной валюте. Альтернативно, потенциальная стоимость и риски значительно снижаются, если реальный эффективный обменный курс национальной валюты систематически укрепляется. По этой причине, хотя многие страны с низким уровнем доходов испытывали негативные последствия продолжительной тенденции падения цен на сырьевые ресурсы в 1980-х и 1990-х годах, для «азиатских тигров» долговые обязательства в иностранной валюте могли оказаться относительно дешевыми. Поскольку цены на сырьевые ресурсы и условия торговли могут проходить весьма длительные циклы, необходимо выработать долгосрочное видение рисков.
- **Доступ к финансированию на льготных условиях:** По мере роста уровня доходов в странах, доступ к финансированию на льготных условиях может сократиться. В этом случае, акценты ССУД будут смещены в направлении расширения доступа к другим источникам финансирования, таким как, например, внедрение широкого набора внутренних легко реализуемых ценных бумаг или формирование доступа к международным рынкам капитала.

Результат

- Артикуляция долгосрочных структурных факторов, которые должны учитываться в ССУД.

Этап 6: Оценка и ранжирование альтернативных стратегий по соотношению затрат и рисков

Цель: Определение и анализ возможных стратегий управления долгом, оценка их результативности и выбор небольшого числа потенциальных стратегий управления долгом.

41. Для определения предпочтительной ССУД, управляющий долгом должен оценить результативность (качественно или количественно) нескольких альтернативных стратегий, исходя из затрат и рисков. Для этого, управляющему долгом потребуется определить набор соответствующих стратегий и провести их оценку в рамках сдерживающих факторов и будущих сценариев первичного баланса и

рыночных ставок, которые определены ранее. Кроме того, затем следует провести оценку стратегий по соответствующим выбранным сценариям рисков/стрессов.

42. На практике управляющему долгом необходимо детально проанализировать небольшой набор стратегий. Вначале управляющий долгом может рассмотреть существующую (опосредованную или явную) стратегию управления долгом (Этап 2). Затем управляющий долгом может определить альтернативные варианты структуры долговых обязательств, которые могут помочь смягчить ранее выявленные ключевые факторы уязвимости. Могут быть также рассмотрены стратегии, способствующие развитию внутренних рынков.

43. В отсутствие конкретного количественного инструментария для анализа альтернативных стратегий, управляющий долгом должен проанализировать, какие характеристики долговых обязательств или их состава могут смягчить основные факторы нестабильности бюджета или же послужить амортизатором воздействия выявленных рисков (Шаг 4), а также учесть потенциальные расходы на обеспечение такого состава долговых обязательств. Например, если страна подвержена воздействию внешних шоков и обменный курс является нестабильным или же присутствует риск его ослабления, управляющий долгом может счесть необходимым избежать ухудшения этой ситуации путем сокращения внешнего финансирования. Это позволит управляющему долгом определить предпочтительное направление конкретных показателей риска, таких как увеличение доли долговых обязательств в национальной валюте или продление сроков погашения.

44. В случае, если управляющий долгом разработал или имеет доступ к соответствующему инструментарию (такому, как прилагаемый к ССУД инструментарий в форме электронных таблиц, см. Вставку 4 и рисунок в Приложении VI), может быть проведена количественная оценка затрат и рисков альтернативных стратегий. Как правило, такой инструментарий позволяет сопоставить стоимость долга относительно риска (определяемую изменениями в стоимости) в течение определенного временного горизонта при различных сценариях. Подобный инструментарий позволяет управляющему долгом моделировать воздействие различных вариантов финансирования, отслеживая динамику ключевых показателей затрат и рисков по каждой тестируемой стратегии.

45. Анализ сценариев позволяет провести оценку воздействия специфических шоков или рисков. К их числу следует отнести альтернативные стратегии или стресстесты, обозначенные в Шаге 4, в том числе любые совокупности шоков, рассматриваемые в АУД. Аналогично, если АУД показывает, что базовый макро-сценарий является оптимистичным, важно оценить последствия использования более консервативного набора допущений на макро-уровне.³⁰ Такая оценка риска приобретает важнейшее значение в случае, когда уровень долга уже является высоким относительно возможностей государства по его погашению.

³⁰ Это может привести к смещению в сторону стратегии, сопряженной с меньшими рисками, но, возможно, более высокими затратами.

46. При выборе временного горизонта для оценки затрат и рисков следует учитывать стабильность экономики. Например, если экономика функционирует достаточно стабильно, оценка затрат и рисков в течение более короткого временного горизонта может оказаться полностью репрезентативной; однако, если экономическая ситуация не характеризуется стабильностью, может возникнуть необходимость в рассмотрении более продолжительного временного горизонта.³¹ Аналогично, анализируемые шоки необходимо соотносить с оцениваемым периодом.³² В более общем смысле, при сопоставлении относительного воздействия конкретных стресс-тестов, следует учитывать субъективную вероятность, придаваемую возникновению каждого конкретного шока.

Вставка 4. Аналитический инструментарий ССУД

Аналитический инструментарий (ССУД АИ) дополняет анализ, представленный в данной Рекомендательной записке. Задачей инструментария является обеспечение количественных данных для принятия решений. Результаты предназначены для обеспечения информации и демонстрации последствий реализации определенной стратегии управления долгом при различных сценариях или стресс-тестах. Инструментарий может использоваться для тестирования последствий реализации конкретного плана финансирования или же достижения и поддержания конкретного состава долговых обязательств с соответствующими сериями планов финансирования, определяемых инструментарием. В этой связи, инструментарий может применяться для установления соотношения между стоимостью различных планов финансирования или составов долговых обязательств с одной стороны, и сопутствующего риска, с другой стороны. Инструментарий является гибким, и пользователи могут в определенных пределах задавать временной горизонт для прогнозов, а также количество валют и набор инструментов.

Инструментарий построен в формате Excel и включает четыре отдельные электронные таблицы. Инструментарий обеспечивает многообразие показателей затрат и рисков, что позволяет управляющему долгом рассмотреть соотношение затрат и рисков по каждой альтернативной стратегии.

Хотя получаемый в результате компромисс затрат и рисков помогает в принятии решений за счет обеспечения количественной информации, инструментарий не предназначен для использования в качестве единственного источника для принятия решений. Когда результаты определяются вводимыми допущениями, требуется взвешенный подход к любой интерпретации результатов.

47. Рассматриваемые стратегии должны быть проанализированы в сопоставлении с оценкой в рамках Шага 3 для обеспечения возможности их практической реализации. Такой анализ поможет выявить более широкие стратегические вопросы, которые реально ограничивают набор осуществимых стратегий. Даже при ограниченном

³¹ Например, если цены на сырьевые ресурсы демонстрируют тенденцию к снижению, может возникнуть необходимость выбора более длительного временного периода с тем, чтобы также учесть и тенденцию повышения.

³² Например, обеспечивается ли наилучшая репрезентативность типичного шока годовым среднеквадратическим отклонением или же шоки коррелированы с течением времени и наилучшая репрезентация шока обеспечивается среднеквадратическим отклонением за пятилетний период, измеряемый на возобновляемой основе, например в течение горизонта в 20 лет. В идеале, среднеквадратическое отклонение следует рассчитывать за период, который равен или длиннее цикла. Этот вопрос также обсуждается в Шаге 2.

наборе осуществимых стратегий управления долгом, что имеет место во многих странах с низкими доходами, такая эксплицитная оценка затрат и рисков является важным элементом управления риском.

48. После того, как управляющий долгом проведет оценку результативности основных соответствующих стратегий, следует суммировать ключевые результаты (например, в форме таблиц или графиков), определить небольшое число потенциальных стратегий и обсудить их с другими должностными лицами, ответственными за разработку политики.

Результат:

- Ранжирование небольшого числа возможных стратегий по уровню затрат и рисков.

Этап 7: Анализ последствий потенциальных стратегий управления долгом с бюджетно-налоговыми и монетарными властями, а также последствий для конъюнктуры рынка

Цель: Обеспечение обсуждения предлагаемых стратегий с бюджетно-налоговыми и монетарными властями. Анализ возможных последствий для рынка долговых обязательств.

49. Следует проанализировать потенциальные стратегии и сопутствующие затраты и риски с бюджетно-налоговыми властями, а также оценить последствия в плане устойчивости долга. Если анализ стратегий, обозначенных в рамках Этапа 6, проведенный с бюджетно-налоговыми властями, свидетельствует о возможных рисках для бюджета, или же о том, что устойчивость долга или способность исполнять внешние обязательства подвержены риску, может возникнуть необходимость в корректировке потенциальных стратегий. В качестве альтернативы может потребоваться анализ финансовых базовых прогнозов с тем, чтобы можно было расширить финансовые возможности.

50. Аналогично, возможные последствия потенциальных стратегий для денежно-кредитной сферы следует обсудить с центральным банком, включая возможности для содействия в достижении целей денежно-кредитной политики. Предполагаемый объем финансирования в иностранной валюте и финансирования от нерезидентов и вероятные сроки могут иметь значение для интервенций, обменного курса и вытеснения частных кредиторов. Следует также обсудить последствия для платежного баланса и степени риска перекредитования относительно предполагаемого уровня международных резервов. В случае если устойчивость внешнего долга подвержена риску или если стратегии финансирования создает или является одной из причин риска чрезмерной ликвидности, следует обсудить последствия для обменного курса. Результаты таких обсуждений могут также повлиять на выбор стратегии или же потребовать от управляющего долгом разработки альтернативной стратегии.

51. Последствия ССУД, рассматриваемой управляющим долгом в качестве предпочтительной, включая подразумеваемое финансирование на внутреннем и внешнем рынках, должны быть также обсуждены с монетарными властями и

органами, занимающимися вопросами финансового рынка, с целью оценки эффекта предполагаемых инвестиций от основных групп инвесторов. Следует также провести оценку потенциальных последствий для развития рынка капитала и финансовой стабильности.³³ Такие последствия могут быть как позитивными (например, рассматриваемая стратегия может помочь обеспечить фактически индикативные показатели для частных кредиторов), так и негативными (например, объем предлагаемого финансирования посредством одного инструмента может фактически абсорбировать все имеющиеся возможности и может привести к вытеснению частных кредиторов). Аналогично, могут быть учтены регуляторные аспекты, например, подверженность банковской системы риску, что помогает определить приемлемость предлагаемой ССУД.

52. В целом, если стратегия управления долгом предполагает значительные последствия для основных макроэкономических допущений, может потребоваться интерактивный подход, при котором стратегия управления долгом и макроэкономическая стратегия обсуждаются совместно и корректируются посредством процесса итераций. Существенная корректировка базовых прогнозов (Этап 4) потребует от управляющего долгом повторить анализ стратегии (Этап 6).

Результат:

- Четкая оценка соответствия потенциальных стратегий бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политике, задаче поддержания устойчивости долга и планам развития рынка.

Этап 8: Представление и согласование ССУД

Цель: Определение предпочтительной ССУД и направление предложения с прилагаемыми ранжированными альтернативными потенциальными стратегиями на утверждение высшему руководству, отвечающему за управление долгом.

53. По результатам Этапов 1- 7 управляющий долгом должен представить предпочтительную ССУД на утверждение высшему руководству, отвечающему за управление долгом. Должны быть также представлены стратегии, альтернативные ССУД.

54. ССУД должна быть утверждена руководством Министерства финансов, поскольку она должна отражать степень риска, приемлемую для Правительства, что предполагает политическое решение о соотношении затрат и рисков. После утверждения, стратегии управления долгом должен быть придан официальный статус с наделением управляющего долгом полномочиями по ее реализации.

Результат:

³³ Такая ситуация может возникнуть как следствие концентрации базы инвесторов, например, повышение уязвимости банковской системы может привести к росту долговой нагрузки в случае коллапса банковской системы.

III. РАСПРОСТРАНЕНИЕ

55. После согласования и официального утверждения ССУД, рекомендуется обеспечить ее распространение посредством опубликования документа по стратегии управления государственным долгом.³⁴ Распространение ССУД поможет управляющему долгом укрепить взаимоотношения с кредиторами, инвесторами и другими заинтересованными сторонами (например, рейтинговыми агентствами) и будет способствовать открытому диалогу по ключевым факторам, влияющим на выбор и реализацию ССУД. Это позволит обеспечить поддержку выбранной ССУД и снизит неопределенность среди инвесторов.

56. Стандартный публикуемый документ с описанием ССУД должен включать следующую информацию: цель и масштаб ССУД; описание текущей и ожидаемой макроэкономической ситуации; оценка существующего портфеля долговых обязательств; обзор согласованной ССУД с обсуждением факторов, повлиявших на выбор стратегии, включая основные факторы риска, управление которыми предусмотрено в Стратегии.³⁵

57. ССУД может быть представлена в виде целевых показателей по определенному составу инструментов или конкретных показателей по затратам и рискам. На начальных этапах показатели могут носить более описательный характер, например, может быть обозначено, что задачей ССУД является увеличение доли долговых обязательств в национальной валюте или постепенное продление сроков погашения. С течением времени, целевые показатели могут становиться более конкретными и точными, например, установление целевого показателя по составу портфеля долговых обязательств, в котором удельный вес долговых обязательств в национальной валюте должен составлять 60 процентов.

