

УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ

Завдання. Цілі. Учасники.

1. Вступ

Управління державним боргом відіграє важливу роль в бюджетній сфері багатьох держав усього світу. З одного боку, висока державна заборгованість призводить до того, що відсоткові видатки на обслуговування державного боргу часто стають однією з найбільших бюджетних статей, за динамікою якої добре спостерігати, і яка суттєво впливає на бюджетні можливості з року в рік, а разом із тим, на бюджетну політику. З іншого боку, відсоткові видатки на обслуговування державного боргу в бюджеті характеризуються високою волатильністю: з плином часу вони підлягають значним коливанням, тому їхнє планування має обмежений характер; на них впливає не тільки загальний макроекономічний розвиток, але 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: вона виступає учасником цього ринку і відчуває на собі ринкові зміни. Таким чином, управління державним боргом є для держави власним «вікном на ринок».

У наступному тексті міститься загальний опис важливих процесів, завдань та видів діяльності всіх учасників управління державним боргом із урахуванням німецького досвіду. Мета тексту полягає в тому, щоб поінформувати всіх учасників бюджетного процесу, які не мають спеціальних знань у сфері управління державним боргом, надати їм основу для участі в дискусіях та формулювання відповідних запитань із цієї тематики.

У тексті не зачіпаються специфічні проблеми, які впливають із поточної економічної та політичної ситуації в Україні.

2. Зв'язок державного бюджету та управління державним боргом

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

Для виконання поточного бюджету необхідно розробити часові плани всіх належних видатків та надходжень (без кредитів) ще до початку бюджетного року.

Як правило, це завдання виконується Міністерством фінансів або казначейством. Слід починати з річного планування видатків, яке для розрахунку поточної касової потреби може орієнтуватися спочатку на минулорічні показники, оскільки значна частина видатків, як, наприклад, видатки на персонал або соціальні платежі, здійснюються кожного року в одні й ті самі, відносно фіксовані строки. Але й багато інших видатків бюджету за програмами часто здійснюються за аналогією з попереднім бюджетним роком. У подальшому слід розглянути важливі зміни, що були внесені до нових чи вже існуючих програм нового бюджетного року, та додати до річного планування очікувані фінансові потреби цих програм.

І в доходній частині можна протягом декількох днів без проблем оцінити важливі податкові надходження, оскільки строки платежів за певними податками, тобто строки їх надходжень, є також, як правило, 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 новими програмами.

Після цього річне планування може доповнюватися кредитним плануванням, оскільки паралельно з цим управління державним боргом розробило базову структуру свого планування, як протягом всього бюджетного року забезпечити більш-менш рівномірне покриття річної потреби в кредитах - як нових кредитів, так і кредитів для рефінансування старої заборгованості. До цього планування інтегруються, звичайно, і відсоткові платежі, обсяг яких визначається, зокрема, й на основі вже існуючих кредитів.

Таке інтегроване планування поточних надходжень та видатків, кредитів та платежів за відсотками дає перші уявлення про процес касового виконання усього року. Ці уявлення можуть привести до того, що слід очікувати в певних періодах високого дефіциту, в той час, коли в інших періодах можна розраховувати на надлишки бюджетних коштів. Віднайти відповідний баланс – саме в цьому полягає завдання постійно діючого управління ліквідністю, про яке буде мова пізніше.

Проект річного планування доповнюється диференційованим плануванням наступних чотирьох-шести тижнів, тобто першого конкретного періоду виконання в новому бюджетному році. Тут слід щоденно здійснювати адаптацію плану з урахуванням фактичного перебігу. Крім того, планування може доповнюватися поточними даними касового планування головних розпорядників бюджетних коштів: кожний розпорядник повинен повідомити, які щоденні платіжні потоки очікуються в доходній та видатковій частинах у період від чотирьох до шести тижнів у сфері його відповідальності. Можливо, достатньо тільки вимагати того, щоб надання таких даних здійснюватиметься (безперервно або заздалегідь) розпорядниками бюджетних коштів лише в тих випадках, коли очікувані надходження та видатки перевищуватимуть певну суму.

