

Герд Елерс

**УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ:
ЗАВДАННЯ, ЦІЛІ, УЧАСНИКИ**

Управління державним боргом — важливий напрям діяльності міністерства фінансів, оскільки держава підпадає під вплив фінансового ринку в зазначеній сфері, виступає учасником цього ринку та відчуває на собі ринкові зміни. Управління державним боргом є для уряду власним “вікном на ринок”. Занадто низьку оцінку обсягу процентних видатків можна пояснити кращими очікуваннями з боку парламенту й уряду. Надто висока оцінка обсягу таких видатків розглядається скоріше як ознака обачності в бюджетному плануванні та водночас утворює певний буфер при виконанні державного бюджету. Те саме стосується середньострокового планування процентних видатків. Існування такого буфера, котрий захищає від ризиків, добре зарекомендувало себе в середньо- й довгостроковому плануванні. Значний вплив, який може мати управління державним боргом на формування бюджету та його розподіл, зумовлює потребу в чіткому правовому підґрунті, котре має залишати достатньо вільного простору для актуальної діяльності, орієнтованої на ринок. Таке підґрунтя може існувати у формі незмінних, законодавчо закріплених базових принципів (у Німеччині це Закон про федеральний борг); інші важливі деталі, зокрема цифрові показники управління державним боргом, можуть бути врегульовані в щорічному законі про бюджет. Орган управління державним боргом є не тільки учасником фінансового ринку, який оперує на ньому значними сумами, а й представником держави на цьому ринку. Тому дії такого органу повинні характеризуватися вищою надійністю, ніж ті, що очікуються від кожного приватного учасника ринку. Разом із тим слід забезпечити найвищий ступінь прозорості управління державним боргом. Таке управління має бути спрямоване на постійне забезпечення високої ліквідності державних облігацій.

Ключові слова: державний борг, цілі управління державним боргом, планування процентних видатків, управління ліквідністю, ринок грошей, ринок капіталів, кредитні повноваження, інструменти для отримання кредиту, цінні папери, державні позики, борговий портфель, прозорість, контролінг ризиків та нагляд.

Рис. 4.

Герд Елерс

**УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ:
ЗАДАЧИ, ЦЕЛИ, УЧАСТНИКИ**

Управление государственным долгом — важное направление деятельности министерства финансов, поскольку государство подвергается влиянию финансового рынка в данной сфере, выступает участником этого рынка и испытывает на себе рыночные изменения. Управление государственным долгом является для правительства собственным “окном на рынок”. Слишком низкую оценку объема процентных расходов можно объяснить лучшими ожиданиями со стороны парламента и правительства. Слишком высокая оценка объема таких расходов рассматривается скорее как признак осмотрительности в бюджетном планировании и одновременно образует определенный буфер при выполнении государственного бюджета. То же самое касается среднесрочного планирования процентных расходов. Существование такого буфера, который защищает от рисков, хорошо зарекомендовало себя в средне- и долгосрочном планировании. Значительное влияние, которое может иметь управления государственным долгом на формирование бюджета и его распределение, обуславливает необходимость четкого правового фундамента, который оставляет достаточно свободного пространства для актуальной деятельности, ориентированной на рынок. Такой фундамент может существовать в форме постоянных, законодательно закреплённых базовых принципов (в Германии это

© Елерс Герд, 2014

Закон о федеральном долге); другие важные детали, в том числе цифровые показатели управления государственным долгом, могут быть урегулированы в ежегодном законе о бюджете. Орган управления государственным долгом является не только участником финансового рынка, который оперирует на нем крупными суммами, но и представителем государства на этом рынке. Поэтому действия такого органа должны характеризоваться большей надежностью, чем те, которые ожидаются от каждого частного участника рынка. Вместе с тем следует обеспечить наивысшую степень прозрачности управления государственным долгом. Такое управление должно быть направлено на постоянное обеспечение высокой ликвидности государственных облигаций.

Ключевые слова: государственный долг, цели управления государственным долгом, планирование процентных расходов, управление ликвидностью, рынок денег, рынок капиталов, кредитные полномочия, инструменты для получения кредита, ценные бумаги, государственные займы, долговой портфель, прозрачность, контроллинг рисков и надзор.

Gerd Ehlers

PUBLIC DEBT MANAGEMENT: TASKS, OBJECTIVES, PARTICIPANTS

Public Debt Management is an important direction of activity of the Ministry of Finance, as the state is affected by the financial market, is the participant in this area and feels the market changes. Public debt management is its own “window to the market” for the government. The lower estimate of the interest expenses’ volume could be explained by better expectations from the parliament and the government. Overestimated value of such expenses is viewed more as a sign of prudence in budget planning and at the same time forms a specific buffer when the state budget is executed. The same concerns the medium-term planning in interest expenses. The existence of such a buffer that protects against risks is well established in the mid- and long-term planning. Significant impact that public debt management may have on the budgeting and distribution, drives the need for a clear legal foundation, which should leave enough space for the market-oriented current activity. This foundation can exist in the form of permanent, legislated basic principles (in Germany — The Federal law on debt); other important details, including numerical targets for public debt management can be regulated in the annual budget law. The Authority of public debt management is not only a participant of the financial market, which operates on it with large amounts of capital, but also a representative of the State in this market. Therefore, the actions of this body should be characterized by greater reliability than those expected from each particular market participant. However, the highest degree of transparency in the public debt management should be provided. Public debt management should be aimed at ensuring the continued high liquidity of government bonds.