58. Если ССУД разрабатывается впервые, весьма полезным может стать ее представление широкой аудитории, в том числе парламентариям, отечественным и иностранным инвесторам и рейтинговым агентствам, посредством организации семинаров или презентаций. В более общем смысле, ССУД может обеспечить прочную основу для разработки действенной программы взаимодействия с инвесторами³⁶, что может способствовать развитию внутреннего рынка долговых обязательств и влиять на стоимость будущих долговых обязательств на рыночных условиях.

³⁴ Управляющий долгом должен использовать все доступные источники для публикации документа, в том числе Интернет-сайты.

³⁵ См. Приложение VII “Формат документа с изложением Стратегии управления долгом для публикации”. Как правило, нет необходимости обнародовать проведенный анализ в полном объеме; в частности, некоторые стресс-сценарии могут оказаться чувствительными.

³⁶ См. документ МВФ (2004), в котором обсуждаются вопросы разработки действенной программы взаимоотношений с инвесторами.

IV. РЕАЛИЗАЦИЯ И ПОСЛЕДУЮЩИЕ ШАГИ

59. После принятия решения по ССУД, управляющий долгом должен разработать внутренний *годовой план финансирования* с изложением принципов реализации стратегии в течение *очередного бюджетного периода*. Годовая потребность в финансировании будет определяться в рамках бюджетного процесса, тогда как распределение финансовых потребностей с течением года будет зависеть от движения государственных средств. В целом, эффективность реализации плана финансирования будет являться отражением возможности правительства разрабатывать четкие прогнозы движения государственных средств.³⁷ На агрегатном уровне общая сумма привлекаемого финансирования посредством каждого из имеющихся инструментов может определяться на основании стратегии. Затем эту сумму необходимо разбить на более конкретные целевые категории, исходя из знания управляющим долгом источников финансирования.

60. Когда определены агрегатные целевые показатели, следует спланировать и сверить вероятные сроки движения средств с тем, чтобы обеспечить достаточное финансирование, соответствующее предполагаемым внутригодовым потокам. Как правило, разрабатываются отдельные планы по заимствованиям на внутреннем и внешнем рынке.

61. Разработка годового плана финансирования обычно начинается с анализа предполагаемых потоков бюджетных (денежных) средств, включая планируемое движение средств для обслуживания долга. Учет начального сальдо по единому казначейскому счету или сальдо по государственным счетам (и планируемого состава финансирования резервов для центрального банка) позволит управляющему долгом спланировать состав финансовых потребностей на протяжении года. Добавление к этой информации данных по предполагаемым поступлениям средств в рамках государственных займов позволит соотнести предполагаемый баланс по единому казначейскому счету с целевым балансом и, соответственно, определить предпочтительный объем и сроки финансовых операций.³⁸ Применительно к внутренним долговым обязательствам, такой анализ позволит управляющему долгом разработать график выпусков соответственно любым стратегическим задачам, таким как применение режима регулярного выпуска для поддержки развития рынка (см.

³⁷ Экономичное и эффективное управление государственными средствами поможет в разработке более приверженного и прозрачного плана финансирования, и, в целом, будет способствовать снижению стоимости долга. При наличии значительных проблем в управлении денежными средствами, финансовые операции могут быть более произвольными, и, как следствие, менее способствующими развитию рынка и, соответственно, более дорогостоящими.

³⁸ Может быть поставлена согласованная стратегическая задача поддержания положительного сальдо по единому казначейскому счету в целях нивелирования эффекта волатильности основных поступлений денежных средств. В целом, для снижения потенциальных затрат, связанных с содержанием запасов, управляющий долгом может попытаться распределить финансовые операции по временным периодам таким образом, чтобы поддерживать баланс по счетам максимально приближенным к целевым уровням, хотя это должно быть сбалансировано с целесообразностью использования режима регулярных выпусков с целью поддержки развития рынка.

рисунок в Приложении VIII). Что касается внешних долговых обязательств, хотя управляющий долгом может обладать меньшей свободой выбора точных сроков операций, анализ укажет последний срок, когда заимствования должны быть обеспечены, например, за счет выхода на международные рынки или привлечения других внешних займов от частных кредиторов.³⁹

62. Зачастую годовой план финансирования или, как минимум, компонент внутренних обязательств, доводятся до сведения участников рынка.⁴⁰ В течение года и по мере выполнения бюджета, планы финансирования необходимо обновлять в зависимости от осуществляемого движения средств.

63. Кроме того, важно периодически проводить обзор ССУД, в идеале на ежегодной основе, и подтверждать ее актуальность. ССУД также следует обновлять в случае фундаментальных изменений макроэкономических условий или конъюнктуры рынка. Должен проводиться новый анализ с представлением новых предложений с четким объяснением причин, ввиду которых рекомендуется пересмотр и обновление стратегии.

64. Информация о ходе реализации ССУД должна регулярно доводиться до сведения министра финансов или соответствующего комитета, например, в форме регулярной отчетности руководству. В отчетности должна быть представлена информация о динамике портфеля и ключевых факторах стоимости и риска. Подобная регулярная отчетность играет важнейшую роль в системе эффективного управления риском.

³⁹ Если страны еще не присутствуют на международных рынках капитала или не наладили связи с конкретными кредиторами, в этих планах следует учитывать фактор потенциально значительного времени на их освоение.

⁴⁰ Такая информация может способствовать углублению рынка государственных облигаций и снижению затрат и рисков за счет создания возможностей для использования более значительных объемов и более широкого набора выпускаемых инструментов и снижению премии за риск в связи с неопределенностью на рынке. Кроме того, чем выше регулярность и степень приверженности, которые могут быть учтены в сроках аукционов, тем больше вероятность того, что операции будут с успехом приняты рынком, что позволит снизить риск неполной подписки.

Ссылки

- Arnove, Marco and George Iden, 2003, "Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries Experience", International Monetary Fund Working Paper No. 03/45, (Washington), (March).
- Árvai, Zsóvia and Geoffery Heenan, 2008, "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities", International Monetary Fund Working Paper No. 08/174, (Washington), (July).
- Currie, Elizabeth, Jean-Jacques Dethier and Eriko Togo, 2003, "Institutional Arrangements for Public Debt Management", World Bank Policy Research Working Paper No. 3021, (Washington), (April).
- International Monetary Fund, 2004, "Investor Relations Programs—Recent Developments and Issues", (Washington) (October).
- Organization for Economic Cooperation and Development, 2002, "Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century," September (Paris).
- Wheeler, Graeme, 2004, "Sound Practice in Government Debt Management," (Washington: World Bank).
- World Bank, 2007a, *Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation*, (Washington).
- _____, 2007b, *Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*, (Washington).
- _____, 2008, *Guide To The Debt Management Performance Assessment Tool (DEMPA)*, (Washington).
- World Bank and International Monetary Fund, 2001, "Developing Government Bond Markets: A Handbook," (Washington).
- _____, 2003a, *Guidelines for Public Debt Management*, (Washington, revised ed.).
- _____, 2003b, *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document*, (Washington) (August).
- _____, 2007, "Strengthening Debt Management Practices: Lessons from Country Experience and Issues Going Forward", Executive Board Document, (Washington) (May).
- _____, 2009, "Managing Public Debt: Formulating Strategies and Strengthening Institutional Capacity", Executive Board Document, (Washington) (forthcoming).

Приложение I. Действенная институциональная структура

65. Четкая институциональная структура способствует эффективному управлению долгом. Ключевыми элементами такой структуры являются: (i) адекватная законодательная база; (ii) эффективные институциональные механизмы, включая систему организации выполнения управляющим долгом своих функций; и (iii) комплексный и эффективный учет долговых обязательств. Хотя страны придерживаются различных подходов в каждой из этих областей, существует несколько общепринятых ключевых базовых принципов.⁴¹ В частности, законодательная база должна четко определять полномочия по осуществлению заимствований и выпуску новых долговых обязательств, инвестиций и операций от имени Правительства (Вставка 5). В законодательной базе часто определяются общие задачи по управлению долгом, устанавливается ответственность и требования по отчетности и аудиту. В законодательстве могут быть также предусмотрены конкретные способы координации действий ведомств, в компетенцию которых входят вопросы управления долгом, например роль центрального банка в качестве бюджетно-налогового органа.

66. В действенной структуре управления должны быть четко установлены и описаны функции и полномочия всех соответствующих ведомств, участвующих в управлении долгом. В частности, должно быть четко установлено, кто отвечает за принятие решений в сфере управления долгом. Как правило, такие полномочия будут закреплены за министром финансов, возможно при содействии консультационного комитета. Вне зависимости от конкретной системы, механизмы должны быть надлежащим образом структурированы при четком и последовательном определении полномочий и ответственности.

67. Ведомство, отвечающее за разработку политики управления долгом и ее реализацию должно обеспечить наличие достаточной информации для качественного выполнения своих полномочий. Как правило, это делается посредством периодической отчетности управляющего долгом о ходе выполнения стратегии управления долгом и сопутствующего плана заимствований. Эта отчетность должна обеспечивать информацию по динамике портфеля долговых обязательств и основным показателям затрат и рисков с тем, чтобы ответственные за принятие решений могли осуществлять адекватный мониторинг реальной ситуации относительно ожидаемой динамики данных показателей.

⁴¹ Более подробно этот вопрос обсуждается в документе Всемирного банка и МВФ «Руководство по управлению государственным долгом» (2003 г.).

Вставка 5. Компоненты действенной законодательной базы по управлению государственным долгом

Законодательная база по вопросам управления государственным долгом должна, в идеале, включать следующие основные элементы:

- Четкое санкционирование Парламентом/Конгрессом полномочий исполнительных органов по утверждению заимствований и гарантий по займам от имени Правительства.
- Четкое санкционирование исполнительными органами государственной власти полномочий ведомств по управлению долгом по осуществлению заимствований и долговых операций и выдаче гарантий по займам.
- Четкое определение целей управления долгом. Общепринятые цели управления долгом в современном законодательстве формулируются как неизменное обеспечение удовлетворения финансовых потребностей государства, минимизация стоимости долга в среднесрочной и долгосрочной перспективе, поддержание рисков портфеля долговых обязательств на приемлемом уровне и содействие развитию внутреннего рынка долговых обязательств.
- Требование о разработке стратегии управления долгом. По мере определения целей управления долгом, эти цели должны найти воплощение в операционной стратегии, которая определит способы достижения правительством целей управления долгом.
- Обязательная отчетность на ежегодной основе с отражением достигнутых результатов относительно поставленных целей и заявленной стратегии. Такая отчетность является составляющей делегирования Парламентом/Конгрессом полномочий по осуществлению заимствований исполнительным органам власти.
- Требование о проведении внешнего аудита. Такое требование обычно предусмотрено в общем Законе о государственном аудите, нежели в законодательстве, регулирующем вопросы управления долгом.

68. В случае, когда вопросами прямых долговых обязательств центрального правительства занимаются различные ведомства, необходимы действенные институциональные механизмы для обеспечения координации и эффективной реализации ССУД. В частности, необходимы механизмы обмена информацией по динамике этих субпортфелей и координации действий. Страны поразному подходят к решению проблемы координации, начиная от централизации всех функций по управлению долгом в одном ведомстве до создания главного департамента, отвечающего за разработку и мониторинг ССУД; при этом ответственность за ее реализацию возложена на другие ведомства. Кроме того, учитывая важную взаимосвязь между эффективной реализацией ССУД и управлением государственными финансовыми ресурсами и реализацией денежно-кредитной политики, в институциональной структуре должна быть учтена необходимость формирования действенных механизмов координации этих функций.

Вставка 6. Организационная структура

Для эффективного управления государственным долгом требуется институциональная структура, в которой четко разграничены функции, полномочия и механизмы отчетности соответствующих ведомств. Объединение функций по управлению долгом в одном департаменте или директорате позволяет избежать дублирования функций, усиливает подотчетность и сокращает необходимость координации действий и обмена информацией. Это также содействует анализу и разработке стратегии в отношении совокупного портфеля долговых обязательств, поскольку соответствующие полномочия сосредоточены в одном ведомстве, которое обладает полным набором информации, требуемой для осуществления таких функций.

В контексте развивающихся стран опыт показывает, что институциональные механизмы осуществления функций по управлению долгом сохраняют фрагментарный характер с их закреплением за разными государственными органами, особенно ввиду того, что управление проектами, как правило, требует масштабного участия министерства планирования или министерства экономики. Как следствие, для выполнения функций по управлению долгом требуется эффективная координация действий различных ведомств. В этой связи, как правило, общепризнанным является тот факт, что консолидация функций по управлению долгом не является предпосылкой для качественного управления государственным долгом.