Якщо для осіб, відповідальних за касове планування, така прогнозна оцінка виявиться недостатньою, то головні розпорядники бюджетних коштів можуть щоденно надавати дані на короткостроковий та подальший період про те, які

надходження та видатки очікуються ними у відповідний день. Тоді такі дані повинні щоденно адаптуватися на практиці з урахуванням фактичного розвитку.

Цей інструментарій допомагає створити поточне щоденне планування, яке тим точніше, чим ближче плановий період. Як правило, на два-три наступні дні забезпечується висока точність, що дозволяє управлінню ліквідністю досить добре підготуватися до завдань, виконання яких очікується від нього цими днями.

Ще одним доповненням до касового планування служить загальна оцінка надходжень та видатків на бюджетний рік, яку Міністерство фінансів здійснює мінімум раз на місяць (оцінку наявності суттєвих відхилень від плану). Така оцінка надає управлінню державним боргом інформацію про те, чи не перевищують кредитні надходження відповідний плановий показник бюджетного року. В разі існування суттєвих відхилень управління державним боргом може вчасно внести зміни до свого планування. Звичайно, при цьому необхідно продумати, в якій формі повідомити ринку про відхилення від оприлюдненого плану емісій.

Само собою зрозуміло, що така щомісячна оцінка не є «вулицею з одностороннім рухом»: як управління державним боргом визначає очікувані відхилення від загального обсягу кредитних надходжень, так і бюджет має надавати інформацію про можливі відхилення в сфері запланованих відсоткових платежів. Все ж таки щорічні відсоткові платежі є значною статтею бюджету, яка в більшості країнах суттєво впливає на фінансові результати року.