Keywords: public debt, objectives of public debt management, planning of interest expenditure, liquidity management, money market, capital market, credit authority, instruments for the loan, securities, government borrowing, debt portfolio, transparency, controlling risks and supervision.

JEL classification: H30, H50, H60, H63.

Управління державним боргом відіграє важливу роль у бюджетній сфері багатьох країн світу. З одного боку, висока державна заборгованість призводить до того, що процентні видатки на обслуговування державного боргу часто стають однією з найбільших бюджетних статей, за динамікою якої добре спостерігати та котра з року в рік істотно впливає на бюджетні можливості, а отже, й на бюджетну політику. З другого боку, процентні видатки на обслуговування державного боргу в бюджеті характеризуються високою волатильністю: із плином часу вони підлягають значним коливанням, тому їх планування має обмежений характер, крім того, на них впливає не тільки загальний макроекономічний розвиток, а й власна діяльність держави.

Зрештою, сфера управління державним боргом — важливий напрям діяльності міністерства фінансів, оскільки держава сама підпадає під вплив фінансового ринку в цій сфері, адже виступає учасником цього ринку та відчуває на собі ринкові зміни. Таким чином, управління державним боргом є для держави власним “вікном на ринок”¹.

Зв’язок державного бюджету та управління державним боргом

З огляду на обсяг і можливі значні коливання поточних процентних видатків на обслуговування державного боргу, взаємодія бюджету та сфери управління державним боргом набуває великого значення. Це стосується як поточного виконання бюджету, так і його середньо- й довгострокового планування.

Для виконання поточного бюджету потрібно розробити часове планування всіх належних видатків і надходжень (без кредитів) ще до початку бюджетного року. Як правило, це завдання виконується міністерством фінансів або казначейством. Слід починати з річного планування видатків, котре для розрахунку поточної касової потреби може орієнтуватися на минулорічні показники, оскільки значна частина видатків, наприклад видатки на персонал або соціальні платежі, щороку здійснюються в ті самі, порівняно фіксовані строки. Утім, багато інших видатків бюджету за програмами теж часто здійснюються за аналогією з попереднім бюджетним роком. Надалі варто розглянути важливі зміни, внесені до нових чи наявних програм нового бюджетного року, та додати до річного планування очікувані фінансові потреби цих програм.

У дохідній частині можна теж протягом декількох днів оцінити важливі податкові надходження, оскільки строки платежів за певними податками, тобто строки їх надходжень, також, як правило, є фіксованими. Таке планування можна доповнити запитом до міністерств та інших головних розпорядників бюджетних коштів, які повинні роз’яснити, де очікуються важливі відхилення від руху грошових коштів попереднього року у зв’язку з новими бюджетними рішеннями чи програмами.

Після цього річне планування може доповнюватися кредитним плануванням, оскільки паралельно з цим орган управління державним боргом розробив базову структуру свого планування з метою забезпечення протягом усього бюджетного року більш-менш рівномірного покриття річної потреби в кредитах — як нових, так і для рефінансування заборгованості. Таке планування, звичайно, охоплює й процентні платежі, обсяг яких визначається й на основі вже наданих кредитів. Подібне інтегроване планування поточних надходжень

¹ Далі подано загальний опис важливих процесів, завдань і видів діяльності всіх учасників управління державним боргом із урахуванням німецького досвіду з метою поінформування всіх учасників бюджетного процесу, які не мають спеціальних знань у сфері управління державним боргом, створення бази для участі в дискусіях та формулювання відповідних питань із цієї тематики. У статті не розглядаються специфічні проблеми, що впливають із поточної економічної й політичної ситуації в Україні.

і видатків, кредитів та платежів за процентами дає перше уявлення про касове виконання цілого року, згідно з котрим у певні періоди слід очікувати значного дефіциту, а в інші — розраховувати на надлишки бюджетних коштів. Віднайти відповідний баланс і є завданням постійного управління ліквідністю, мова про яке буде далі.

Проект річного планування доповнюється диференційованим плануванням наступних чотирьох — шести тижнів, тобто першого конкретного періоду виконання в новому бюджетному році. Тут варто щодня здійснювати адаптацію плану з урахуванням фактичного перебігу подій. Окрім того, планування може доповнюватися поточними даними касового планування головних розпорядників бюджетних коштів: кожен із них має повідомити, які щоденні платіжні потоки очікуються в дохідній і видатковій частинах у період від чотирьох до шести тижнів у сфері його відповідальності. Можливо, достатньо вимагати надання таких даних (безперервно або заздалегідь) розпорядниками бюджетних коштів лише в тих випадках, коли очікувані надходження й видатки перевищуватимуть певну суму.

Якщо для осіб, відповідальних за касове планування, така прогнозна оцінка виявиться недостатньою, то головні розпорядники бюджетних коштів можуть щодня надавати дані на короткостроковий і подальший періоди про очікувані ними надходження й видатки на певний день. Ці дані повинні кожного дня адаптуватися на практиці з урахуванням фактичного розвитку.