При объединении функций по управлению долгом в одном ведомстве, необходимо также четкое внутреннее разграничение функций для снижения операционного риска. В частности, разделение работы с клиентами и оформления документации имеет важнейшее значение для снижения риска злоупотреблений в любой организации, осуществляющей финансовые операции. В свою очередь, в более сложных операциях, разграничение первичного и среднего звена обеспечивает независимость тех, кто разрабатывает и осуществляет мониторинг системы управления риском и тех, кто отвечает за проведение операций на рынке. Кроме того, соблюдение сотрудниками четких правил поведения и правил в отношении конфликта интересов имеет важное значение для обеспечения целостности операций по управлению долгом.

На основании документа World Bank (2007a), Глава 5.

69. Создание качественной базы данных, которая охватывает все виды долговых обязательств и может обеспечить необходимую информацию для разработки ССУД, зачастую является непростой задачей. Действительный учет долговых обязательств является необходимым условием для высококачественной и полноценной базы данных. Хотя качественные программные пакеты помогают в формировании эффективной системы учета долговых обязательств, опыт показывает, что решающее значение имеет внедрение четких и действенных процедур в рамках системы (систем) учета долговых обязательств. Что касается использования информационных технологий, в разных странах применяются различные подходы, включая разработку собственных систем, использование готовых программных пакетов или определенное сочетание обоих подходов. Для обеспечения целостности любых данных, вводимых в систему, должны быть налажены адекватные операционные процедуры для обеспечения надежности.⁴²

⁴² В целом, страны должны стремиться к достижению принципа “четырёх глаз” т.е. введения и верификации данных разными специалистами.

70. Опыт стран в области формирования действенных систем более подробно обсуждается в документах World Bank and IMF (2007) и World Bank (2007a).

Вставка 7. Рекомендуемые элементы системы учета долговых обязательств

Надежная система учета долговых обязательств должна обеспечивать точную, последовательную и комплексную базу данных по внутреннему, внешнему и гарантированному государством долгу.

Качественная система учета долговых обязательств должна предусматривать:

- Правильность разбивки непогашенных долговых обязательств по различным характеристикам, как то состав по валютам, кредиторам, льготным обязательствам и инструментам (в том числе по видам процентных ставок).
- Графики обслуживания совокупного долга по различным категориям долговых обязательств.
- Некоторые базовые показатели портфеля долговых обязательств, таких как средний срок погашения, удельный вес долговых обязательств в иностранной валюте и т.д.
- График выплат процентов и график погашения по займам и ценным бумагам наряду с соответствующими платежными уведомлениями. Эта функция может быть децентрализована, если управление разграничено между различными ведомствами.

В идеале, необходим также интерфейс системы с другими ключевыми системами, такими как (i) платежная система, используемая для осуществления выплат по обслуживанию долга; (ii) система управления транзакциями (если применимо);⁴³ (iii) аукционная система (если она отделена от системы управления транзакциями), и (iv) информационная система(системы) управления и учета по государственным финансовым ресурсам.

Кроме того, должна быть возможность обеспечения целостности системы за счет введения соответствующих механизмов контроля безопасности.

⁴³ Например, если отдел по управлению долгом напрямую участвует в операциях на финансовом рынке.

Приложение II. Разработка ССУД: контрольная таблица для управляющих долгом

Ключевыми шагами этапов разработки ССУД являются:

Шаг 1. Определение целей управления государственным долгом и сферы действия ССУД

Задачей является содействие в определении целей, на достижение которых направлена Стратегия. Это также поможет в определении задач и функций, за выполнение которых несет ответственность управляющий долгом.

- Определение основных целей управления государственным долгом
 - Например:
 - Обеспечение финансовых потребностей
 - Минимизация затрат
 - Поддержание риска на приемлемом уровне
 - Развитие внутреннего рынка долговых обязательств
 - Определение индикативных показателей для выпуска долговых обязательств частным сектором
- Обеспечение надлежащего документирования целей (в случае, если они не определены в законодательстве)
- Определение сферы действия ССУД
 - Долговые обязательства центрального правительства; всех органов государственного управления или государственного сектора в целом
 - Условные обязательства
 - Взаимосвязь с внешними долговыми обязательствами частного сектора

Шаг 2. Определение текущей стратегии управления долгом и затрат и рисков имеющихся долговых обязательств

Задачей является четкое определение отправных позиций для анализа; это поможет определить, должна ли Стратегия быть направлена на изменение характеристик существующего портфеля долговых обязательств каким-либо конкретным способом, например, посредством снижения конкретного риска.

- Четкое определение текущей стратегии
 - Определение индикативного уровня в сопоставлении с которым можно проводить оценку альтернативных вариантов
- Определение непогашенных долговых обязательств и их состава
 - Определение параметров обслуживания непогашенных долговых обязательств
- Расчет базовых показателей затрат и рисков портфеля долговых обязательств
 - Определение источников уязвимости существующих долговых обязательств

Шаг 3. Определение и анализ потенциальных источников финансирования, в том числе характеристик их затрат и риска

Задачей является определение набора возможных стратегий, которые могут быть практически осуществимыми и целесообразными. Это также поможет определить любые потенциальные факторы, которые могут воспрепятствовать реализации выбранной стратегии. Для этого может потребоваться взаимодействие с органами, осуществляющими надзор за финансовым рынком, или другими ведомствами (например, министерством планирования).

- Определение потенциальных источников финансирования, их финансовых характеристик, включая параметры затрат и рисков, и потенциально доступные суммы
 - Составление перечня существующих и потенциальных инструментов (внутренних и внешних), и описание их финансовых характеристик
 - Оценка потенциальных объемов заимствований, доступных по каждому инструменту
 - Определение любых факторов, которые могут воспрепятствовать получению финансирования
 - Обсуждение/ранжирование инструментов в зависимости от их стоимостных характеристик/факторов (а также в контексте ранее выявленных факторов уязвимости портфеля долговых обязательств)

Шаг 4. Определение базовых прогнозов и рисков в основных областях, таких как бюджетно-налоговая и денежно-кредитная политика, внешняя конъюнктура и динамика рыночных ставок

Задачей является определение базового сценария для анализа результативности альтернативных стратегий и определения конкретных сценариев риска для оценки. Для этого потребуются взаимодействие с ведомствами, занимающимися вопросами бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики и финансового рынка, а также (если целесообразно) с участниками рынка.

- Определение среднесрочных базовых прогнозов по ключевым переменным бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики
 - Использование прогнозов ОУД
- Выявление любых внешних сдерживающих факторов, имеющих отношение к разработке ССУД
 - Обсуждение любых предполагаемых изменений режима обменного курса или счета капитала
 - Обсуждение требуемого финансирования международных резервов
- Определение среднесрочных базовых прогнозов рыночных ставок
- Уточнение допущений о вероятном формировании цен на нерыночные инструменты
 - На основании информации кредиторов и других источников
- Определение конкретных сценариев риска

- Риски, выявленные в ОУД
- Другие изменения рыночной конъюнктуры и спроса (например, резкое изменение условий ликвидности на мировых рынках)

Шаг 5. Анализ долгосрочных структурных факторов

Задачей является формирование долгосрочного видения и выявление любых факторов, которые могут повлиять на оптимальное изменение состава долговых обязательств в долгосрочной перспективе. Для этого потребуется взаимодействие с бюджетно-налоговыми и монетарными властями.

- Определение долгосрочных структурных параметров экономики, которые следует учитывать в ССУД, например
 - Уязвимость в плане цен на сырьевые ресурсы
 - Доступ к финансированию на льготных условиях
 - Тенденции реального эффективного обменного курса
 - Инфляционные тенденции

Шаг 6. Оценка и ранжирование альтернативных стратегий по соотношению затрат и рисков

Задачей является анализ нескольких альтернативных стратегий управления долгом, оценка их результативности и определение небольшого числа потенциальных стратегий, включая предпочтительную стратегию.

- Применительно к набору альтернативных стратегий:
 - Оценка возможных изменений затрат при различных сценариях риска
 - Оценка степени эффективности каждой стратегии в снижении выявленных факторов уязвимости портфеля долговых обязательств
 - Оценка степени соответствия каждой стратегии целям управления долгом (основным и вторичным)
 - Оценка возможности практической реализации каждой стратегии с учетом допущений о потенциальных источниках финансирования

Шаг 7. Анализ последствий потенциальных стратегий управления долгом с бюджетно-налоговыми и монетарными властями, а также последствий для конъюнктуры рынка

Задачей является четкое определение соответствия предпочтительной стратегии и других потенциальных стратегий денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политике, целям поддержания устойчивости долга и планам развития рынка.

- Представление предпочтительной стратегии и других потенциальных стратегий бюджетно-налоговым и монетарным властям
 - Обсуждение любых аспектов взаимодействия

- Подтверждение соответствия показателей устойчивости долга параметрам
Анализа устойчивости долга
- Обсуждение возможных последствий реализации потенциальных стратегий для
рынка долговых обязательств, в том числе, при необходимости, с органами,
занимающимися вопросами финансового рынка.

Шаг 8. Представление и утверждение ССУД

Задачей является представление предпочтительной стратегии должностному лицу,
ответственному за принятие решений, на утверждение.

- Документирование предпочтительной стратегии и небольшого числа (например,
одной или двух) альтернативных стратегий
 - Обоснование приоритетности предпочтительной стратегии по сравнению с
другими стратегиями
 - Четкое описание основных сопутствующих затрат и рисков и взаимосвязи с
целями в более широком контексте
- Представление предложения высшему ответственному органу
- Утверждение ССУД

По мере определения, необходимо обеспечить распространение согласованной ССУД.

Приложение III. Затраты и риски; индикаторы долга

В данном Приложении рассматриваются различные параметры затрат и рисков, а также другие полезные индикаторы долга, которые могут потребоваться управляющему долгом в процессе эффективного управления портфелем долговых обязательств. В Приложении показаны способы использования некоторых из них в ходе применения методологии в страновом контексте.

71. Необходимым условием для разработки качественной стратегии управления долгом является четкое определение затрат и рисков. Хотя это может казаться тривиальным, но на практике управляющие долгом сталкиваются с проблемами именно в этой области. Важно, чтобы управляющие долгом четко понимали, что именно охватывают конкретные параметры затрат и рисков с тем, чтобы выбрать наиболее оптимальные меры для достижения поставленной цели.

72. Что касается непосредственных бюджетных целей, акцент обычно делается на абсолютные номинальные параметры, т.е. номинальные выплаты процентов по текущим обменным курсам. Хотя номинальные параметры полезны для целей бюджетирования, они не способны обеспечить информацию для лиц, принимающих решения, об истинной стоимости долга, поскольку они не учитывают влияние инфляции на реальную стоимость долга или прибыль или убытки по индексируемому долгу или долгу в иностранной валюте. Они также не отражают, как рост ВВП или налоговых поступлений влияет на возможности погашения. Вследствие этого, может оказаться полезным рассмотреть отношение выплат процентов к номинальному ВВП или номинальным налоговым поступлениям, поскольку оба этих показателя являются эффективными реальными параметрами, которые лучше отражают истинную долговую нагрузку. В следующих разделах рассматриваются другие важные реальные показатели затрат – отношение чистой дисконтированной стоимости (NPV) долга к ВВП и отношение выплат процентов, скорректированных на прибыль /убытки на капитал, к ВВП. Показатель NPV полезен, поскольку он отражает фактор льгот в долге. Скорректированный показатель затрат на уплату процентов прямо отражает льготные процентные ставки, но также корректирует обычно более низкие выплаты процентов в иностранной валюте по ожидаемому ослаблению обменного курса, что добавляется к основной сумме и, соответственно, реальной долговой нагрузке.

73. В нижеследующем контексте и аналитическом инструментарии ССУД, прилагаемом к данной Записке, риск определяется как изменение одного из таких показателей затрат после применения шока. При этом в данном Приложении также обсуждаются некоторые другие полезные статистические портфельные показатели, которые напрямую отражают характерную подверженность портфеля долговых обязательств таким рискам по мере изменения процентных ставок и обменного курса. При использовании указанных портфельных статистических показателей важно понимать, как они соотносятся с более фундаментальными параметрами риска.

Показатели затрат

74. Примерами общепринятых показателей затрат для портфеля долговых обязательств являются:

Затраты на уплату процентов

- Номинальные затраты на уплату процентов отражают прямой номинальный эффект уплаты процентов или купонных платежей в случае облигационного займа, но не учитывают любые реализованные прибыль/убытки на капитал по индексруемому долгу, такому как долговые обязательства в иностранной валюте или увязанные с инфляцией. Алгебраически, этот параметр может быть выражен как:⁴⁴

$$I_t^* = \sum_{j=1}^m e_{jt} I_{jt}^{FX} + I_t^{DX} \quad (1)$$

где I_t^* = общие выплаты процентов, выраженные в национальной валюте в момент времени t , $e_{jt} = j^{th}$ обменный курс национальной валюты относительно иностранной валюты j , I_{jt}^{FX} = выплаты процентов, деноминированные в иностранной валюте j , и I_t^{DX} = выплаты процентов в национальной валюте. Абсолютная номинальная стоимость процентов не дает полное представление о реальной стоимости долга или долговой нагрузке. Таким образом, более оптимальным является нормализация номинальной стоимости процентов в реальном выражении или в единицах номинального ВВП или государственных доходов. Две последние нормализации отражают возможности Правительства по обеспечению уплаты процентов. Подобные нормализации подразумевают, что мы можем определить: (а) реальную стоимость процентов; (б) номинальную стоимость процентов как долю номинального ВВП; и (с) номинальную стоимость процентов как долю доходов.

