

Токтосунова Ч.Т.

**МИРОВАЯ ПРАКТИКА НЕЗАВИСИМОГО УПРАВЛЕНИЯ
ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ**

Ch.T. Toktosunova

WORLD EXPERT OF INDEPENDENT MANAGEMENT BY A STATE DEBT

УДК:338:456-85/03

В статье рассматриваются мировая практика независимого управления госдолгом, а также вопросы институционального оформления долговой политики.

The article deals with the international practice of independent debt management, as well as institutionalization of debt policy.

Вопросы институционального оформления долговой политики остаются мало исследованными в мировой экономической литературе. Сегодня в развитых странах существует несколько различных подходов к реализации государственной долговой политики.

Специальные государственные органы по управлению долгом существуют во многих странах мира. Так, в Италии управлением внешнего долга занимается специально созданный Экспертный совет по внешнему долгу. Голландское правительство использует для управления своими долгами Агентство Министерства финансов, в США этой проблемой занимается Бюро государственного долга в рамках департамента Федерального казначейства. В Швеции фактическое управление правительственным долгом возложено на Национальное долговое управление (НДУ) - полунезависимую структуру в рамках Казначейства.

Первый и, пожалуй, самый **традиционный подход предполагает сохранение функций управления госдолгом исключительно за министерством финансов.** Такая модель управления характерна, например, для США, где госдолгом занимается департамент Федерального казначейства, или Франции, где за это отвечает соответствующее подразделение Министерства экономики и финансов.

Второй подход к управлению долгом предусматривает **распределение этой функции между министерством финансов и центральным банком.** До последнего времени подобную организацию работы с госдолгом использовала Италия, где центральный банк выступал основным связующим звеном между министерством финансов и рынком, а позиция центрального банка по тем или иным вопросам долговой политики играла важную роль при выпуске госбумаг.

Оба этих подхода объединены одной общей принципиальной чертой - реализация долговой политики строится на основе традиционных институтов госуправления. Однако в последнее время в мировой практике все более широкое применение находит **альтернативный подход, предусматривающий делегирование полномочий по заимствованию независимым органам - агентствам по управле-**

нию государственным долгом. Так, с конца 1980-х годов подобные структуры уже были организованы в Швеции, Ирландии, Новой Зеландии и ряде других стран. Существующие долговые агентства имеют независимый статус и, как правило, подотчетны непосредственно министру финансов.

Глава новозеландского агентства по управлению государственным долгом (New Zealand Debt Management Office, NZDMO) отмечает, что вне зависимости от организационной структуры, эффективная система управления суверенными заимствованиями должна строиться на следующих практических принципах:

1. установление ясных целей долговой политики;
2. вторых, четкое разделение сфер ответственности и подотчетности между монетарной и долговой политикой;
3. определение стратегических рамок долговой политики;
4. необходимо отработать систему оценки результатов управления портфелем гособязательств и наладить информационное обеспечение принятия управленческих решений.

Остановимся на каждом из этих принципов более подробно.

Ясные цели долговой политики. На практике можно выделить два типа целевых установок, которыми руководствуется орган, отвечающий за работу с государственными долгами: минимизация издержек и минимизация риска. В принципе и та и другая установка нуждаются в детализации, однако с теоретических позиций оптимальная стратегия управления суверенным долгом должна строиться, прежде всего, на минимизации рисков, которые всегда имеет портфель долговых обязательств.

В частности, официально заявляемой целью NZDMO является «достижение низких показателей рискованности портфеля чистых долговых обязательств с учетом ожидаемых издержек по снижению таких рисков».

Аналогичными установками руководствуются в своей деятельности Национальное долговое агентство Ирландии (National Treasury Management Agency, NTMA) и Шведское долговое агентство (Swedish National Debt Office, SNDO). Причем SNDO декларирует официальной целью управления долгом минимизацию издержек заимствования при вполне конкретных условиях ограничения риска - средняя дюрация долговых обязательств должна соответствовать контрольному параметру, устанавливаемому советом директоров SNDO.

Такая формулировка целей базируется на достаточно прозрачных соображениях.

Во-первых, население, принимая те или иные решения, демонстрирует несклонность к риску и правительство обязано учитывать этот факт в своей работе.