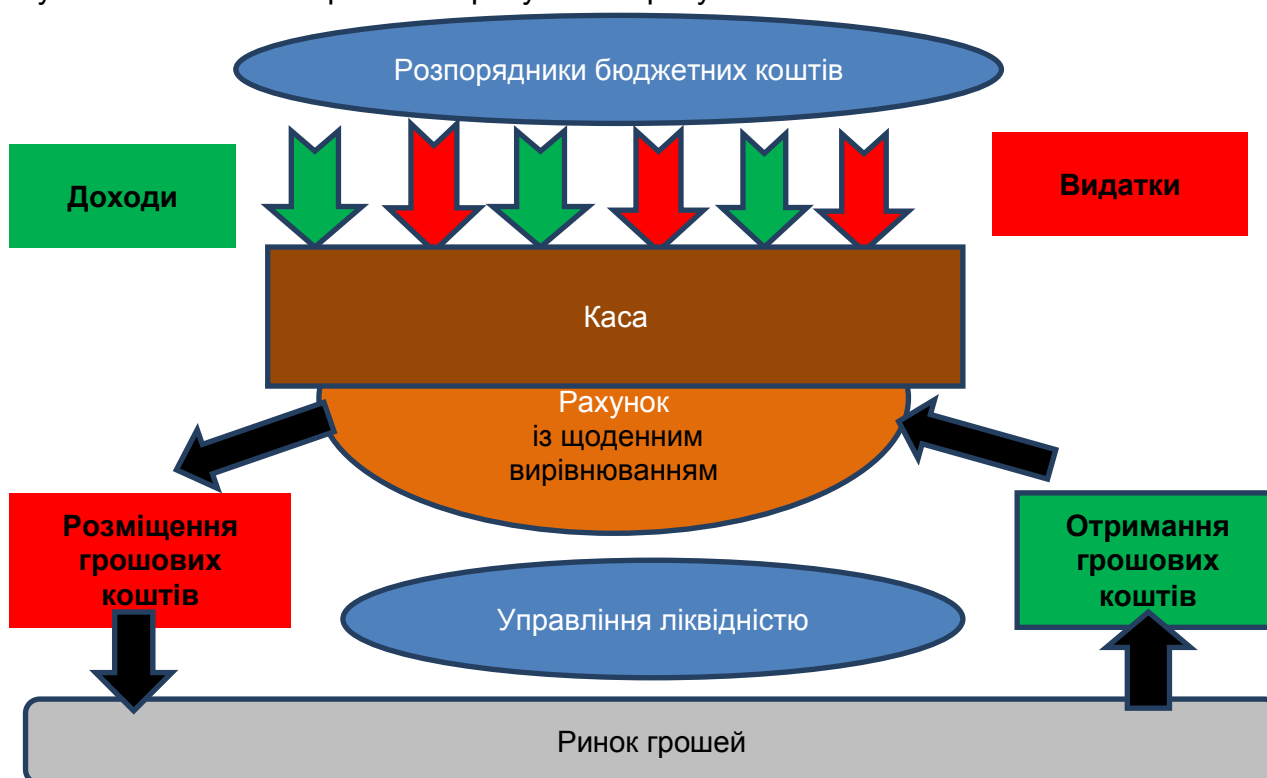


Рис. 1. Управління ліквідністю

3. Запобігання ризикам при плануванні відсоткових видатків

При плануванні відсоткових видатків добре зарекомендував себе дуже консервативний підхід до проведення оцінки обсягу цих видатків. Такий підхід обумовлюється багатьма причинами: з одного боку, занадто низька оцінка відсоткових видатків може протягом року призвести до того, що наприкінці року загальні бюджетні видатки будуть перевищені. З огляду на обсяг відсоткових видатків у багатьох бюджетах це трактується як ознака поганого бюджетного планування загалом. Погіршує справу й те уявлення, яке виникає в суспільстві та учасників ринку внаслідок помилкового планування. Занадто низьку оцінку обсягу відсоткових видатків можна легко пояснити тим, що Парламент та Уряд, начебто, очікували іншу динаміку розвитку відсотків та ринку і тому неправильно оцінили цей важливий фактор загального економічного розвитку. Занадто висока оцінка обсягу відсоткових видатків створює все ж менше враження помилкового планування; така оцінка розглядається скоріше як ознака обачності в бюджетному плануванні. Висока оцінка обсягу відсоткових видатків одночасно створює певний буфер при виконанні державного бюджету.

Це ж саме відноситься й до середньострокового планування відсоткових видатків. Існування такого буферу, який захищає від ризиків, добре зарекомендувало себе в середньо- та довгостроковому плануванні. В разі настання ризику такий буфер не дає загальному бюджетному плануванню вийти за рамки і стати неактуальним. Якщо ризик не настає, то при плануванні та реалізації середньострокового планування по конкретних бюджетних показниках з'являються додаткові можливості для маневру.

4. Правова основа

Значний вплив, який може мати управління державним боргом на формування бюджету та його розподілу, диктує, з одного боку, необхідність чіткої правової основи для його діяльності, яка, з іншого боку, має залишати достатньо вільного простору для актуальної діяльності, орієнтованої на ринок. Така правова основа може існувати у формі постійно діючих та законодавчо закріплених базових принципів (наприклад, у Німеччині – це Закон про федеральний борг); інший важливий зміст, зокрема цифрові показники, в рамках яких має діяти управління державним боргом, можуть бути врегульовані в щорічному законі про бюджет.

Звичайно, що найвагоміший показник - загальна рамка обсягу кредитних залучень. Зокрема потрібно при цьому врегулювати обсяг нових кредитних залучень, до нього додаються кредити для рефінансування старої заборгованості (тобто тут слід врегулювати, що нові кредити можуть відкриватися в тому обсязі, в якому були погашені старі кредити).

Крім того, доцільним може бути запровадження бюджетного повноваження на відкриття кредитів у рахунок наступних надходжень. Таке повноваження дозволяє наприкінці бюджетного року брати кредити («в запас») за вигідних ринкових умов у рахунок майбутніх надходжень від нових кредитів. Такі кредити зараховуються в

кредитні повноваження наступного року, так що загальний рамковий обсяг на наступний рік залишається незмінним.

Крім того, необхідно запровадити правило, яке робить можливим отримання певного обсягу кредитів, коли новий бюджет ще не був прийнятий вчасно і діє тимчасове управління бюджетними коштами. Це допомагає уникнути ситуації, яка, наприклад, інколи трапляється в Сполучених Штатах, коли 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 в загальний обсяг бюджетних надходжень після ухвалення нового бюджету.

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

Поруч із такими кредитними повноваженнями необхідно запровадити спеціальні повноваження на здійснення видатків, за якими, наприклад, визначається обсяг, у якому можуть бути придбані власні цінні папери в рамках забезпечення їхнього ринкового курсу. І тут, як правило, має існувати вимога, що таке повноваження може знову використовуватися тільки тоді, коли придбані цінні папери будуть знову продані в рамках забезпечення ринкового курсу. Таким чином, таке повноваження визначає тільки той обсяг, у якому воно може бути максимально використане в певний період часу.