- Реальная стоимость процентов может лучше отражать экономическую стоимость долга, ассоциируемую только с уплатой процентов. Она измеряет номинальную процентную стоимость долга с корректировкой на цены, и может быть выражена как:

$$I_t^P = \frac{I_t^*}{P_t} \quad (2)$$

⁴⁴ Для простоты мы исходим из допущения, что существует только долг в национальной валюте и долг в иностранной валюте. Данное уравнение (и все последующие уравнения) могут быть с легкостью расширены для включения долговых обязательств с различными характеристиками, такими как долговые обязательства, увязанные с инфляцией. Мы также не учитываем другие затраты, такие как комиссии, сборы и административные платежи, которые обычно предполагаются в долговых обязательствах.

где I_t^P = реальные общие выплаты процентов, P_t = внутренние цены и I_t^* - согласно предыдущему определению.

- Отношение номинальных затрат на уплату процентов к номинальному ВВП является широко используемым показателем затрат и рассчитывается как:

$$I_t^Y = \frac{I_t^*}{Y_t} \quad (3)$$

где I_t^Y = отношение номинальных затрат на уплату процентов к номинальному ВВП, Y_t = номинальный ВВП и I_t^* - согласно предыдущему определению.

- Отношение номинальных затрат на уплату процентов к номинальным государственным доходам рассчитывается как:

$$I_t^T = \frac{I_t^*}{T_t} \quad (4)$$

где i_t^T = отношение номинальных затрат на уплату процентов к номинальным государственным доходам, T_t = номинальные государственные доходы и I_t^* - согласно предыдущему определению.

- Может также оказаться полезным рассчитать выплаты процентов на единицу долга, т.е. среднюю процентную ставку. Средняя (невзвешенная) процентная ставка представляет собой номинальную уплату процентов относительно непогашенных долговых обязательств и рассчитывается как:

$$\bar{i}_t = \frac{I_t^*}{D_t} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{j,t} I_{j,t}^{FX} + I_t^{DX}}{D_t^{DX} + D_t^{FX}} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{j,t} I_{j,t}^{FX} + I_t^{DX}}{D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}} \quad (5)$$

где \bar{i}_t = невзвешенная средняя процентная ставка, $D_t = D_t^{DX} + D_t^{FX}$

$= D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}$ = непогашенные общие долговые обязательства за период

t, и D_t^{DX} и $D_t^{FX} = \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}$ - непогашенные долговые обязательства в

национальной и иностранной валюте, соответственно.

- Реальная невзвешенная средняя процентная ставка - это невзвешенная средняя процентная ставка, скорректированная на внутреннюю инфляцию:

$$\bar{i}_t = \bar{i}_t - \pi_t \quad (6)$$

где \bar{i}_t = реальная невзвешенная средняя процентная ставка и π_t = внутренняя инфляция.

Затраты на уплату процентов, скорректированные на прибыль/убытки на капитал по индексируемому долгу

- Как отмечено выше, в номинальных затратах на уплату процентов не учитываются никакие издержки, связанные с прибылями/убытками на капитал. Прибыль/убытки на капитал возникают за счет эффекта обменного курса на долговые обязательства в иностранной валюте по мере фактической индексации долга в иностранных валютах. Номинальные скорректированные затраты на уплату процентов можно измерить как:

$$C_t^* = I_t^* + \sum_{j=1}^m (D_{t-1,j}^{FX} \cdot \Delta e_{t,j}) \quad (7)$$

где C_t^* = скорректированные номинальные затраты на уплату процентов,

$\sum_{j=1}^m (D_{t-1,j}^{FX} \cdot \Delta e_{t,j})$ = прибыль/убытки на капитал в результате изменения

обменных курсов связи с непогашенным долгом FX в момент времени $t - 1$, и I_t^* – согласно предыдущему определению.

- Реальные скорректированные затраты на уплату процентов рассчитываются как:

$$C_t^P = \frac{C_t^*}{P_t} \quad (8)$$

где C_t^P = реальные скорректированные затраты на уплату процентов; все остальные обозначения – согласно предыдущему определению.

- Отношение номинальных затрат на уплату процентов, скорректированных на прибыль/убытки на капитал, к номинальному ВВП рассчитывается как:

$$C_t^y = \frac{C_t^*}{Y_t} \quad (9)$$

где C_t^y = отношение скорректированных номинальных затрат на уплату процентов к номинальному ВВП; все остальные обозначения – согласно предыдущему определению.

- Отношение номинальных затрат на уплату процентов, скорректированных на прибыли/убытки на капитал, к доходам, рассчитывается как:

$$C_t^T = \frac{C_t^*}{T_t} \quad (10)$$

где C_t^T = отношение скорректированных номинальных затрат на уплату процентов к доходам; все остальные обозначения – согласно предыдущему определению.

Параметры риска

75. Риск обычно является функцией подверженности портфеля госдолга риску и конкретного фактора риска. Если подверженность риску, как правило, является эндогенной к управленческим решениям, то фактор риска является экзогенным, поскольку он определяется силами, неподконтрольными управляющему долгом, включая динамику макроэкономической ситуации в стране и в остальных регионах мира, изменениями в настроениях рынка и другими факторами, которые создают непредвиденные изменения в рыночных ценах.

76. Управляющие долгом могут способствовать снижению уязвимости портфелей государственных долговых обязательств к изменениям рыночных цен за счет уменьшения подверженности риску. В этой связи, можно измерять и проводить мониторинг по временным периодам соответствующих индикаторов, определяющих степень подверженности портфеля долговых обязательств и стоимости долга различным видам риска.

77. Параметры риска рассчитывают потенциальный непрогнозируемый рост платежей по обслуживанию долга, возникающий в результате непредвиденного смещения в переменных рынка, таких как процентные ставки или обменный курс.

78. Как отмечено выше, в детерминированном режиме, таком как используемый в аналитическом инструментарии ССУД, риск измеряется как разница между затратами в определенный период по сценарию, предусматривающему конкретный шок, и затратами по предопределенному сценарию базовой линии.⁴⁵ Такая разница представлена как:

⁴⁵ В стохастическом режиме, риск обычно измеряется количественно заданной мерой дисперсии (например, среднеквадратическое отклонение) или экстремальной областью или шлейфом заданного распределения (например, 95-ый процентиль эмпирического распределения затрат или верхний шлейф эмпирического распределения затрат за пределами 95-ого процентилля).

$$risk_t^k = I_t^{k,s} - I_t^{k,b} \text{ или } risk_t^k = C_t^{k,s} - C_t^{k,b}, k = *, P, Y \text{ или } T. \quad (11)$$

где $I_t^{k,s}$ и $C_t^{k,s}$ являются, соответственно, затратами по сценарию с ожидаемым шоком и $I_t^{k,b}$ и $C_t^{k,b}$ являются затратами по сценарию базовой линии.

79. В дополнение к рискам изменения процентных ставок и обменного курса, управляющие долгом должны также учитывать риск рефинансирования (или перекредитования) т.е. риск того, что долговые обязательства должны будут быть рефинансированы по нетипично высокой стоимости, или, в исключительных случаях, не могут быть рефинансированы вообще. Хотя риск рефинансирования может рассматриваться как вид риска изменения процентной ставки, его материализация может привести к чрезмерно высокому увеличению финансовых затрат государства или же к неспособности рефинансировать государственные займы, по которым наступает срок погашения. Поскольку такая ситуация может создать или усугубить долговой кризис и, таким образом, привести к огромным экономическим потерям в дополнение к число финансовому эффекту более высоких процентных ставок, важно трактовать риск рефинансирования отдельно. Далее обсуждается уязвимость к риску изменения процентных ставок, риску рефинансирования и валютному риску и некоторые статистические показатели, которые могут использоваться для измерения остроты таких рисков.

Индикаторы подверженности рыночным рискам

Риск изменения процентных ставок

80. Риск изменения процентных ставок означает уязвимость портфеля долговых обязательств и стоимости госдолга к более высоким рыночным процентным ставкам на момент, когда происходит переоценка процентной ставки по долговым обязательствам с переменной ставкой и долговым обязательства с фиксированной ставкой, по которым наступает срок погашения. Следующие индикаторы формируют параметры подверженности такому риску:

- Сумма долговых обязательств с переустановкой процентной ставки в определенный период времени t:

$$D_t^{refix} = D_t^v + A_t^f = D_{t_v}^{v,FX} + D_{t_v}^{v,DX} + A_t^{f,DX} + A_t^{f,FX} \quad (13)$$

где $D_t^v = D_{t_v}^{v,FX} + D_{t_v}^{v,DX}$ = общий долг с переменной ставкой; $D_{t_v}^{v,DX}$ = долг в национальной валюте с переменной ставкой; и $D_{t_v}^{v,FX} = \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{v,FX}$ = долг в иностранной валюте с переменной ставкой (конвертированный в национальную валюту); $A_t^f = A_t^{f,DX} + A_t^{f,FX}$; A_t^f = выплаты основной суммы

или амортизационные выплаты долга с фиксированной ставкой, подлежащего уплате в период времени t , $A_t^{f,DX}$ = выплаты основной суммы по долгу в национальной валюте с фиксированной ставкой, подлежащего уплате в период времени t , и $A_t^{f,FX} = \sum_{j=1}^m (A_{t,j}^{f,FX} \cdot e_{t,j})$ = выплаты основной суммы по долгу в иностранной валюте с фиксированной ставкой, подлежащего уплате в период времени t .

- Удельный вес долга в портфеле долговых обязательств с переустановкой процентной ставки в конкретный период времени t :

$$d_t^{refix} = \frac{D_t^{refix}}{D_t} \quad (14)$$

- Среднее время до переустановки ставки портфеля долговых обязательств. Данный индикатор является параметром взвешенного среднего времени до того, как ко всем выплатам основной суммы в портфеле долговых обязательств начинает применяться новая процентная ставка.

$$ATR_t = \frac{\omega^f \cdot \sum_{t=1}^T (A_t^f \cdot t) + \omega^v \cdot \sum_{s=1}^S (D_{t,s}^v \cdot s)}{D_t} \quad (15)$$

где ATR_t = период переустановки средней процентной ставки портфеля долговых обязательств, D_t^v , D_t , A_t^f - согласно предыдущим определениям, s = время до следующей переустановки процентной ставки по долговым обязательствам с переменной ставкой и ω^j , $j = v$ и f – соответствующие доли непогашенного долга с переменной ставкой и основной суммы с фиксированной ставкой, подлежащие уплате. ATR_t показывает средний период времени, когда к выплатам основной суммы начинает применяться новая процентная ставка. В качестве среднего параметра этот индикатор обеспечивает информацию по временным периодам об изменениях в среднем времени портфеля до переустановки процентной ставки. Сокращение данного индикатора свидетельствует о том, что портфель, в среднем, попадает под действие новой процентной ставки более часто и, соответственно, более подвержен шокам в связи с переустановкой процентной ставки.

Риск рефинансирования (перекредитования)

81. Риск рефинансирования отражает подверженность портфеля долговых обязательств риску нетипично высоких процентных ставок на момент, когда осуществляется рефинансирование долга; в крайних случаях, когда риск является слишком высоким, управляющие долгом неспособны рефинансировать обязательства с

наступившим сроком погашения. Для оценки подверженности такому риску используются следующие индикаторы⁴⁶:

- Амортизационный профиль непогашенного долга. Амортизационный профиль долга представляет собой последовательность выплат основной суммы или амортизационных выплат, возникающих в связи с непогашенным пакетом долговых обязательств. Его можно представить, как:

$$RP_t = [A_t]_{t=1}^T = [A_t^{DX} + A_t^{FX}]_{t=1}^T = \left[A_t^{DX} + \sum_{j=1}^m (A_{t,j}^{FX} \cdot e_{t,j}) \right]_{t=1}^T = \{A_{t=1}, A_{t=2} \dots, A_{t=T}\} \quad (16)$$

где RP_t = амортизационный профиль непогашенного совокупного долга, охватывающий всю ожидаемую последовательность выплат основной суммы или амортизационных выплат, начинающихся в период t и заканчивающихся в будущем периоде T , на который выпадает последняя выплата непогашенной основной суммы; все остальные обозначения – согласно предыдущему определению.

- Доля долгового пакета, подлежащего уплате в определенный период. Отношение долга, подлежащего уплате в определенный период, к общему непогашенному долгу можно выразить как: $\frac{A_t^D}{D_t}$.
- Доля долгового пакета, подлежащего уплате в определенный период, скорректированная на ликвидные активы. Хотя $\frac{A_t^D}{D_t}$ показывает совокупную подверженность риску рефинансирования, страны могут иметь “ликвидные подушки безопасности” в виде резервов в иностранной валюте (FX) или остатков денежных средств, снижающих подверженность риску рефинансирования. Эти активы должны быть вычлнены в совокупной подверженности риску. Соответственно, скорректированное соотношение долга, подлежащего уплате на момент времени t может быть выражено как: $\frac{[A_t^D - R_t - CB_t]}{D_t}$,

где CB_t = остаток денежных средств, и R_t = международные резервы.