Зазначений інструментарій допомагає запровадити поточне щоденне планування, точність котрого залежить від наближеності планового періоду. Зазвичай, на два-три наступних дні забезпечується висока точність, що дає змогу органу управління ліквідністю досить добре підготуватися до завдань, виконання яких очікується від нього цими днями.

Ще одним доповненням до касового планування слугує загальна оцінка надходжень і видатків на бюджетний рік (оцінка наявності істотних відхилень від плану), котру міністерство фінансів проводить щонайменше раз на місяць. Вона надає органу управління державним боргом інформацію про те, чи не перевищують кредитні надходження відповідний плановий показник бюджетного року. В разі виявлення значних відхилень цей орган може вчасно внести зміни до свого планування. Звичайно, при цьому треба продумати, в якій формі повідомити ринок про відхилення від оприлюдненого плану емісій.

Безперечно, така щомісячна оцінка не є “вулицею з одностороннім рухом”: як управління державним боргом визначає очікувані відхилення від загальноного обсягу кредитних надходжень, так і бюджет має надавати інформацію про можливі відхилення запланованих процентних платежів. Адже щорічні такі платежі є чималою статтею бюджету, котра в більшості країн істотно впливає на фінансові результати року (рис. 1).

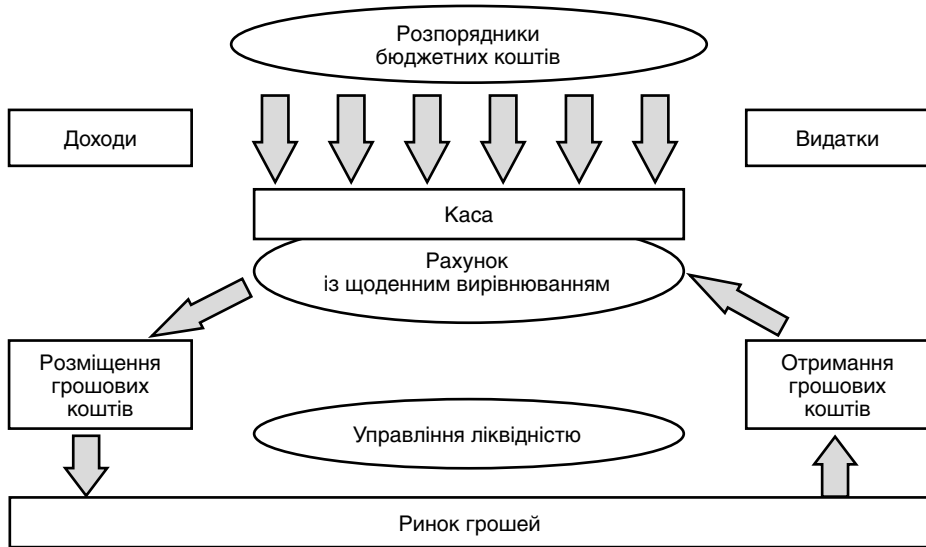


Рис. 1. Управління ліквідністю

Запобігання ризикам при плануванні процентних видатків

При плануванні процентних видатків добре зарекомендував себе консервативний підхід до оцінки їх обсягу. Застосування такого підходу зумовлене, зокрема, тим, що занадто низька оцінка процентних видатків може протягом року призвести до перевищення загальних бюджетних видатків наприкінці року. З огляду на обсяг процентних видатків у багатьох бюджетах це трактується як ознака поганого бюджетного планування. Погіршує ситуацію й уявлення, яке виникає в суспільстві та в учасників ринку внаслідок помилкового планування. Занадто низьку оцінку обсягу процентних видатків можна легко пояснити кращими очікуваннями з боку парламенту й уряду. Разом із тим надто висока оцінка обсягу таких видатків менше схожа на помилкове планування, розглядається скоріше як ознака обачності в бюджетному плануванні та водночас утворює певний буфер при виконанні державного бюджету.

Те саме стосується середньострокового планування процентних видатків. Існування такого буфера, котрий захищає від ризиків, добре зарекомендувало себе в середньо- й довгостроковому плануванні. У разі настання ризику він не дає загальному бюджетному плануванню вийти за рамки та стати неактуальним. Якщо ризик не настає, то при плануванні й реалізації середньострокового планування за конкретними бюджетними показниками з'являються додаткові можливості для маневру.

Правове підґрунтя

Значний вплив, який може мати орган управління державним боргом на формування бюджету та його розподіл, спричиняє потребу в чіткому правовому

підґрунті для його діяльності, котре має залишати достатньо вільного простору для актуальної діяльності, орієнтованої на ринок. Таке підґрунтя може існувати у формі незмінних, законодавчо закріплених базових принципів (наприклад, у Німеччині це Закон про федеральний борг); при цьому інші важливі деталі, зокрема цифрові показники, у рамках котрих повинне здійснюватися управління державним боргом, можуть бути врегульовані в щорічному законі про бюджет.

Безумовно, найвагомішим показником є ліміт загального обсягу кредитних залучень. При цьому потрібно, зокрема, врегулювати обсяг нових кредитних залучень, до якого додаються кредити на рефінансування заборгованості (тобто встановити, що нові кредити можуть відкриватися в тому обсязі, в якому були погашені попередні кредити).