У аналогічний спосіб діє також інше повноваження, яке дозволяє забезпечення власних фондів. Це відноситься, зокрема, до випадків, коли з міркувань економічності частина цінних паперів при нових випусках (емісіях) утримується (не випускається на ринок) і пропонується ринку пізніше. Але й тут має існувати законодавче регулювання, за яким визначаються обмеження використання таких можливостей.

5. Інструменти для отримання кредиту

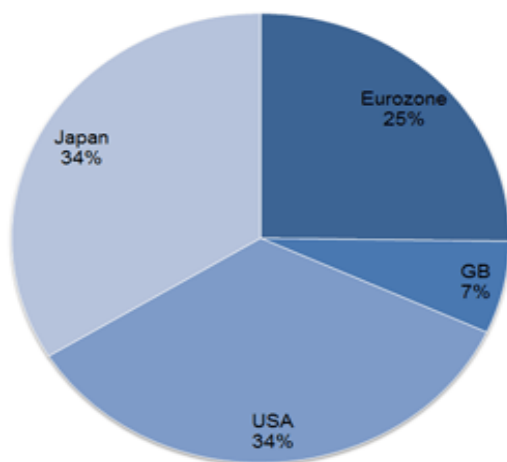
Важливий інструмент для отримання державою кредитів – це державні позики. При цьому мова йде, з правової точки зору, про цінні папери з відсотковою ставкою: покупець такого паперу, сплачуючи його номінальну вартість, отримує юридичне зобов'язання емітента (в даному випадку держави), що він, поруч із поверненням номінальної вартості по завершенню терміну обігу, сплачує покупцю протягом цього терміну щорічно відповідні відсотки.

Ринки для державних позик у світі 2012 р.

Несплачені обсяги

Märkte für Staatsanleihen weltweit 2012

Ausstehende Volumina

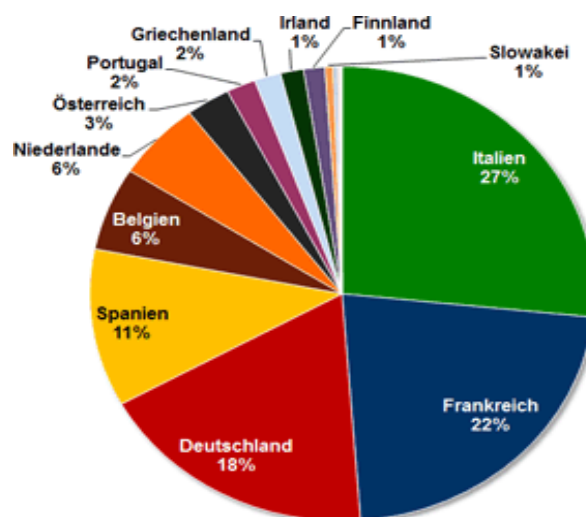


Ринки для державних позик у євро-зоні 2012 р.

Несплачені обсяги

Märkte für Staatsanleihen Eurozone 2012

Ausstehende Volumina



Quelle: Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur

Джерело: Фінансове агентство Німеччини

Рис. 2. Ринки для державних позик у світі та у євро-зоні станом на 2012р.

Ще й сьогодні в сфері торгівлі цінними паперами використовуються деякі поняття, які походять ще з тих часів, коли операції проводилися за допомогою друкованих паперів: «сертифікат облігації» і є, власне, цінним папером, на якому раніше друкувалися основні умови операції та права власності; поруч із тим існували «купони» (франц. *coupon* – різати) - невеликі відрізки частини, які у відповідний термін погашення відрізалися від облігації 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 відсотків.

У сфері державної позики існують різні види облігацій. З одного боку, їх розрізняють за терміном обігу (строком погашення): короткостроковими вважаються облігації з терміном обігу до 4 років, середньострокові облігації охоплюють термін від 4 до 8 років, до того ж існують довгострокові облігації з терміном обігу до 30 років, а в окремих випадках і до 50 років.