⁴⁶ Следует отметить, что рассматриваемые здесь индикаторы могут также использоваться для оценки подверженности риску изменения процентных ставок, возникающего только по долговым обязательствам с наступающим сроком погашения.

Расчеты доли долговых обязательств, подверженных риску рефинансирования, могут быть проведены отдельно по долям долговых обязательств в иностранной и национальной валютах:

$$\frac{A_t^{DX} - CB_t}{D_t^{DX}}, \text{ и } \frac{A_t^{FX} - R_t}{D_t^{FX}}$$

Наконец, отношение долга, подлежащего уплате, к налоговым поступлениям $\frac{A_t^D}{T_t}$, дает представление об объеме перекредитования относительно способности Правительства мобилизовать доходы.

- Среднее время до погашения. Данный показатель измеряет взвешенное среднее время до наступления срока всех выплат основной суммы в портфеле долговых обязательств. Этот индикатор рассчитывается как:

$$ATM_t = \frac{\sum_{t=1}^T (A_t \cdot t)}{\sum_{t=1}^T A_t} \quad (17)$$

где ATM_t = среднее время до срока погашения портфеля долговых обязательств, $A_t = t^{th}$ период выплаты основной суммы в портфеле.

ATM_t показывает, сколько времени занимает, в среднем, рефинансирование портфеля долговых обязательств. Сокращение данного индикатора свидетельствует о том, что портфель долговых обязательств рефинансируется более часто и, как следствие, в большей степени подвержен шокам рефинансирования.

Риск в связи с изменением обменного курса

82. Валютный риск означает уязвимость портфеля долговых обязательств и стоимости госдолга к ослаблению/девальвации стоимости национальной валюты на внешних рынках. Следующие индикаторы позволяют измерить подверженность этому виду риска:

- Отношение долговых обязательств в иностранной валюте к совокупному долгу:

$$d_t^{fx} = \frac{D_t^{fx}}{D_t} = \frac{D_t^{FX}}{D_t^{DX} + D_t^{FX}} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}}{D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}} \quad (18)$$

где d_t^{fx} - доля долговых обязательств в иностранной валюте в совокупном портфеле долговых обязательств.

- Несоответствие в уровне обязательств в иностранной валюте относительно валютных резервов:

$$d_t^{fxr} = \frac{D_t^{fx}}{R_t} = \frac{D_t^{FX}}{R_t} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}}{\sum_{h=1}^n e_{ht} R_{ht}} \quad (19)$$

где d_t^{fxr} = отношение долговых обязательств в иностранной валюте к валютным резервам; R_t = валютные резервы; $h = 1, \dots, n$ означает различные валюты в составе международных резервов центрального банка.

- Несоответствие в составе долговых обязательств в иностранной валюте относительно валютных резервов

$$d_t^c = \sum_{j=1}^W \omega_t^j D_{t,j} / R_{t,j} \quad \text{где } d_t^c \text{ означает степень валютного несоответствия}$$

долга FX и резервов FX в момент времени t , ω_t^j - доля долга FX, деноминированного в валюте j и $D_{t,j}$ и $R_{t,j}$ - абсолютные значения долга FX и резервов FX, деноминированных в валюте j . Когда уровни долга и резервов слишком расходятся, $D_{t,j}$ и $R_{t,j}$ могут измеряться как доли, нежели абсолютные значения. Чем дальше удален индикатор от 1, тем больше степень валютного несоответствия.

Другие полезные индикаторы долга

- Чистая дисконтированная стоимость (NPV) совокупного долга:
Дисконтированная стоимость пакета непогашенных долговых обязательств означают дисконтированный поток всех будущих денежных выплат. Этот индикатор рассчитывается как:

$$NPV_t^D = \sum_{t=0}^T (CF_t^D \cdot \delta^t) \quad (20)$$

где NPV - это дисконтированная стоимость пакета долговых обязательств, CF - поток денежных выплат в период t , и δ = фактор дисконтирования. Будущие платежи в иностранной валюте вначале переводятся в национальную валюту по ожидаемому обменному курсу.

- Страны с низкими доходами имеют доступ к источникам финансирования на льготных условиях, что существенно снижает затраты. Это не отражается в обычном параметре долга, но может быть отражено посредством рассмотрения чистой дисконтированной стоимости долга (NPV), которая дисконтирует будущие (низкие) платежи по обслуживанию долга к настоящему моменту. Недостаток показателя NPV в том, что он не включает допущение о перекредитовании льготного займа. Таким образом, если льготный заем подлежит уплате на следующий день, NPV по сути является такой же, как и номинальной стоимостью. Если рассмотреть типовой страновой пример, льготные займы часто заменяются новыми займами. При полномасштабной оценке стратегии (см. инструментарий ССУД в форме электронных таблиц), это решается посредством допущения о стратегиях перекредитования для таких займов по очень длительному временному горизонту. Поскольку отдаленное будущее значительно дисконтировано, острота проблемы снижается.

Приложение IV. Потенциальные источники финансирования

В данном Приложении представлен краткий обзор основных категорий источников финансирования, которые могут использоваться странами. При оценке альтернативных источников финансирования, важно учитывать все составляющие стоимости заимствований, поскольку займы могут предусматривать сборы и скрытые затраты.

Внешние источники

83. Существуют два основных источника внешнего долга—государственные заимствования и заимствования из частных источников. Государственные заимствования обычно присутствует в форме займов не на рыночных условиях. Внешний долг из частных источников может присутствовать в форме займов не на рыночных условиях или рыночных долговых ценных бумаг.

Государственные заимствования

К источникам государственных заимствований относятся многосторонние организации и двусторонние займы других государств.

84. Льготные займы, как правило, предусматривают длительные сроки погашения (например, 40 лет) и продолжительный льготный период (например, 10 лет). Кредиты МАР (для стран с низким уровнем доходов) представляют собой долговые обязательства с фиксированной ставкой, номинированные в СДР (доллары США, евро и японские йены). Займы МБРР (для стран со средним уровнем доходов) могут предусматривать фиксированные или переменные ставки и возможность выбора валюты заемщиком. Процентные ставки, как правило, приближены или ниже ставки Libor. Существуют различные виды двусторонних займов, и они могут иметь ставки ниже рыночных, но их отличительной чертой является то, что они обычно деноминированы в валюте страны-кредитора.

85. Во многих случаях такие кредиторы устанавливают определенные условия выдачи займов. Многосторонние организации-кредиторы могут либо ограничивать расходование средств конкретными целями или устанавливать иные касающиеся экономической политики условия. В случае двусторонних займов, такими условиями могут быть соблюдение кредитополучателями требования использовать или закупать товары или услуги, экспортируемые страной-кредитором. В случае займов под конкретные проекты, как правило, предполагается встречное финансирование, когда получатели должны вносить определенные собственные финансовые средства в рамках финансирования, предоставляемого кредитором. Все эти факторы могут опосредованно увеличивать стоимость займа, в том числе за счет задержек в предоставлении средств.

86. Во многих странах органы государственного управления организуют конференции доноров в целях координации финансирования со стороны каждого донора. Это позволяет властям оценить размер доступного финансирования на

льготных условиях, определить параметры любого финансирования на этапе до резервирования, которое они могут захотеть ограничить (например, посредством допущения о его фиксированном характере) в анализе ССУД и рассчитать дефицит финансирования после зарезервированного финансирования на льготных условиях, который необходимо покрыть за счет заимствований не на льготной основе.

Частные источники

87. К числу частных источников относятся заимствования на международных рынках капитала или у коммерческих банков.

88. В рамках Многосторонней программы по облегчению долгового бремени расширяется доступ стран к международным рынкам капитала. Однако, такой доступ может носить неопределенный характер и подвержен внезапным изменениям в настроениях и запросах рынка. Вследствие этого, для повышения эффективности анализа важно постоянно собирать информацию о конъюнктуре рынка и отслеживать выпуски, осуществляемые странами с аналогичным кредитным рейтингом. Формирование консультационных отношений с инвестиционным банком может стать одним из способов повышения качества сбора такой информации. Страны могут еще больше снизить этот риск за счет формирования устойчивой репутации соблюдения обязательств по долгам и разработки эффективной программы взаимоотношений с инвесторами. Кроме того, страны должны быть осведомлены о любых вероятных сдерживающих факторах применительно к условиям выпуска, таким как вероятность установления требования о минимальном объеме выпуска или выборе валюты. Структура погашения ценных бумаг (например, единовременная/залповая или амортизационная) будет также иметь важное значение. Эти факторы будут влиять на анализ затрат и рисков варианта финансирования и его соответствующую привлекательность.

89. Кроме того, может также присутствовать возможность обсуждения с коммерческими банками условий банковских кредитов. Настроения среди кредиторов и на рынке будут влиять на количество средств, доступных от этих источников. Такие кредиты обычно предусматривают плавающую процентную ставку с более коротким сроком погашения по сравнению с условиями на рынках капитала.

Внутренние источники

90. Внутренними источниками финансирования могут являться нерыночные инструменты или рыночные ценные бумаги в форме долговых обязательств.

91. В качестве источников нерыночного внутреннего финансирования могут выступать банковские кредиты, поставщики и, зачастую, центральный банк. Использование финансирования центрального банка, например, в форме требования прямого участия на первичном рынке или посредством системы овердрафта, не желательно, поскольку это может вступить в конфликт с достижением монетарными

властями поставленных целей и создать искажения на рынке.⁴⁷ Такое финансирование является инфляционным и обычно приводит к более высокому общему уровню процентных ставок. Кроме того, в зависимости от согласованных условий финансирования центрального банка, могут возникнуть препятствия для процесса установления цены, что будет сдерживать развитие эффективного рынка государственных облигаций. Связанные инвесторы, такие как государственные организации, могут также являться важным источником финансирования, но использование услуг таких инвесторов будет непродуктивным в плане развития эффективного рынка облигаций.⁴⁸ Как и в случае с кредитами иностранных банков, внутренние банковские кредиты, вероятнее всего, также будут краткосрочными с переменными ставками. Краткосрочные кредиты поставщиков могут также присутствовать в форме кредиторской задолженности.

92. Что касается рыночных инструментов, диапазон доступных долговых ценных бумаг будет ограничен уровнем развития рынка. По мере развития рынка, выбор финансовых инструментов (срок погашения, вид инструмента и т.д.) расширится с включением инструментов с потенциально более приемлемыми параметрами риска. В этой связи у управляющего долгом возникает функция стимулирования развития внутренних рынков долговых обязательств. Например, управляющему долгом необходимо отказаться от режима административно устанавливаемых ставок в пользу ставок, полностью определяемых рынком до того, как рынок станет эффективно развиваться, и у управляющего долгом может возникнуть необходимость в программе индикативного выпуска для того, чтобы построить кривую реальной доходности.

93. Состав базы инвесторов, включающей определенное сочетание банков, пенсионных фондов, страховых компаний, других внутренних институциональных инвесторов, иностранных и розничных инвесторов, будет определять способность внутреннего рынка абсорбировать количество и желательный набор долговых инструментов. Для участников рынка обычно характерно сегментированное предпочтение различных долговых инструментов, особенно в отношении сроков погашения, в зависимости от их собственных балансовых потребностей.⁴⁹ Как следствие, относительный состав базы инвесторов будет являться ключевым фактором, определяющим относительную стоимость расширения кривой доходности

⁴⁷ В большинстве стран монетарное финансирование правительства однозначно запрещено законодательством.

⁴⁸ Хотя их присутствие может казаться выгодным и может помочь в сдерживании затрат на уплату процентов, в долгосрочной перспективе их присутствие будет препятствовать развитию рынка и, в конечном итоге, ограничивать объем и качество финансирования, доступного на внутренних рынках. По мере возможности управляющий долгом должен стремиться минимизировать, при условии соблюдения соответствующих пруденциальных стандартов, влияние связанных инвесторов на рынок (например, путем разрешения их участия в аукционах на неконкурсной основе в целях соблюдения регуляторных требований с обеспечением предоставления им ценных бумаг на рыночных условиях).

⁴⁹ Например, для пенсионных фондов обычно требуются долгосрочные активы, защищенные от инфляции, тогда как банки, как правило, отдают предпочтение, краткосрочным активам для обеспечения соответствия краткосрочным депозитам.

или введения различных видов инструментов. Для развития этих источников накоплений потребуются долговременные усилия по целому ряду направлений, включая регуляторные механизмы, налогообложение, законодательную базу, инфраструктуру рынка и финансовую грамотность. Формирование базы иностранных инвесторов также повлечет последствия для счетов капитала и функционирования валютного рынка, и потребует всестороннего анализа и координации действий с монетарными властями. Как и в случае внешних рынков, важно регулярно собирать информацию о конъюнктуре рынка для отслеживания запросов рынка применительно к срокам погашения и видам инструментов (фиксированные в сопоставлении с плавающими или другие виды индексации). Этому будет способствовать формирование действенных связей с базой инвесторов.