Крім того, доцільним може бути запровадження бюджетного повноваження на відкриття кредитів у рахунок наступних надходжень. Таке повноваження дає змогу наприкінці бюджетного року брати кредити (“на запас”) за вигідних ринкових умов у рахунок надходжень від нових кредитів. Такі кредити включаються до кредитних повноважень наступного року, тому їх загальний рамковий обсяг на наступний рік залишається незмінним.

Також варто запровадити правило, котре уможливило б отримання певного обсягу кредитів, коли новий бюджет вчасно не ухвалений та застосовується тимчасове управління бюджетними коштами. Це допомагає уникнути ситуації, яка інколи трапляється, наприклад, у США, за котрої державна діяльність призупиняється тільки тому, що парламент вчасно не ухвалив бюджет. І в цій ситуації, звичайно, слід передбачити норму, згідно з якою ці кредити беруться не додатково, а зараховуються до загального обсягу бюджетних надходжень після ухвалення нового бюджету.

І нарешті, разом із повноваженням на отримання середньо- й довгострокових кредитів на ринку (довгострокових) капіталів доцільно запровадити повноваження на короткострокові касові кредити (приміром, із терміном обігу до півроку), щоб управління ліквідністю могло забезпечити собі необхідний простір для маневру з допомогою окремих інструментів.

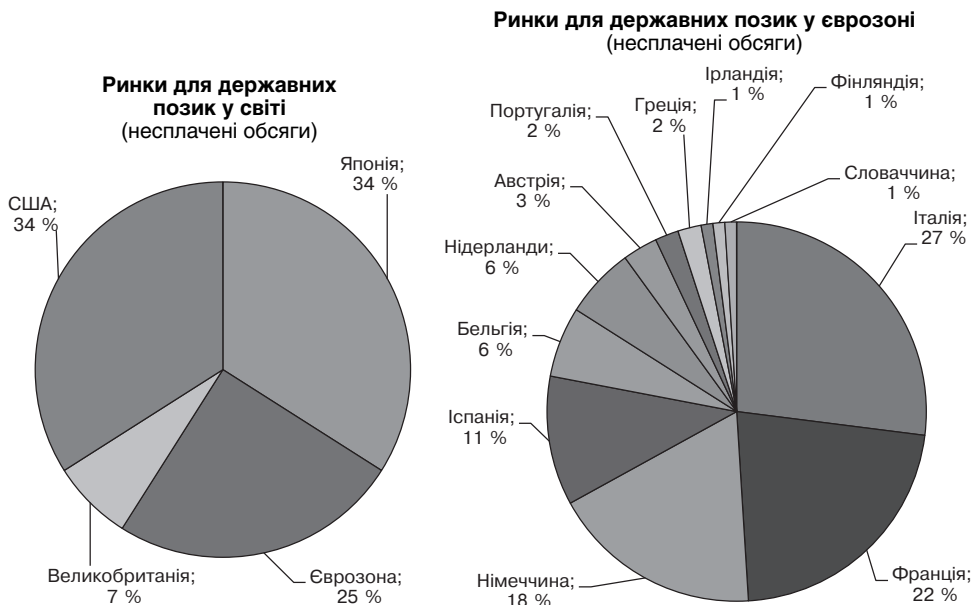
Одночасно з такими кредитними повноваженнями треба запровадити спеціальні повноваження на здійснення видатків, за якими, наприклад, визначається дозволений обсяг придбання власних цінних паперів у рамках забезпечення їх ринкового курсу. При цьому, як правило, висувається вимога, що таке повноваження може знову використовуватися тільки тоді, коли придбані цінні папери будуть знову продані в рамках забезпечення ринкового курсу. Отже, таке повноваження визначає лише той обсяг, у котрому воно може бути максимально використане в певний період часу.

Аналогічним чином діє й інше повноваження, що дає змогу забезпечити власні фонди. Зокрема, це стосується випадків, коли з міркувань економічності

частина цінних паперів за нових випусків (емісій) утримується (не випускається на ринок) та пропонується ринку пізніше. Але й тут потрібне законодавче регулювання, за яким визначаються обмеження використання таких можливостей.

Інструменти для отримання кредиту

Важливим інструментом отримання державою кредитів є державні позики. Ідеться, з правової точки зору, про цінні папери з процентною ставкою: покупець такого папера, сплачуючи його номінальну вартість, отримує юридичне зобов'язання емітента (в даному випадку держави), що він, разом із поверненням номінальної вартості по завершенні терміну обігу, сплачує покупцю протягом цього терміну щороку відповідні проценти (рис. 2).



Джерело: інформація Фінансового агентства Німеччини.

Рис. 2. Ринки для державних позик у світі та в єврозоні станом на 2012 р.

Слід зазначити, що у сфері торгівлі цінними паперами досі вживаються поняття, які походять ще з тих часів, коли операції проводилися з допомогою друкованих паперів, а саме: “сертифікат облігації”, котрий, власне, є цінним папером, на якому раніше друкувались основні умови операції та права власності; “купон” (франц. *“couper”* — різати) — частина облігації, що у відповідний термін погашення відрізалися від неї та обмінювалися в банку на готівкові гроші. І навіть якщо сьогодні переважна частина операцій проводиться лише у формі передачі прав електронними каналами, то поняття “купон” залишилося й використовується як синонім вимоги на сплату процентів.