Крім того, існують різні варіанти виплати відсотків. Як правило, державою-емітентом визначається фіксована відсоткова ставка на весь термін обігу облігацій. Поруч із тим існують облігації з гнучкою відсотковою ставкою,

наприклад, облігації з інфляційною індексацією вартості; при передачі облігацій у обіг тут не визначається (або визначається незначна) фіксована відсоткова ставка, до якої додається щорічне відсоткове нарахування на основі чітко визначеного статистичного індексу інфляції. В той час як фіксована відсоткова ставка забезпечує державі-емітенту та інвестору високу безпеку планування, індексована відсоткова ставка містить для обох сторін певний спекулятивний ризик: у залежності від розвитку вартості грошей для обох сторін існують переваги та недоліки.

Зрештою, облігації розрізняються за валютою, в якій вони номінуються. Більшість держав випускають облігації у обіг переважно в національній валюті; певна частина облігацій номінується також у іноземній валюті, зокрема в доларах та євро, бо в такий спосіб полегшується робота з іноземними ринками капіталів. Облігації, номіновані в іноземній валюті, несуть із собою специфічний ризик, пов'язаний з обмінним курсом валют, оскільки як поточна виплата відсотків, так і повернення номінальної вартості залежать тут від динаміки розвитку обмінного курсу в період обігу. Внаслідок цієї динаміки обидві сторони можуть мати прибуток або збитки від облігацій, номінованих у іноземній валюті.

Інший, не менш поширений вид облігацій – дисконтні облігації (облігації з нульовим купоном). Вони характеризуються тим, що в них обумовлюється не річна відсоткова ставка, а те, що відсотковий дохід вкладника складатиме різницю між ціною розміщення облігації та сумою її погашення. В результаті кумульовані відсотки сплачуються тут наприкінці терміну обігу облігації. Такий вид облігацій використовується в коротко- та довгостроковому сегменті не в останню чергу для того, щоб уникнути високих одноразових виплат наприкінці терміну обігу.

Крім того, можуть використовуватися своп-операції. В таких операціях, які можуть бути віднесені до деривативів, вимога сплати номінальної вартості облігації (із «сертифіката облігації») залишається між сторонами незмінною, натомість вимога сплати відсотків («купони») розміщується на ринку та обмінюється на інші купони. Це може бути доцільним та економічним, наприклад, коли в середньостроковій перспективі очікується зниження відсоткових ставок, і у зв'язку з цим управління державним боргом обмінює фіксовані відсотки існуючих облігацій на вимогу отримання гнучких відсотків. Цей вид операцій містить також певний спекулятивний елемент і передбачає, що придбані вимоги на отримання відсотків будуть забезпечені гарантіями.

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

Всі ці види позик спрямовуються на професійних вкладників ринку капіталів, зокрема: банки, страхові компанії або пенсійні фонди. Поруч із тим існує можливість запровадження спеціальних цінних паперів, які спрямовуються на приватних осіб, і які кожний приватний вкладник може придбати через свій банк чи безпосередньо в держави. Основною характеристикою таких паперів є простота їхньої 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 мають пропонуватися з обмеженою номінальною вартістю, яка дозволяє вкладати й невеликі суми.

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

6. Цілі управління державним боргом

Управління державним боргом має завжди розуміти, що воно не тільки є учасником фінансового ринку, оперуючи на ньому значними сумами, але й одночасно представником держави на цьому ринку. Тому дії, які очікуються від управління державним боргом, мають характеризуватися вищою надійністю, ніж дії, які й без того очікуються від кожного приватного учаснику ринку.

Поруч із тим слід забезпечити найвищий ступінь прозорості управління державним боргом. Така прозорість при появі на ринку, яка, звичайно, має враховувати моменти, де необхідно забезпечити конфіденційність для захисту власних інтересів, сприяє досягненню значних результатів. Але й тут на структуру, яка представляє державу, покладаються особливі очікування.