Характеристики затрат и рисков

94. Общий обзор характеристик затрат и рисков, сопряженных с различными видами финансовых инструментов, представлен в Таблице 1.

Таблица 1. Стоимость и факторы риска различных финансовых инструментов

Вид инструмента	Стоимостные характеристики	Характеристики риска	Другие комментарии
Внешние инструменты			
Льготные многосторонние займы (например, займы МАР, Фонда развития Африки, Фонда развития Азии)	Крайне льготные условия	Фиксированная ставка; деноминированы в иностранной валюте; очень длительный срок погашения; амортизационная структура погашения; длительный льготный период.	Доступ сокращается с ужесточением условий по мере роста уровня доходов. Ограниченные возможности обговорить условия. Как правило, предусмотрен сбор за резервирование средств. Выделение средств может зависеть от соблюдения определенных условий.
Многосторонние займы не на льготных условиях (например, займы МБРР, Фонда развития Африки, Фонда развития Азии)	Предусмотрены некоторые льготы	Как фиксированная, так и переменная ставка; деноминированы в иностранной валюте	Возможность обговорить условия (например, по валютам и структуре процентной ставки), отвечающие предпочтениям получателей в плане риска. Срок погашения и льготный период определяются страновой категорией. Предусмотрен сбор за резервирование

			средств. Не доступны странам, входящим исключительно в категорию стран MAP
Двусторонние займы (включая займы на реализацию проектов)	Как правило, предусмотрены некоторые льготы	Как фиксированная, так и переменная ставка; деноминированы в иностранной валюте	Ограниченные возможности выбора условий. Предусмотрены различные транзакционные сборы. Проектные займы увязаны с конкретными целями проектов; как следствие, предоставление средств в значительной степени зависит от прогресса в реализации проектов.
Кредиты коммерческих банков (включая синдицированные кредиты)	Рыночные ставки	Может применяться фиксированная или переменная ставка; кредиты могут быть краткосрочными, среднесрочными или долгосрочными; как правило, деноминированы в иностранной валюте.	Способность влиять на условия будет зависеть от переговорных возможностей. Могут предусматриваться значительные транзакционные сборы.
Суверенные облигации	Рыночные ставки (в зависимости от условий ликвидности и кредитного рейтинга страны)	Может применяться фиксированная или переменная ставка; как правило, деноминированы в иностранной валюте; как правило, залповая структура погашения.	Правительство выбирает ключевые параметры (например, структуру процентной ставки, валюту и срок погашения). Предусмотрены значительные транзакционные сборы. Требуются значительные ресурсы для выпуска.

Внутренние инструменты			
Казначейские векселя	Рыночные ставки	Краткосрочные; деноминированы в национальной валюте	Обычно являются первым инструментом, размещаемом на внутреннем рынке.
Казначейские облигации	Рыночные ставки	Среднесрочные - долгосрочные; как правило, деноминированы в национальной валюте. Может применяться	Структура базы инвесторов будет определяющим фактором соответствующей стоимости различных видов инструментов и

		фиксированная или переменная ставка. Могут индексироваться.	сроков погашения.
Розничные инструменты	Административно устанавливаемые или рыночные ставки	Может применяться фиксированная или переменная ставка; деноминированы в национальной валюте; могут индексироваться. Как правило, краткосрочные или среднесрочные	Развитие базы розничных инвесторов может в определенной степени помочь в преодолении риска перекредитования. Могут быть сравнительно дорогостоящими в зависимости от механизмов распределения.
Кредиты коммерческих банков	Рыночные ставки	Может применяться фиксированная или переменная ставка; как правило, краткосрочные; обычно деноминированы в национальной валюте.	Способность влиять на условия будет зависеть от переговорных возможностей. Предусмотрены определенные транзакционные сборы.

Приложение V. Разработка ССУД: учет затрат на реализацию денежно-кредитной политики

95. В данном Приложении обсуждается, как можно учесть затраты на реализацию денежно-кредитной политики при разработке ССУД. Эти вопросы решаются автоматически в случае, если ССУД разрабатывается на основе полностью консолидированного государственного сектора, включая центральный банк; однако, такой способ разработки ССУД не является распространенным.

96. В процессе реализации целей денежно-кредитной политики центральному банку может потребоваться устранить избыточную ликвидность в системе, используя различные инструменты, такие как (i) нормы обязательных резервов; (ii) аукционы депозитов; (iii) векселя центрального банка; (iv) государственные ценные бумаги, или (v) либерализация оттока капитала. Использование инструментов, предполагающих затраты, которые напрямую несет центральный банк, должны быть отражены в прогнозных поступлениях доходов центрального банка. Когда государственные ценные бумаги выпускаются на первичном рынке с целью стерилизации избыточной ликвидности, это создает прямой эффект для бюджета, поскольку проценты напрямую возлагаются на государство (даже несмотря на то, что поступления не могут использоваться для государственного финансирования, поскольку они находятся на заблокированных депозитах в центральном банке), поскольку в противном случае не обеспечивался бы эффект стерилизации. Эти затраты обычно учитываются в макроэкономических прогнозах базовой линии и могут игнорироваться.

97. Однако, существует несколько случаев, когда выбор ССУД существенно влияет на эти затраты и, как следствие, следует осознавать и учитывать соответствующую разницу в затратах при выборе между альтернативными стратегиями управления долгом. Например, если обменный курс является привязанным или управляемым, и счет капитала *де-факто* не является очень открытым, внешние заимствования для финансирования бюджета сверх того, что необходимо для целей платежного баланса, приведут к значительному накоплению международных резервов. Этот вопрос может приобретать особую актуальность в случае значительной зависимости стран от валютных займов на льготных условиях для финансирования бюджета, что имеет место во многих странах с низкими доходами. Затем может возникнуть необходимость временной стерилизации любой вводимой вследствие этого дополнительной внутренней ликвидности до тех пор, пока она не будет абсорбирована. В случае, когда страна обладает ограниченным потенциалом для поглощения этой ликвидности, например, при низких возможностях для увеличения кредитов частному сектору, этот процесс может занять длительное время. Чистая стоимость такой стерилизации должна, в принципе, учитываться в стоимости любого внешнего финансирования в случае, когда превышаются ожидаемые потребности платежного баланса.

98. Для анализа сценариев управляющий долгом должен учитывать дополнительные затраты, связанные с такими внешними заимствованиями, в чистых поступлениях доходов и платежах процентов центрального банка, поскольку это не отражено в макро-методологии базовой линии. В качестве альтернативы, если правительство рассчитывает на прямое финансирование центрального банка в качестве

составляющей ССУД, тогда, скорее всего, возникнет необходимость в стерилизации с целью избежать инфляционного давления. Управляющий долгом обычно может использовать упрощающее допущение о том, что вся стерилизации центрального банка осуществляется по краткосрочным процентным ставкам. Иные меры могут потребоваться в ситуации, когда государство получает профицит внешних ресурсов, который оно решает использовать для досрочного погашения долга. Если держателями такого долга выступают внутренние инвесторы, центральному банку может потребоваться стерилизовать ликвидность, вводимую на рынок до тех пор, пока она не будет абсорбирована в других сегментах. Затраты на такую стерилизацию, будь то прямые или опосредованные, будут в любом случае покрываться за счет государственных финансовых ресурсов.

Приложение VI. Разработка среднесрочной стратегии управления долгом: практический пример

В данном Приложении показан принцип практического применения методологии ССУД на примере двух разных стран.

Страна А

Существующая стратегия управления долгом (Шаг 1)

99. До начала 2008 года опосредованная стратегия управления долгом Страны А была практически полностью сосредоточена на сокращении расходов. Однако, добившись ослабления долгового времени по внешним обязательствам и признавая важность развития внутреннего рынка долговых обязательств, в апреле 2008 года власти страны впервые опубликовали Национальную стратегию управления государственным долгом. Документ обозначил новый курс на развитие внутреннего рынка долговых обязательств и предусматривал институциональные решения для учета соотношения затрат и рисков при рассмотрении вариантов будущих новых заимствований при поддержании устойчивости долга в долгосрочной перспективе. Подготовка ССУД была призвана обеспечить методологию количественной оценки таких вариантов посредством демонстрации соотношения затрат и рисков альтернативных стратегий управления долгом.

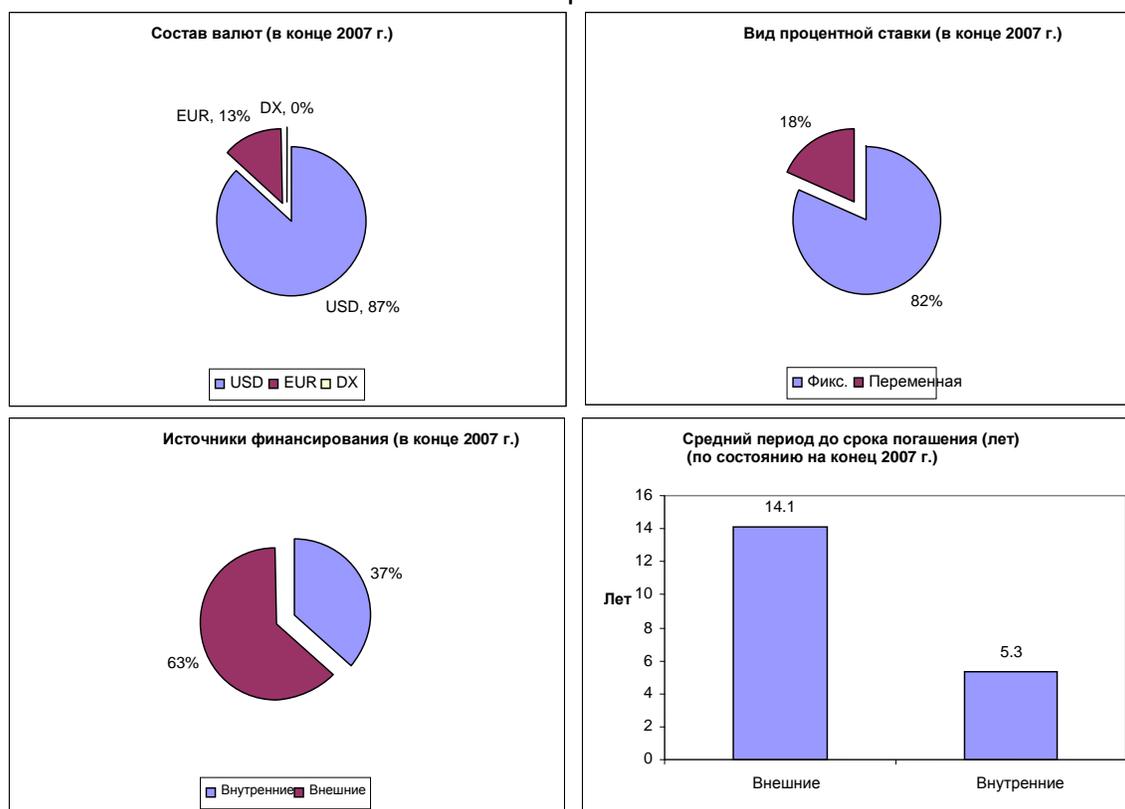
Характеристика существующего портфеля долговых обязательств (Шаг 2)

100. В существующем портфеле долговых обязательств 63 процента приходится на внешние долговые обязательства и 37 процентов – на внутренние долговые обязательства; при этом, однако, все внутренние долговые обязательства деноминированы в иностранной валюте. В целом, стоимость портфеля является сравнительно низкой. Практически все внешние долговые обязательства оформляются по льготным ставкам, тогда как присутствие связанных инвесторов и практика вынужденных размещений позволяли поддерживать стоимость внутренних долговых обязательств на уровне ниже реальных рыночных ставок. Что касается основных факторов уязвимости, доминирующим риском является риск изменения обменного курса, поскольку отсутствуют долговые обязательства в национальной валюте. Риски рефинансирования и изменения процентных ставок являются умеренными, поскольку лишь 6 процентов совокупного долга подлежит уплате в течение следующих пяти лет, и свыше 80 процентов в общем портфеле составляют обязательства по фиксированным ставкам. Снижение риска изменения обменного курса представляется желательным, но для этого потребуются введение долговых инструментов в национальной валюте. В перспективе, сочетание заявленной властями стратегии развития внутреннего рынка долговых обязательств и осознание факта сокращения доступа к финансированию на льготных условиях, вероятно, приведут к существенному изменению стоимостных параметров и факторов риска портфеля долговых обязательств.

Потенциальные источники финансирования (Шаг 3)

101. Будучи страной, относящейся исключительно к категории стран МАР, Страна А в значительной степени зависит от грантового и льготного финансирования. Однако, поскольку страна постепенно выходит из категории стран МАР, ожидается, что условия кредитования средств станут менее льготными. Что касается внутреннего рынка, отличительной чертой финансового рынка страны является то, что свыше 70 процентов депозитов финансовых организаций и более 95 процентов инвестиций деноминированы в иностранной валюте, что ограничивает спрос на активы в национальной валюте. Организация, осуществляющая управление государственным пенсионным фондом, является наиболее важным институциональным инвестором государственных облигаций, абсорбируя 60 - 65 процентов всех новых выпусков.