У сфері державних позик є різні види облігацій, котрі розрізняють передусім за терміном обігу (строком погашення). Так, короткостроковими вважаються облігації з терміном обігу до 4 років, середньостроковими — від 4 до 8 років. Також існують довгострокові облігації з терміном обігу до 30 років, а в окремих випадках і до 50 років.

Окрім того, застосовуються різні варіанти виплати процентів. Як правило, державою-емітентом визначається фіксована процентна ставка на весь термін обігу облігацій. Поряд із тим є облігації з гнучкою процентною ставкою, наприклад облігації з інфляційною індексацією вартості; при передачі їх у обіг не визначається (або встановлюється невисока) фіксована процентна ставка, до котрої додається щорічне відсоткове нарахування на основі чітко визначеного статистичного індексу інфляції. Тоді як фіксована процентна ставка забезпечує державі-емітенту та інвестору високу безпеку планування, індексована процентна ставка містить для обох сторін певний спекулятивний ризик: залежно від динаміки вартості грошей для обох сторін є переваги й недоліки.

Зрештою, облігації розрізняються за валютою, в якій вони номінуються. Більшість країн випускають у обіг облігації переважно в національній валюті; певна їхня частина номінується також у іноземній валюті, зокрема в доларах США та євро, щоб полегшити роботу з іноземними ринками капіталів. Облігації, номіновані в іноземній валюті, містять у собі специфічний ризик, пов'язаний із обмінним курсом валют, оскільки як поточна виплата процентів, так і повернення номінальної вартості залежать від динаміки обмінного курсу в період обігу. Внаслідок цієї динаміки обидві сторони можуть мати прибуток або збитки від облігацій, номінованих у іноземній валюті.

Не менш поширеним видом облігацій є дисконтні облігації, тобто з нульовим купоном. У них обумовлюється не річна процентна ставка, а те, що процентний дохід вкладника становитиме різницю між ціною розміщення облігації та сумою її погашення. У результаті, кумульовані проценти сплачуються наприкінці терміну обігу облігації. Цей вид облігацій використовується в коротко- й довгостроковому сегментах не в останню чергу для того, щоб уникнути високих одноразових виплат наприкінці терміну їх обігу.

Використовуються також своп-операції, які можуть бути віднесені до деривативів. У таких операціях вимога сплати номінальної вартості облігації (із сертифіката облігації) залишається між сторонами незмінною, натомість вимога сплати процентів (купон) розміщується на ринку та обмінюється на інші купони. Це може бути доцільним і економічним, наприклад, коли в середньостроковій перспективі очікується зниження процентних ставок та управління державним боргом обмінює фіксовані проценти наявних облігацій на вимогу отримання гнучких процентів. Даний вид операцій містить певний спекулятивний елемент і передбачає, що придбані вимоги на отримання процентів будуть забезпечені гарантіями.

Поряд із випуском облігацій держава може використовувати інші інструменти, приміром позики під боргові зобов'язання (розписки), прості банківські кредити або вексельні операції. Але на практиці ці інструменти відіграють незначну роль.

Усі названі види позик спрямовуються на професійних вкладників ринку капіталів, зокрема банки, страхові компанії або пенсійні фонди. Водночас є можливість запровадження спеціальних цінних паперів, які спрямовуються на приватних осіб та котрі кожний приватний вкладник може придбати через свій банк чи безпосередньо в держави. Основною характеристикою таких цінних паперів є простота їх побудови: вони мають бути такими ж простими, як і рахунки в ощадній касі або строкові чи прогресивні банківські рахунки, де кожний вкладник розуміє структуру. Крім того, вони повинні пропонуватися з обмеженою номінальною вартістю, що дає змогу вкладати й невеликі суми.

Така пропозиція приватним вкладникам має подвійну мету: з точки зору держави й управління державним боргом залучається додаткове коло зацікавлених осіб та освоюється значний сегмент ринку; вкладники й громадяни дістають можливість надійно вкласти гроші, отримати пристойну процентну ставку та водночас узяти участь у фінансуванні державних функцій.

Цілі управління державним боргом

Орган управління державним боргом має розуміти, що він є не тільки учасником фінансового ринку, який оперує на ньому значними сумами, а й представником держави на цьому ринку. Тому очікувані дії цього органу повинні характеризуватися вищою надійністю, ніж ті, що очікуються від кожного приватного учасника ринку. Разом із тим слід забезпечити найвищий ступінь прозорості управління державним боргом (що не виключає забезпечення конфіденційності для захисту власних інтересів), котра сприятиме досягненню значних результатів. При цьому на структуру, яка представляє державу, покладаються особливі очікування.

Крім того, управління державним боргом має бути спрямоване на постійне забезпечення високої ліквідності державних облігацій. Кожному інвестору, котрий приймає рішення про вкладання грошей, дуже важливо знати, що за потреби він може знову продати придбані папери — незалежно від обсягу й часу проведення операції. У зв'язку з цим орган управління державним боргом повинен не лише спостерігати за ринком, а й мати наготові придатні інструменти для відповідних операцій. Наприклад, якщо треба зберегти власні фонди та надати достатні повноваження на придбання цінних паперів на вторинному ринку. Таким чином орган управління державним боргом може уникнути ситуації, коли на ринку не вистачає партнерів для проведення окремих операцій.