Крім того, мета управління державним боргом має полягати в повсякчасному забезпеченні високої ліквідності державних облігацій, які знаходяться в його управлінні. Для всіх інвесторів, хто ухвалює рішення про вкладання грошей, дуже важливо знати, що вони, в разі потреби, можуть знову продати придбані папери – незалежно від обсягу та часу проведення операції. У зв'язку з цим управління державним боргом повинно не тільки спостерігати за ринком, але й мати наготові придатні інструменти для відповідних операцій. Наприклад, тоді, коли треба зберегти власні фонди і надані достатні повноваження на придбання цінних паперів на вторинному ринку. В такий спосіб управління державним боргом може уникнути ситуації, коли на ринку не вистачає партнерів для проведення окремих операцій.

7. Стратегія управління державним боргом

Основою стратегії служить аналіз існуючого портфоліо: наприклад, які інструменти використовуються в даний час, або який термін обігу має загальне портфоліо при відповідному збалансуванні всіх окремих елементів. Наступним кроком визначається, яким має бути цільове (бажане) портфоліо, і які заходи необхідні для його реалізації в середньо- та довгостроковій перспективі.

Прикладами стратегічних цілей може служити зміна загального терміну обігу портфоліо, або зміна частки заборгованості в національній чи іноземній валюті. Крім того, можна перевірити, наскільки випуск певних видів облігацій у кінцевому результаті більш економічний у порівнянні з іншими. Тоді, здійснюючи нові емісії,

ми приходимо в середньостроковій перспективі до бажаної структури портфоліо шляхом відповідного розподілу термінів обігу, або валюти, в якій номінуються облігації. В разі існування відповідного ринку такі зміни можуть бути досягнуті й за допомогою своп-операцій.

Такі рішення в будь-якому разі залежать від точних спостережень за специфічним ринком у відповідній країні, а також, наприклад, від оцінки середньо- та довгострокового розвитку відсоткової ставки, або курсу обміну валют. Крім того, при цьому відбувається оцінка обсягу ризиків і ухвалюється рішення, наскільки вони відповідають бажаному розвитку, який з ними пов'язується.

8. Інформування ринку

Прозорість передбачає, що ринок та 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 та фахівцям основних показників та рамок умов загального фінансово-економічного розвитку, а також надання широкої інформації про наслідки ухвалених чи запланованих рішень. Ця інформація про загальну фінансову та економічну структури держави та її майбутній розвиток не в останню чергу служить основою для висновків рейтингових агентств. Управління державним боргом практично не має жодного впливу на ці висновки, але, з іншої сторони, 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 представлено, які нові емісії заплановані на весь плановий рік. Такий річний план має бути якомога точнішим: у ньому (у формі таблиці) зазначається не тільки загальна сума емісії, але й відповідний місяць чи принаймні квартал, у якому вона очікується, а також кількісні показники обсягу та строковості емісій. Приклад: у січні місяці від загальної суми в 10 мільярдів певної валюти 50% припадуть 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 підтвержені, або модифіковані певною мірою. Важливо, щоб приблизно за чотири тижні до випуску всі інвестори з точністю до одного дня знали, на які нові емісії вони можуть розраховувати.

Оскільки інвестори очікують певну безперервність дій, тому має існувати чіткий ритм для регулярних планових емісій (наприклад, по вівторках з інтервалами часу від одного до трьох тижнів). Чим більшу безперервність та стабільність демонструє управління державним боргом по відношенню до ринку, тим більше інвесторів будуть орієнтуватися на ці строки і тим самим посилювати тенденцію до зростання попиту на державні облігації.

9. Процедура

Для державних облігацій, які структурно запроваджені на ринку (для проведення поточних операцій), тендерна процедура – найбільш поширена форма для розміщення нових емісій на ринку. Тендерна процедура схожа на аукціон, хоча в ній немає лише одного присудження з останнім ударом молотка, а розглядаються всі пропозиції, які відповідають уявленням емітента. На практиці це виглядає так, що управління державним боргом повідомляє, які пропозиції очікуються в певний короткий період часу (напр., протягом години): тип облігацій, загальний обсяг, відсоткова ставка або курс. Учасники тендеру мають можливість подати пропозицію щодо частини від загального обсягу емісії. Безпосередньо по завершенні строку ухвалюється рішення, в якому обсязі приймаються окремі пропозиції, так щоб очікувану суму нової емісії держава отримала по найбільш вигідній для себе ціні (відсотку). Такі аукціони проводяться, як правило, за допомогою автоматизованих ІТ-процедур, які забезпечують швидке ухвалення рішень.