Рисунок 3. Характеристика существующего портфеля долговых обязательств:
Страна А



Текущие макроэкономические вызовы и структурные параметры (Шаги 4 и 5)

102. Несмотря на значительное ослабление долгового бремени и недавнюю консолидацию бюджетно-налоговой сферы, в стране сохраняется умеренный риск долгового кризиса, что подчеркивает важность продолжения сдерживания издержек на уплату процентов по долговым обязательствам. Ключевым фактором риска долгового кризиса является уязвимость страны к изменениям обменного курса, особенно учитывая зависимость от экспорта сырьевых ресурсов и значительный объем импорта нефти. С

учетом неизменно высокого дефицита по текущему счету и ограниченности льготных кредитов и непостоянства международной помощи, власти страны иногда ощущают необходимость прибегать к внутренним выпускам или внешним заимствованиям из нетрадиционных источников для обеспечения финансирования расходов. Погодные катаклизмы регулярно сказываются на финансовой ситуации и платежном балансе, потенциально создавая непредвиденные потребности в финансовых ресурсах. Однако, для внутреннего финансового рынка характерна высокая степень долларизации и ограниченное число институциональных инвесторов, что ослабляет возможности для смягчения последствий временных шоков для бюджета. Кроме того, рост цен на продовольствие и топливные ресурсы создает дополнительные проблемы в плане сдерживания издержек внутреннего финансирования и давления на реальный обменный курс. В целом, это свидетельствует о необходимости формирования доступа к различным источникам финансирования в целях смягчения потенциального непостоянства расходов.

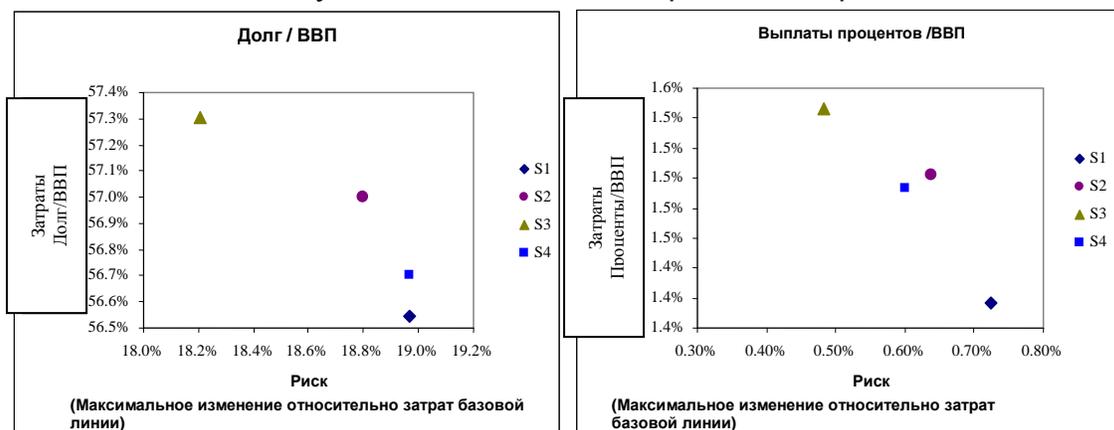
Оценка альтернативных стратегий управления долгом (Шаг 6)

103. С учетом этих факторов, была рассмотрена сравнительная результативность четырех альтернативных стратегий управления долгом в среднесрочной перспективе. Тестируемые стратегии основывались на обсуждениях с органами государственной власти поставленной цели развития внутреннего рынка долговых обязательств и их видения перспектив получения льготного финансирования. Для анализа использовался конкретный набор макроэкономических прогнозов, а также допущений по ценам. Были также обозначены несколько сценариев риска, отражающих некоторые из вышеуказанных факторов уязвимости. Были рассмотрены четыре стратегии:

- S1: Стратегия сохранения существующей ситуации, которая предусматривает обеспечение (в значительной степени) финансовых потребностей за счет внешних долговых обязательств на льготных условиях при продолжении рефинансирования незначительной доли нестандартизированных внутренних долговых обязательств при помощи стандартизированных инструментов;
- S2: Стратегия более активного развития внутреннего рынка, предусматривающая перекредитование более значительной доли нестандартизированных долговых обязательств с использованием стандартизированных долговых инструментов и, как следствие, сокращение использования внешних долговых обязательств на льготных условиях. Эта стратегия определена властями на перспективу;
- S3: Стратегия, направленная на устранение риска изменения обменного курса применительно к портфелю долговых обязательств посредством рассмотрения возможности внедрения стандартизированных долговых обязательств в национальной валюте такими же темпами, как и выпуск внутренних долговых обязательств по Стратегии S2; и
- S4: Стратегия, предусматривающая возможность изменения состава внешнего долга за счет сокращения уровня льготного внешнего финансирования.

104. На Рисунке 4 показано функционирование этих стратегий на основе двух ключевых показателей—соотношение выплат процентов на конец периода в ВВП и соотношение долга в ВВП. Риск определен как максимальное увеличение этих двух показателей в стрессовых условиях.⁵⁰

Рисунок 4. Соотношение стратегий: Страна А



105. При аналогичном уровне риска, Стратегия 1 предполагает наименьшие затраты со сравнениу со Стратегией 2 и Стратегией 4. Данная Стратегия косвенно максимизирует заимствования на льготных условиях для содействия поддержанию устойчивости долга. Стратегии 2 и 3 являются иллюстративными сценариями, показывающими потенциальный рост расходов в связи с заявленной властями задачей формирования внутреннего рынка долговых обязательств. Аналогично, эти стратегии отражают эффект использования внутренних источников финансирования в случае, когда вся сумма льготного финансирования не будет обеспечена в ближайшей перспективе, а внешние источники финансирования не на льготных условиях ограничены. Кроме того, Стратегия 3 показывает потенциальные затраты снижения подверженности риску изменения обменного курса применительно к портфелю долговых обязательств. Основным преимуществом представления затрат и рисков каждой стратегии в этом контексте является демонстрация расчетных расходов государственного бюджета на реализацию стратегии развития внутреннего рынка долговых обязательств. Для того, чтобы сдерживать эти расходы и не допустить чрезмерного усиления риска возникновения долгового кризиса, стратегия развития такого рынка должна сопровождаться разумной макрополитикой, позволяющей сократить издержки за счет снижения премий за кредитный и инфляционный риск при одновременном обеспечении достаточных бюджетных ресурсов для покрытия таких расходов. Это должно также сопровождаться четкой стратегией развития инфраструктуры рынка, включая принятие действенного плана коммуникационных мероприятий для обеспечения успешной реализации.

⁵⁰ Расчеты произведены с использованием аналитического инструментария, прилагаемого к данной Записке.

Страна В

Существующая стратегия управления долгом (Шаг 1)

106. В Стране В действовала официальная стратегия управления долгом, направленная на максимизацию льготных заимствований; сопутствующей задачей являлось развитие внутреннего рынка долговых обязательств. Тем не менее, добившись ослабления долгового бремени и исходя из масштаба требуемых инвестиций в инфраструктуру, велась активная работа по изысканию альтернативных источников финансирования на частично льготных и рыночных условиях. В последние годы страна успешно осваивала международные рынки капитала.

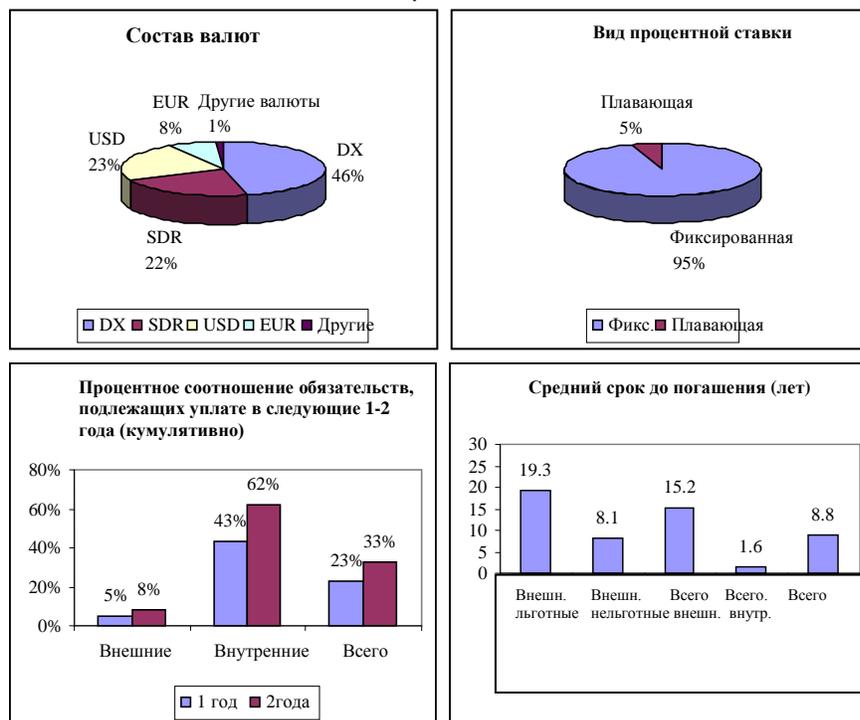
Характеристика существующего портфеля долговых обязательств и источники финансирования (Шаги 2 и 3)

107. Существующий портфель долговых обязательств представлен сравнительно широким набором инструментов, включая льготное финансирование от многосторонних кредиторов, финансирование со стороны двусторонних кредиторов на частично льготных условиях, внешние коммерческие кредиты, деноминированные в долларах США евробонды, казначейские векселя, казначейские билеты с плавающей ставкой (выпущенные с двух- и трехлетним сроком погашения) и казначейские облигации с фиксированной ставкой (с двухлетним, трехлетним и пятилетним сроком погашения).

108. В целом, внутренние и внешние долговые обязательства в портфеле составляют, соответственно, 46 и 54 процента (Рисунок 5), что свидетельствует о сравнительно высокой уязвимости к изменениям обменного курса. Хотя большинство долговых обязательств предусматривают фиксированные ставки, короткий средний срок погашения внутреннего долга (практически все долговые обязательства в портфеле подлежат уплате в течение следующих двух лет; при этом средний срок погашения составляет 1,6 года) означает, что риск изменения процентной ставки нельзя считать незначительным. Степень риска рефинансирования в портфеле внутренних долговых обязательств усугубляется оценками властей, свидетельствующих об относительно низком развитии рынка с незначительным потенциалом одномоментного абсорбирования значительного объема долга.

109. В итоге, это свидетельствует о целесообразности стратегий, результатом которых станет сокращение риска изменения обменного курса или риска рефинансирования. Тем не менее, сдерживание затрат является обязательным, исходя из того, что дефицит финансовых ресурсов, без учета дотаций, составляет 7 процентов ВВП, т.е. финансовые возможности являются крайне ограниченными.

Рисунок 5. Характеристика существующего портфеля долговых обязательств:
Страна В



Макроэкономические факторы, влияющие на выбор стратегии (Шаги 4 и 5)

110. Управляющий долгом ознакомился с результатами анализа устойчивости долга и обсудил общие проблемы и задачи макроэкономической политики с должностными лицами, в компетенцию которых входят вопросы денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики и обменного курса.

111. В целом, финансовые позиции являются относительно неустойчивыми и ожидания зачастую оказываются избыточно оптимистичными; страна в определенной мере зависит от иностранной помощи и на долю грантового финансирования обычно приходится до 3–4 процентов ВВП, что создает непостоянство поступлений и, как следствие, влияет на выполнение плана бюджетных расходов; страна также подвержена воздействию шоков условий торговли и имеет значительный дефицит по текущему счету, который финансируется, главным образом, за счет притока государственных заимствований. Тем не менее, в течение последних лет доходы резко увеличились и, согласно прогнозам, такой рост будет продолжаться; в свою очередь это означает, что в перспективе доступ к грантам и финансированию на льготных условиях может сократиться. В денежно-кредитной сфере в стране введен режим таргетирования инфляции при плавающем обменном курсе. При выборе между внутренними или внешними заимствованиями не учитываются какие-либо конкретные целевые показатели обменного курса или соответствующие потребности в части платежного баланса. Валютный и кредитный рынки развиты слабо. Уровень инфляции на несколько процентных пунктов превышает целевой уровень центрального банка и в последнее время резко увеличился в результате значительного

роста цен на импортируемые сырьевые ресурсы (в частности, нефть). Кроме того, проведена некоторая либерализация режима счетов капитала, и инвесторы-нерезиденты могут работать на рынках ценных бумаг и инструментов с фиксированным доходом, что потенциально может усилить нестабильность по счетам капитала.

Ключевые структурные макроэкономические факторы, которые могут повлиять на направления стратегии управления долгом представлены в Таблице 2.