Стратегія управління державним боргом

Така стратегія ґрунтується на аналізі наявного боргового портфеля: які інструменти використовуються тепер або який термін обігу має загальний портфель за відповідного збалансування всіх елементів. Далі визначається, яким повинен бути цільовий (бажаний) портфель та які заходи потрібні для його реалізації в середньо- й довгостроковій перспективах. Стратегічними цілями можуть бути зміна загального терміну обігу портфеля або частки заборгованості в національній чи іноземній валюті. Крім того, можна перевірити, наскільки випуск певних видів облігацій у кінцевому підсумку економічніший за інші. Тоді, здійснюючи нові емісії, доходимо в середньостроковій перспективі до бажаної структури боргового портфеля шляхом відповідного розподілу термінів обігу або валюти, в котрій номінуються облігації. У разі існування відповідного ринку такі зміни можуть бути досягнуті також із допомогою своп-операцій.

Подібні рішення завжди залежать від точних спостережень за специфічним ринком у відповідній країні, а також від оцінки динаміки процентної ставки в середньо- й довгостроковому періодах або курсу обміну валют. При цьому оцінюється обсяг ризиків та приймається рішення, наскільки вони відповідають бажаному розвитку, що з ними пов'язується.

Інформування ринку

Прозорість передбачає, що ринок і широка громадськість мають бути достатньо поінформовані через відповідальну службу по роботі з громадськістю. Така робота з громадськістю має два рівні.

По-перше, для держави особливе значення має робота з роз'яснення громадянам і фахівцям основних показників та рамок умов загального фінансово-економічного розвитку, а також інформування про наслідки прийнятих чи запланованих рішень. Такі дані про загальні фінансову й економічну структури держави та перспективи її розвитку слугують основою для висновків рейтингових агентств. Управління державним боргом практично не впливає на ці висновки, проте оцінки рейтингових агентств безпосередньо впливають на діяльність у сфері боргового менеджменту.

По-друге, необхідне специфічне інформування про ринок. Воно починається ще до початку бюджетного року з оприлюдненням щорічного календаря випусків. У цьому календарі зазначено, які нові емісії передбачені на весь плановий рік. Такий річний план має бути якомога точнішим: у ньому (у формі таблиці) зазначається не тільки загальна сума емісії, а й відповідний місяць чи принаймні квартал, у котрому вона очікується, а також кількісні показники обсягу та строковості емісій. Приклад: у січні від загальної суми в 10 млрд певної валюти 50 % припадатимуть на 10-річні, 30 % — на 5-річні та 20 % — на 3-річні облігації.

Безпосередньо перед початком кварталу цей календар випусків має бути конкретизований. На основі висновків щодо актуального розвитку, отриманих

до того часу, оприлюднені випуски можуть бути або підтверджені, або дещо модифіковані. Важливо, щоб приблизно за чотири тижні до випуску всі інвестори з точністю до одного дня знали, на які нові емісії вони можуть розраховувати. Потрібно встановити чіткий ритм для регулярних планових емісій (наприклад, по вівторках із інтервалами часу від одного до трьох тижнів). Від того, наскільки управління державним боргом зможе забезпечити безперервність і стабільність стосовно ринку, залежатиме кількість інвесторів, які орієнтуватимуться на ці строки й тим самим посилюватимуть тенденцію зростання попиту на державні облігації.

Процедура

Для державних облігацій, що структурно запроваджені на ринку (для проведення поточних операцій), тендерна процедура є найпоширенішою формою розміщення нових емісій. Вона схожа на аукціон, хоча в ній немає лише одного присудження з останнім ударом молотка, а розглядаються всі пропозиції, котрі відповідають уявленням емітента. На практиці це виглядає так. Орган управління державним боргом повідомляє, які пропозиції очікуються в певний короткий період часу (наприклад, протягом години): тип облігацій, їх загальний обсяг, процентна ставка або курс. Учасники тендера мають можливість подати пропозицію щодо частини загального обсягу емісії. Безпосередньо по завершенні строку визначається, в якому обсязі приймаються окремі пропозиції, так щоб очікувану суму нової емісії держава отримала за якомога вигіднішою для себе ціною (процентом). Такі аукціони зазвичай проводяться з допомогою автоматизованих ІТ-процедур, котрі забезпечують швидке прийняття рішень.

Нові емісії інструментів, які ще не впроваджені і щодо котрих існує непевність у реакції ринку, часто випускаються під публічну підписку: протягом декількох днів оприлюднюється книга ордерів, куди зацікавлені особи можуть вносити свої пропозиції. По завершенні строку підписки відбувається “розподіл” відповідно до бажаного результату.

Державні облігації, що вже перебувають у обігу, популярні на вторинному ринку та часто перепродаються. Висока прозорість і ліквідність мають для вторинного ринку особливе значення. Тому орган управління державним боргом має перевірити, який внесок можливий в розвиток цього ринку.