Нові емісії інструментів, які ще не впроваджені і щодо яких існує непевність в реакції ринку, часто випускаються під публічну підписку: протягом декількох днів оприлюднюється книга ордерів, до якої зацікавлені особи можуть вносити свої пропозиції. По завершенню строку підписки відбувається «розподіл» у відповідності до бажаного результату.

Державні облігації, що вже знаходяться в обігу, популярні на вторинному ринку, вони часто перепродаються від одного інвестора до іншого. Висока прозорість та ліквідність мають для вторинного ринку особливе значення. Тому управління державним боргом має перевірити, який внесок воно може зробити у розвиток цього ринку.

10. Контролінг ризиків та нагляд

Завдання контролінгу ризиків у сфері державного боргу полягає, як і в кожному підприємстві, в інвентаризації фінансових та інших ризиків, їхній оцінці чи, по можливості, навіть вимірюванні, в інформуванні дійових осіб про результати цієї оцінки і, зрештою, в контролі за процесом мінімізації ризиків. Для банків та інших підприємств, які задіяні на ринку капіталів, діє принцип розмежування оперативної діяльності та контролю. Заходи, які розробляються стратегічним відділом та реалізуються комерційним відділом, постійно контролюються незалежною організаційною структурою.

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

У центрі уваги управління державним боргом знаходяться звичайні ризики ринкових цін, зокрема ризик зміни відсоткової ставки, ризик обмінного курсу (якщо кредити відкриваються в іноземній валюті). Слід також постійно спостерігати за

ризиками ліквідності, адже держава не може собі дозволити навіть у короткий період часу бути не в стані виконати свої фінансові зобов'язання через брак ліквідності. Врешті, слід аналізувати та оцінювати оперативні ризики, які можуть виникати внаслідок поганої організації процесів, можливих нещасних випадків або впливу інших зовнішніх подій.

Для контролінгу всіх зазначених ризиків існують фінансово-математичні та економічні інструменти, які добре себе зарекомендували. Якщо управління державним боргом здійснюється міністерствами або іншими органами державної влади, то в них не завжди використовуються ці форми контролінгу ризиків. Але державні інституції повинні враховувати, що вони проводять діяльність, яка схожа до банківської, та повинні застосовувати інструменти, прийнятні в цій сфері.

11. Управління ліквідністю

У центрі уваги управління ліквідністю знаходиться щоденний стан каси та рахунків. Його основне завдання полягає в тому, щоб на кожний день та кожну платіжну вимогу забезпечити достатню кількість грошових коштів на державних рахунках, які дозволяють профінансувати всі поточні правові зобов'язання держави. Бо якщо держава не в стані виконати свої фінансові зобов'язання, наслідки цього можуть бути катастрофічними. З іншого боку, управління ліквідністю має дбати про те, щоб гроші не лежали на рахунках без використання і наприкінці дня не накопичувалися надлишки, а також про те, щоб можливі надлишки на рахунках вкладалися через міжбанківську торгівлю - навіть якщо і на декілька днів - з метою отримання доходу від відсотків. У Федеративній Республіці Німеччина існує норма, згідно з якою на момент закриття банків на рахунку не може залишатися більше 100.000 євро, а з іншого боку, не може виникати негативне сальдо. Для досягнення цієї мети останні операції проводяться ближче до вечора, безпосередньо перед завершенням робочого дня.

Раціональне управління ліквідністю передбачає, крім того, що всі державні кошти (або в будь-якому випадку їхня переважна частина) щоденно зводяться на одному рахунку (єдиному казначейському рахунку). Перш за все це необхідно для того, щоб не виникала потреба у фінансуванні дефіциту на окремих рахунках, у той час як на інших рахунках існують надлишки. Зведення всіх рахунків – це одне з першочергових завдань Міністерства фінансів, яке в цей 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 або інші спеціальні фонди), подавали результати щоденного ведення своїх рахунків до центральної установи з управління ліквідністю.

Управління ліквідністю має в своєму розпорядженні, як правило, всі загальноприйняті ринкові інструменти. Воно може використовувати строкові чи перспективні банківські рахунки в міжбанківській торгівлі, термінові операції з цінними паперами, напр., у формі операцій РЕПО. Таким чином, управління ліквідністю діє подібно до комерційного відділу банку. При цьому інструменти та рамки цієї діяльності визначаються законодавцем.