Во-вторых, издержки по обслуживанию долгов, в той или иной степени, ложатся на плечи налогоплательщиков, причем в обязательном порядке.

В-третьих, с профессиональной точки зрения, нельзя считать, что менеджеры, отвечающие за управление государственными долгами, имеют какие-либо конкурентные преимущества перед остальными участниками рынка.

Разумеется, менеджеры обладают большей инсайдерской информацией относительно состояния государственных финансов или целевых установок государственной политики, однако регулярное использование этой информации при управлении госдолгом неизбежно приводит к потере доверия со стороны инвесторов, что в итоге негативно сказывается на состоянии бюджетного процесса в целом. Как правило, отказ властей от подобной стратегии официально заявляется. В частности, руководство NZDMO считает, что использование подобных методов противоречит нормам деловой этики.

Сферы ответственности и подотчетности монетарных и долговых властей. Вопросы разделения сфер ответственности и подотчетности между монетарной и долговой политикой - ключевой элемент современной долговой политики. Непосредственное вмешательство монетарных властей в долговую стратегию общепризнанно рассматривается как негативный фактор для государственного долга. У центральных банков есть свои собственные цели, зачастую вступающие в противоречие с бюджетными задачами. Например, с точки зрения ЦБ России оптимально выпускать бумаги, номинированные в иностранной валюте, чтобы повысить доверие инвесторов к инфляционной политике. Однако с точки зрения органа, отвечающего за выработку долговой политики и заботящегося в первую очередь о рискованности долгового портфеля, такая политика может быть неприемлема.

Аналогично трения между двумя «ветвями» власти могут возникать в связи с использованием юлговой политики в целях подачи того или иного сигнала участникам рынка. К примеру, долговое ведомство может проводить регулярные выкупы своих обязательств на открытом рынке, чтобы повысить ликвидность вторичного рынка и снизить вдержки обслуживания новых долгов. В то же время как центральный банк мог бы быть заинтересован в ограничении этой практики с тем, чтобы просигнализировать об ужесточении кредитно-денежной политики.

Стратегические рамки долговой политики. Следующий практический принцип, на котором базируется современное управление суверенными долгами, - четкое определение стратегических рамок долговой политики. Эволюцию моделей управления внешним долгом можно проследить на примере работы новозеландского агентства NZDMO.

В конце 80-х, когда это агентство было создано, долговая политика Новой Зеландии строилась на основе классического подхода «среднее-дисперсия» (mean-variance). Этот подход, в частности, применялся при формировании низкорискового портфеля долговых обязательств в иностранной валюте, где доходность однолетней государственной облигации, номинированной в новозеландских долларах, использовалась в качестве безрисковой ставки доходности альтернативных инструментов. Однако вскоре стало ясно, что такой подход имеет, по меньшей мере, два принципиальных недостатка.

Во-первых, теоретически оптимальная структура портфеля находилась в тесной взаимосвязи с периодом, на котором она определялась. Нестабильность портфеля объяснялась тем, что власти Новой Зеландии в этот период предпринимали ряд структурных реформ, которые вызывали значительные колебания в уровне процентных ставок и обменном курсе.

Во-вторых, учитывая недостаточную на тот момент информацию относительно поступлений от государственных активов, возникали естественные сомнения в адекватности выбора ориентира безрисковой доходности.

Ситуация коренным образом изменилась в начале 90-х, когда постепенный переход на принцип начисления в системе учета государственных активов и регулярная публикация консолидированной государственной финансовой отчетности в соответствии с GAAP, значительно повысили доступность информации о государственных активах. Это дало возможность властям использовать в своей работе иммунизационные стратегии, предусматривающие согласование притоков и оттоков денежных средств с учетом показателей риска.

Одной из ключевых проблем для специалистов агентства было то, что значительная доля государственных активов представляла собой физические активы, не генерирующие денежные потоки в прямом смысле слова. В этой связи была проведена оценка степени риска (через показатели реальной дюрации и чувствительности к колебаниям обменного курса) трех наиболее крупных составляющих активной части государственного баланса: автомагистралей, энергетической системы, государственных объектов недвижимости и земель. Для расчета показателей дюрации использовалось простейшее допущение о постоянстве роста оцененных доходов от использования данного вида актива. Для различных сценариев, отличавшихся темпами роста доходов и реальными ставками дисконта, рассчитывались соответствующие показатели риска. В результате проведенного исследования средняя реальная дюрация государственных активов оказалась равной примерно 15 годам.