Контролінг ризиків та нагляд

Завдання контролінгу ризиків у сфері державного боргу полягає в інвентаризації фінансових та інших ризиків, їх оцінці або, за можливості, навіть вимірюванні, в інформуванні дійових осіб про результати цієї оцінки та, зрештою, в контролюванні процесу мінімізації ризиків. Для банків та інших підприємств, що пов’язані з ринком капіталів, діє принцип розмежування оперативної діяльності та контролю. Заходи, котрі розробляються стратегічним

відділом і реалізуються комерційним відділом, постійно контролюються незалежною організаційною структурою.

На ринку (довгострокових) капіталів переважає адресний ризик несплати за кредитом; для управління державним боргом він не має жодного значення доти, доки йдеться лише про взяття кредитів, а не про їх розміщення. Але вже у сфері управління ліквідністю, де надлишки можуть поетапно розміщуватися в банках, цей ризик має бути врахований.

У центрі уваги управління державним боргом перебувають звичайні ризики ринкових цін, зокрема ризик зміни процентної ставки, ризик обмінного курсу (якщо кредити надаються в іноземній валюті). Потрібно також постійно спостерігати за ризиками ліквідності, адже держава не може собі дозволити навіть короткий час бути не в змозі виконати свої фінансові зобов'язання через брак ліквідності. Врешті, слід аналізувати й оцінювати оперативні ризики, які можуть виникати внаслідок неналежної організації процесів, нещасних випадків або негативного зовнішнього впливу.

Для контролінгу всіх зазначених ризиків застосовуються фінансово-математичні й економічні інструменти, котрі добре себе зарекомендували. Якщо управління державним боргом здійснюється міністерствами чи іншими органами державної влади, то в ньому не завжди використовуються ці інструменти. Утім, державні інституції повинні пам'ятати, що вони проводять діяльність, подібну до банківської, та застосовувати інструменти, прийнятні в цій сфері.

Управління ліквідністю

У центрі уваги управління ліквідністю — щоденний стан каси й рахунків. Його основне завдання полягає в тому, щоб на кожен день та кожную платіжну вимогу забезпечити достатню кількість грошових коштів на державних рахунках, щоб профінансувати всі поточні правові зобов'язання держави. Адже якщо держава не спроможна виконати свої фінансові зобов'язання, наслідки можуть бути катастрофічними. Разом із тим управління ліквідністю має дбати про те, щоб гроші не “лежали” на рахунках без використання та наприкінці дня не накопичувалися надлишки, а також щоб можливі надлишки на рахунках вкладалися через міжбанківську торгівлю, нехай і на декілька днів, із метою отримання доходу від процентів. У Німеччині існує норма, згідно з якою на момент закриття банків на рахунку не може залишатися понад 100 тис. євро, водночас не може виникати від'ємне сальдо. Для досягнення цієї мети останні операції проводяться ближче до вечора, безпосередньо перед завершенням робочого дня.

Крім того, раціональне управління ліквідністю передбачає, що всі державні кошти (або, принаймні, більша їх частина) щоденно зводяться на одному рахунку (єдиному казначейському рахунку). Це потрібно передусім для того, щоб не виникала потреба у фінансуванні дефіциту на окремих рахунках, тоді як на інших рахунках є надлишки. Зведення всіх рахунків належить до

першочергових завдань міністерства фінансів, котре в такий спосіб отримує уявлення про обсяг наявних грошових коштів у державному апараті. Тому слід прагнути, щоб навіть ті державні установи, які мають позабюджетне фінансування (наприклад, фонди соціального страхування чи інші спеціальні фонди), подавали результати щоденного ведення своїх рахунків до центральної установи з управління ліквідністю.

Орган управління ліквідністю, як правило, має у своєму розпорядженні всі загальноприйняті ринкові інструменти. Можуть використовуватися строкові чи перспективні банківські рахунки в міжбанківській торгівлі, термінові операції з цінними паперами, зокрема у формі операцій репо. Таким чином, орган управління ліквідністю діє подібно до комерційного відділу банку. При цьому інструменти й рамки його діяльності визначаються законодавцем. Зрозуміло, що орган управління ліквідністю залежить від казначейського (касового) планування та тісно співпрацює з відповідним відділом.

Важливо розмежувати сферу довгострокових кредитних надходжень та управління ліквідністю. План заходів із забезпечення середньо- й довгострокових кредитних надходжень залежить від потреб ринку та не повинен (хіба що незначною мірою) орієнтуватися на очікувані касові потреби. Адже якщо ринок знатиме, що нова емісія державних цінних паперів відбувається в дні, коли є велика потреба у фінансуванні, це одразу позначиться на цінах, а орган управління державним боргом зрештою опиниться в ситуації шантажу. Управління ліквідністю з допомогою своїх інструментів має постійно дбати про достатній її рівень, який дасть змогу виконувати основні фінансові зобов'язання. При цьому доцільно на декілька днів брати резервні (буферні) кредити, щоб уникнути необхідності покривати пікові потреби одного дня шляхом узяття кредитів на міжбанківському ринку під особливо високі процентні ставки.

Організаційна форма

Управління державним боргом здійснюється, як правило, міністерством фінансів, або, в разі існування такої відокремленої структури, казначейством. Проте за останні десятиліття в багатьох країнах поширилася практика винесення управління державним боргом за межі державного управління, причому вибір правової форми та контроль залишаються за міністерством фінансів.