Таблица 2. Структурные макроэкономические факторы и связь с выбором ССУД

Параметры	Макроэкономические переменные, подверженные воздействию	Влияние на выбор ССУД
Непостоянство иностранной помощи	Государственные расходы, уровень международных резервов	Формирование запасов денежных средств /резервов; диверсификация источников финансирования
Условия торговли	Платежный баланс, обменный курс	Смещение в сторону инструментов в национальной валюте в целях ограничения воздействия изменений обменного курса
Надежность денежно-кредитной политики	Процентные ставки	Рассмотрение возможности использования инструментов в национальной валюте, не подверженных шокам по инфляционным ожиданиям (например, долговые обязательства, увязанные с инфляцией, с переменными ставками, краткосрочные долговые обязательства); смещение в сторону инструментов в иностранной валюте
Счет капитала	Уровень международных резервов	Обеспечение достаточных резервов для покрытия потенциального оттока средств нерезидентов; ограничение риска перекредитования; диверсификация финансовых источников
Бюджетно-налоговая сфера (например, дефицит поступлений в доходную часть)	Бюджетный дефицит, государственные расходы, экономический рост, обменный курс	Формирование запасов денежных средств; диверсификация источников финансирования; ограничение риска перекредитования; ограничение валютных рисков
Увеличение уровня доходов	Обменный курс, кредитная премия	Диверсификация источников финансирования; доступ к источникам финансирования на льготных условиях может стать более ограниченным.
Недостаточная глубина рынков	Обменный курс, процентные ставки	Ограничение риска перекредитования; диверсификация источников финансирования.

112. В целом, обозначенные макроэкономические риски, а также риски, выявленные в существующем портфеле долговых обязательств, указывают на необходимость снижения валютного риска и риска перекредитования при одновременном обеспечении достаточных запасов или использовании других способов (таких как

диверсификация источников финансирования) для ослабления риска дефицита или непостоянства финансовых поступлений.

Оценка альтернативных стратегий управления долгом (Шаг 6)

113. С учетом этих факторов, управляющий долгом проанализировал сравнительные параметры четырех альтернативных стратегий управления долгом.⁵¹ Также были определены несколько сценариев риска.

114. Рассмотрены следующие четыре стратегии:

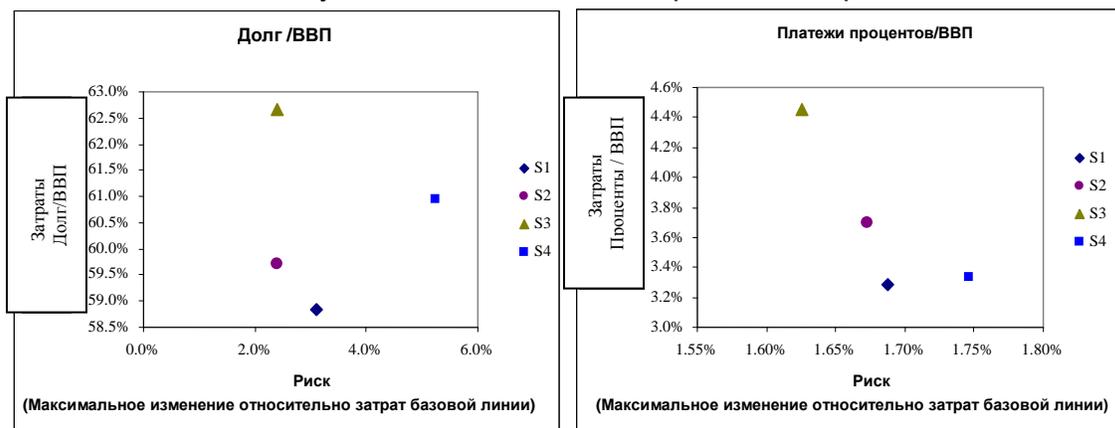
- S1: Сохранение существующего состава портфеля долговых обязательств
- S2: Увеличение доли долговых обязательств в национальной валюте, но с сохранением существующей структуры погашения
- S3: Увеличение доли долговых обязательств в национальной валюте, но с продлением сроков погашения долговых обязательств в национальной валюте
- S4: Увеличение доли долговых обязательств в иностранной валюте; увеличение доли долговых обязательств в иностранной валюте на коммерческих условиях; продление сроков погашения долговых обязательств в национальной валюте.

115. Стратегии S3 и S4 соответствуют принципу диверсификации источников финансирования и, поэтому, в целом помогут уменьшить риск перекредитования; они также позволят снизить нестабильность в исполнении бюджета, связанную с неопределенностью сроков поступления средств по льготным займам. Стратегии S2 и S3 также соответствуют общей цели снижения валютных рисков в портфеле долговых обязательств, но риск перекредитования может стать проблемой, учитывая соответствующее сокращение сроков погашения долговых обязательств.

116. На Рисунке 6 показано функционирование этих стратегий по двум ключевым стоимостным показателям и при определенном наборе макроэкономических и ценовых допущений.

⁵¹ В данном случае используется аналитический инструментарий, прилагаемый к Записке.

Рисунок 6. Соотношение стратегий: Страна В



117. Как показано на Рисунке 6, стратегия S1 является наименее затратной из всех четырех стратегий при сравнительно низком риске. Это свидетельствует о том, что данная стратегия соперничает с предпочтительной ССУД. Тем не менее, если рост доходов будет происходить согласно ожиданиям, получение предполагаемого объема льготного финансирования может оказаться недостижимой задачей. Стратегии S2 и S3 предусматривает более высокие затраты, поскольку слабая денежно-кредитная политика и, как следствие, премия за инфляционный риск, сохраняют процентные ставки на внутреннем рынке на высоком уровне, что является значимым фактором, учитывая сравнительно слабые бюджетно-налоговые позиции. Кроме того, предполагаемое расширение участия инвесторов-нерезидентов на внутреннем рынке может свидетельствовать о необходимости увеличения запаса резервов для смягчения сопутствующего риска перекредитования. Также, если Стратегия S3 требует от банков держать значительно большую долю долговых обязательств с более длительными сроками, то необходимо проанализировать, могут ли соответствующие расхождения в сроках погашения существенно усилить риск в банковской системе. Наконец, хотя Стратегия S4 предусматривает сравнительно низкие затраты, особенно в плане расходов на уплату процентов, она усиливает валютные риски портфеля, и, соответственно, создает наибольший риск.

118. В целом, представляется, что Стратегия S1, которая предусматривает максимальное использования долговых обязательств на льготных условиях, должна стать предпочтительной стратегией, пока это доступно. С течением времени доступ к внешним льготным займам станет более ограниченным, и, по мере повышения надежности денежно-кредитной политики, можно будет провести переоценку Стратегий S2 и S3, особенно в случае укрепления бюджетно-налоговых позиций, что обеспечит некоторые возможности для покрытия более высоких затрат.

Приложение VII. Формат документа с изложением Стратегии управления долгом для публикации

119. В данном Приложении приведены стандартные компоненты Стратегии управления долгом для того, чтобы продемонстрировать минимальный состав такого документа. В целом, публикуемый документ должен содержать следующие разделы:

Цели и сфера действия

- Описание целей управления долгом, сферы действия ССУД, а также видов риска, управление которыми предусматривается в Стратегии.

Существующий портфель долговых обязательств

- Информация об истории портфеля долговых обязательств с описанием изменений в его размере (в том числе как соотношения в ВВП) и составе с течением времени. Следует включить изменения в соответствующих рыночных переменных наряду с пояснениями важных событий в формировании долга.

Условия для управления долгом в перспективе

- Описание условий управления долгом в будущем, включая финансовые прогнозы и прогнозы по долговым обязательствам, допущения по обменному курсу и процентным ставкам, факторы, ограничивающие выбор портфеля, в том числе факторы, связанные с развитием рынка и реализацией денежно-кредитной политики.

Среднесрочная стратегия управления долгом

- Описание анализа, который был проведен в поддержку рекомендованной стратегии управления долгом. Следует четко изложить принятые допущения и ограничивающие факторы анализа.
- Представление рекомендованной стратегии и ее обоснование. Описание желательного состава долговых обязательств и ключевых аргументов, обосновывающих такой состав. В этом разделе должны быть изложены основные факторы риска, повлиявшие на выбор Стратегии.
- Описание мер, которые должны быть успешно осуществлены для обеспечения желательного состава долговых обязательств в планируемый период (3–5 лет). Указание диапазона для ключевых показателей риска портфеля и программы финансирования.
- В Стратегии следует также указать конкретные меры или проекты, которые планируются для управления неколичественными рисками и/или для содействия развитию рынка долговых обязательств, таких как планы по

внедрению новых систем учета долговых обязательств или системы первичного дилера.

- В документе следует также указать процедуру периодического обзора, в рамках которой предполагается контролировать, продолжают ли действовать основные допущения и сохраняется ли актуальность ССУД. В документе следует также указать порядок действий в случае значительного изменения ситуации вне процедуры регулярного обзора.

Приложение VIII. Пример составления краткосрочного плана заимствований

120. В данном Приложении приведен пример составления краткосрочного плана заимствований на основе согласованной Среднесрочной стратегии управления долгом.

121. Предположим, что согласованная ССУД предусматривает финансирование 60 процентов (потребностей государства в денежных средствах) за счет долговых обязательств на льготных условиях, 20 процентов – за счет государственных заимствований на частично льготных условиях и 20 процентов – за счет среднесрочных внутренних облигаций.

122. Предположим, что в конкретный год совокупные потребности в финансовых средствах равняются 100. Из 20 процентов финансирования на частично льготных условиях, требуемых согласно Стратегии, 5 процентов уже зарезервированы Банком развития под конкретный проект, еще 10 процентов предоставит МБРР; таким образом, управляющему долгом необходимо изыскать источники, которые могли бы обеспечить оставшиеся 5 процентов. Аналогично, исходя из поставленной задачи привлечения 20 процентов за счет среднесрочных облигаций, управляющий долгом может определить, что рынок сможет абсорбировать только 5 процентов в виде облигаций сроком на пять лет; таким образом, оставшиеся 15 процентов потребуются покрыть за счет облигаций сроком на три года (Таблица 3).

123. Что касается перевода целевых показателей в план реального выпуска, предположим, что стандартный объем аукциона облигаций сроком на три года равен 2, следовательно, управляющий долгом должен запланировать 7-8 таких аукционов на протяжении года для обеспечения выполнения целевого показателя по совокупному финансированию. Аналогично, если предполагаемый максимальный объем аукциона облигаций сроком на пять лет равен 1.5, необходимо запланировать 3-4 таких аукциона, что дает общий целевой показатель в 10–12 аукционов. Затем управляющему долгом необходимо учесть наличие любых сезонных факторов, таких как периоды отпусков и праздников, когда выход на рынок может оказаться более затруднительным.⁵² По мере возможности, такие периоды следует исключить. Следовательно, если август и декабрь обычно характеризуются спадом деловой активности, эти месяцы можно исключить и запланировать проведение аукционов в остальные 10 месяцев года. Управляющий долгом должен также учитывать потребности рынка и наличие преимуществ проведения аукционов на регулярной основе. Таким образом, аукционы облигаций сроком на три года могут проводиться в первую неделю месяца, тогда как аукционы облигаций сроком на пять лет могут оказаться более успешными при их проведении в начале квартала. Следует отметить, что в случае относительно низкого уровня развития рынков и ограниченного доступа к финансированию на очень короткие сроки или же, если использование такого финансирования может создать конфликт в плане достижения целей денежно-кредитной политики, может оказаться целесообразным использовать фронтальную

⁵² Сезонный характер движения государственных финансовых средств также необходимо учитывать при определении темпов осуществления новых заимствований.

тактику финансирования с тем, чтобы обеспечить своевременное покрытие дефицита и избежать нормирования денежных ресурсов.

Таблица 3. Образец плана заимствований

Потребности в заемных средствах, всего				100	
Стратегия	Внешнее финансирование	Государственные заимствования на льготных условиях	МАР	60	
		Государственные заимствования на льготных условиях, всего		60	
		Государственные заимствования не на льготных условиях	Африканский банк развития	5	
			МБРР	10	
			Двусторонние кредиторы	5	
		Государственные заимствования не на льготных условиях, всего		20	
	Внутреннее финансирование	Рыночные инструменты	Облигации сроком на 3 года		15
			Облигации сроком на 5 лет		5
		Внутреннее финансирование на рыночных условиях, всего		20	

Предварительный график аукционов

Месяц	Инструмент	Целевой объем	Кумулятивный объем финансирования
Январь	5 лет	1.5	3.5
Февраль	3 года	2	5.5
Март	3 года	2	7.5
Апрель	5 лет	1.5	9
Май	3 года	2	11
Июнь	3 года	2	13
Июль	5 лет	2	15
Август	<i>Только в случае необходимости</i>		15
Сентябрь	3 года	2	17
Октябрь	3 года; 5 лет - только в случае необходимости выполнения целевых показателей по финансированию	1.5	18.5
Ноябрь	3 года	1.5	20
Декабрь	<i>Только в случае необходимости</i>		20