Несмотря на то, что оценка рисковости активов была получена, низкое качество доступной информации давало большую погрешность в оценке чувствительности активов к колебаниям процента, оставались нерешенными проблемы с отнесением активов к категории номинальных и реальных (стоимость последних по определению не зависит от уровня

инфляции), сохранялись сомнения в правильности допущения о неизменных темпах роста доходов. Тем не менее, по результатам проведенного исследования был сделан важный вывод: управление долгом должно предусматривать сокращение роли внешних обязательств за счет увеличения выпуска длинных внутренних индексированных обязательств.

На тот момент объем чистого внешнего долга Новой Зеландии (т.е. с учетом зарубежных активов) оценивался примерно в 20% ВВП и сокращение объема внешних обязательств потребовало бы некоторого времени. Поэтому первоочередной задачей новозеландских властей стал пересмотр временной и валютной структуры внешнего долга.

Официальные представители NZDMO признавали, что агентство вряд ли сможет систематически находить самый дешевый способ заимствования. Аналогичная установка характерна практически для всех агентств по долговому управлению, поэтому согласно классическим портфельным теориям оно стремилось максимально диверсифицировать долговой портфель, пытаясь «продать рынок».

В соответствии с этой стратегией в качестве оптимальной валютной структуры долга была выбрана корзина валют, состоявшая из американского доллара, японской иены и европейских валют. Пропорция 50/25/25, по мнению руководства агентства, наиболее точно соответствовала стратегии «продажи рынка». Такой выбор определялся, с одной стороны, тем, что в исторической перспективе американский доллар был относительно более стабилен по отношению к новозеландской валюте, с другой стороны, - такие пропорции были близки к долям соответствующих валютных блоков в мировой эмиссии.

В свою очередь, при выборе временной структуры внешнего долга NZDMO руководствовалось предыдущими исследованиями, которые показали, что классический подход "среднее-дисперсия" не позволял эффективно оценивать процентный риск долгового портфеля. Поэтому по аналогии с валютной структурой, был выбран путь максимальной диверсификации. В качестве целевого значения дюрации портфеля новозеландских обязательств по каждой валюте устанавливался уровень дюрации рынка сопоставимых по качеству государственных облигаций других стран, номинированных в той же валюте. Таким образом, власти с течением времени выравнивали временную и валютную структуру долгового портфеля для того, чтобы приблизить ее к стратегическому целевому ориентиру - мировому «рыночному портфелю».

Параллельно с пересмотром структуры долга с середины 90-х годов власти Новой Зеландии приняли целевую установку на снижение долгового бремени. Снижение долговой нагрузки преследовало сразу несколько стратегических целей:

- снижение чувствительности экономической ситуации к различным финансовым шокам,
- сокращение процентных расходов бюджета,
- уменьшение издержек финансирования для предприятий за счет снижения премии за риск по всей кривой доходности,

увеличение кредитоспособности страны и ее рейтинга.

В результате в 1994-1996 гг. чистый объем государственного долга сократился с 43% до 32% ВВП. За тот же период чистый внешний долг снизился практически до нуля.

Процесс снижения долговой нагрузки также потребовал от специалистов NZDMO выработки оптимального подхода к его осуществлению. В частности, необходимо было определить наиболее эффективную программу сокращения внешнего долга. Бюджетные поступления, которые планировалось направлять на эти цели, были номинированы в местной валюте и регулярны во времени, в то время как выплаты по долговым обязательствам были неравномерно распределены и по времени, и по валютам.

Технически сокращение чистого внешнего долга, помимо простого погашения долгов, срок обращения которых заканчивался, осуществлялось посредством различных инструментов финансового инжиниринга, включая процентные и валютные свопы и выкуп долгосрочных облигаций типа «Yankee» и «Bulldog».