У низці країн управління державним боргом делеговане компаніям, що перебувають у державній власності, контролюються міністерством фінансів, а своєю організаційною структурою нагадують комерційний банк. Це пов'язано з тим, що в міністерстві не завжди можна працевлаштувати достатню кількість персоналу, потрібного для управління великим борговим портфелем; окрім того, є проблеми із залученням персоналу, котрий мав би достатній досвід у банківській сфері та погодився би працювати на зарплату державного службовця. До того ж заходи, необхідні для організації банківської діяльності,

такі як чітке розмежування оперативної діяльності й контролінгу ризиків, не завжди можна забезпечити у структурах державного управління.

В умовах такої відособленої організації управління державним боргом розрізняють такі функціональні сфери: стратегічний відділ розробляє довгострокові концепції та коротко- й середньострокові заходи для їх реалізації; комерційний відділ забезпечує проведення цих заходів. Усі операції повинні бути юридично задокументовані, щоб у разі виникнення конфліктних ситуацій можна було надати відповідні документи. Зведення всіх операцій у одне ціле зумовлює потребу в інтенсивній системі звітності, котра, з одного боку, проводить оцінку видатків на поточний рік та розробляє майбутнє планування, а з другого — готує документацію для ретроспективної фінансової звітності. Зрештою, потрібен відділ нагляду й контролінгу. У відокремленій установі, що діє самостійно, повинні також бути відділи, що надають звичайні внутрішні послуги, особливе значення серед яких має електронне оброблення даних (рис. 3).



Рис. 3. Основні функції управління державним боргом

За умови делегування управління державним боргом відокремленій установі велике значення має чітке розмежування завдань між нею та міністерством. Як правило, стратегічні напрями визначаються міністерством, котре несе відповідальність за результати фінансової діяльності перед парламентом. Установа з управління державним боргом здійснює оперативну діяльність у сфері боргового менеджменту.

Відносини між парламентом і урядом

У сфері управління державним боргом треба збалансувати низку конфліктів цілей: з одного боку, потрібні чіткі парламентські й правові норми, а з другого — борговий менеджмент повинен мати можливість гнучко реагувати на вимоги ринку. Іншими словами, уряд та його вповноважені з питань управління державним боргом потребують певної свободи дій, щодо якої повинен здійснюватися чіткий контроль. У Німеччині існують чіткі кількісні показники законодавчо визначеної свободи дій, проте управління державним боргом

все ж таки зберігає за собою цю свободу. З метою поточного контролю таких дій у парламенті створено комітет, на засіданнях якого міністерство фінансів та управління кредитними надходженнями зобов'язані регулярно звітувати. З огляду на конфіденційність це невеликий орган, але в ньому представлені всі фракції Бундестагу — як проурядові, так і опозиційні. Парламентарям заборонено публічно висловлюватися стосовно документів, котрі роздаються на засіданнях цього комітету, та оприлюднювати інформацію, що обговорюється.

Взаємодія фінансової політики та управлінням державним боргом

Фінансова політика та управління державним боргом перебувають у тісному взаємозв'язку. З одного боку, фінансова політика, впливаючи на макроекономічні рамкові умови та їх розвиток, визначає важливі параметри ринку капіталів. Деякі заходи фінансової політики безпосередньо позначаються на базових показниках, на котрі має орієнтуватися управління державним боргом, таких як динаміка процентних ставок, попит і пропозиція на ринку капіталів (довгострокові кредити) та ринку грошей (короткострокові кредити). Водночас держава зі своїми пропозицією й попитом є важливим учасником обох ринків. Дії управління державним боргом сприймаються ринком як індикатор, на основі котрого проводиться оцінка фінансово-політичного стану держави (рис. 4).

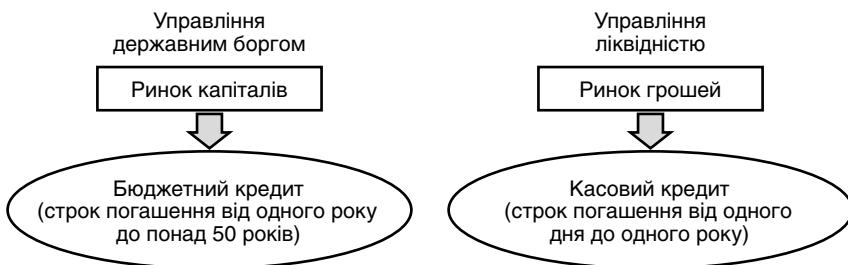


Рис. 4. Розмежування ринку грошей та ринку капіталів, частково з терміном погашення від двох років

Велике значення для управління державним боргом мають рейтингові оцінки, які складаються провідними рейтинговими агентствами для відповідної країни. Утім, висновки цих агентств практично не залежать від дій органу управління державним боргом на ринку, вони стосуються національної економіки в цілому, її конкурентоспроможності, загальної державної фінансової й економічної політики. Разом із тим через таку оцінку рейтингових агентств та її безпосередній вплив на динаміку процентних ставок управління державним боргом відчуває наслідки кожного заходу фінансової політики. З цієї точки зору, управління державним боргом є для уряду знов-таки “вікном на ринок”, а за умови належного виконання фінансовими ринками своєї ролі одночасно й вікном у фінансову й економіко-політичну реальність.