Поставленная цель по снижению общего размера долговой нагрузки значительно ослабляла необходимость в увеличении дюрации внутреннего долга, что было определено более ранним анализом активных и пассивных статей государственного баланса. Вместо этого на первый план вышли задачи диверсификации риска долгового портфеля и снижения издержек его обслуживания в соответствии с текущими ориентирами государственной политики. Так, для снижения процентных рисков использовалась стратегия выравнивания графика долговых платежей по времени с помощью облигаций с различными сроками обращения. Номинальные облигации выпускались по всему спектру сроков вплоть до 10 лет, а максимальная длина обращения облигаций, индексированной по уровню цен, составляла 20 лет. По аналогичным соображениям наряду с облигациями с фиксированной доходностью правительство выпускало и бумаги с плавающей ставкой в соотношении примерно 3:1.

Помимо чисто технических приемов уменьшения риска и затрат на обслуживание долгового портфеля NZDMO последовательно придерживалось принципов прозрачности и нейтральности, позволявших за счет повышения доверия инвесторов уменьшать издержки и размещать достаточно большие выпуски долговых бумаг. В частности, NZDMO регулярно публиковала календарь предстоящих выпусков с указанием конкретных дат аукционов и планируемых к размещению объемов госбумаг. Помимо этого, повышение прозрачности государственной долговой политики способствовало притоку иностранных портфельных инвестиций - к середине 90-х на долю нерезидентов приходилось около половины рынка госбумаг.

Система оценки результатов. Еще один ключевой элемент эффективного управления государственными обязательствами - отработка системы оценки результатов управления портфелем гособязательств

и информационное обеспечение принятия управленческих решений. Такая система, прежде всего, обеспечивает менеджеров всей необходимой информацией для контроля рисков и выбора наиболее эффективных инвестиционных стратегий. Кроме того, она является неотъемлемой частью системы стимулирования менеджеров, чтобы принимаемые на уровне агентства решения, полностью соответствовали интересам общества.

Для оценки эффективности расходов по управлению государственным долгом, как правило, используют эталонный портфель (benchmark portfolio), одобренный внешним контролирующим органом, состоящим из представителей правительства. Для определения параметров эталонного портфеля и оценки соответствующих отклонений обычно привлекаются внешние эксперты. Например, для ирландского NTMA такую оценку в 2000 г. осуществляло подразделение инвестиционного банка UBS по данным, предоставленным аудиторской компанией PricewaterhouseCoopers.

В Новой Зеландии для оценки эффективности управления ликвидностью такой эталонный портфель основывается на заранее заданных лимитах по каждому виду активов и ожидаемой отдаче от портфеля в целом. Следует отметить, что менеджер, отвечающий за управление ликвидностью, имеет полную свободу по реструктуризации активов внутри установленных лимитов. В свою очередь, требуемый уровень доходности регулярно пересматривается.

Современное управление государственными обязательствами включает в себя целый спектр комплексных задач: экономических, финансовых, технических, информационных. Система управления госдолгом может считаться эффективной лишь тогда, когда все эти сложные задачи решаются оптимально. Опыт развитых стран показывает, что

создание эффективной системы управления госдолгом может базироваться на различных институциональных основах. Одной из них является независимое долговое агентство. В странах, где такая структура была создана, она способствовала повышению эффективности работы с долговыми обязательствами, обеспечивала улучшение качественных тенденций в системе управления госдолгом за счет привлечения высококвалифицированного персонала.

Своим успехом долговые агентства обязаны еще одному важному фактору. Независимый от монетарных властей статус агентств, как правило, позволяет решить проблему доверия инвесторов к проводимой ими политике по управлению долгом. Четкие цели и прозрачная методология принятия решений делают действия агентств абсолютно понятными для инвесторов. По сути, агентства выступают как посредники, заботящиеся лишь о финансовой стороне дела. Соответственно у них гораздо меньше стимулов к неожиданной смене стратегии в угоду тем или иным политическим соображениям.

Список использованных источников:

1. w.mfit.ru
2. w.papers.nber.org
3. w.csr.ru
4. w.eeg.ru
5. w.iet.ru
6. w.ifs.ru
7. w.imf.org
8. w.info.debt.ru
9. w.worldbank.org

Рецензент: д.э.н. Асизбаев Р.Э.