Управління ліквідністю, звичайно, залежить від належного казначейського (касового) планування (див. п. 2) і тісно співпрацює з відповідним відділом.

Важливо розмежувати сферу довгострокових кредитних надходжень та управління ліквідністю. План заходів по забезпеченню середньо- та довгострокових кредитних надходжень залежить від потреб ринку і не повинен (або лише незначною мірою) орієнтуватися на очікувані касові потреби. Бо якщо ринок знатиме, що нова емісія державних цінних паперів відбувається в дні, коли виникає значна потреба у фінансуванні, то це відразу відіб'ється на цінах, а управління державним боргом, врешті, потрапить у ситуацію шантажу. Управління ліквідністю за допомогою своїх інструментів повинне постійно дбати про достатній рівень ліквідності, який дозволяє виконувати необхідні фінансові зобов'язання. При цьому доцільно на декілька днів брати в певному обсязі резервні (буферні) кредити, щоб уникнути необхідності покривати пікові потреби одного дня шляхом взяття кредитів на міжбанківському ринку під особливо високі відсоткові ставки.

12. Організаційна форма

Управління державним боргом здійснюється, як правило, Міністерством фінансів, або – якщо існує така відокремлена структура – Казначейством. Проте за останні десятиліття в багатьох країнах стала поширеною практика винесення управління державним боргом за межі державного управління, при чому вибір правової форми та контроль залишаються за Міністерством фінансів.

У низці країн управління державним боргом було делеговане приватним компаніям, які знаходяться в державній власності, контролюються Міністерством фінансів, а своєю організаційною структурою нагадують комерційний банк. В основі такого рішення лежить міркування про те, що не завжди можливо працевлаштувати в міністерстві достатню кількість персоналу, необхідного для управління великим борговим портфоліо; крім того, існують проблеми, пов'язані із залученням персоналу, який би мав достатній досвід у банківській сфері і погодився працювати на зарплату державного службовця. До того ж заходи, необхідні для організації банківської діяльності, як наприклад, чітке розмежування оперативної діяльності та контролінгу ризиків, не завжди можна забезпечити в структурах державного управління.

В умовах такої відособленої організації управління державним боргом розрізняють наступні функціональні сфери: стратегічний відділ розробляє довгострокові концепції і коротко- та середньострокові заходи для їхньої реалізації, комерційний відділ забезпечує проведення цих заходів. Усі операції мають бути юридично задокументовані, щоб у разі виникнення конфліктних випадків можна було пред'явити відповідні документи. Зведення всіх операцій в єдине ціле диктує необхідність інтенсивної системи звітності, яка, з одного боку, здійснює оцінку видатків на поточний рік і розробляє майбутнє планування, а з іншого боку, готує документацію для ретроспективної фінансової звітності. Врешті, необхідний відділ нагляду та контролінгу. У відокремленій установі, що діє самостійно, повинні також існувати відділи, що надають звичайні внутрішні послуги, серед яких електронна обробка даних має особливе значення.



Рис. 3. Основні функції управління державним боргом

За умови делегування управління державним боргом відокремленій установі особливе значення має чітке розмежування завдань між Міністерством та цією установою. Як правило, стратегічні напрями визначаються Міністерством, яке несе відповідальність за результати фінансової діяльності перед Парламентом. Установа з управління державним боргом здійснює оперативну діяльність у сфері боргового менеджменту.

13. Відносини між Парламентом та Урядом

У сфері управління державним боргом необхідно збалансувати низку конфліктів цілей: з одного боку, потрібні чіткі парламентські та правові норми, а з іншого боку, борговий менеджмент повинен мати можливість гнучко реагувати на вимоги ринку. Іншими словами, Уряд та його уповноважені з питань управління державним боргом потребують певної свободи дій, щодо якої повинен існувати чіткий контроль. У Німеччині це поле напруги послаблюється тим, що, з одного боку, існують чіткі кількісні показники законодавчо визначеної свободи дій, а з другого боку, управління державним боргом все ж таки зберігає за собою цю свободу дій. З метою поточного контролю таких дій в Парламенті створений комітет, на засіданнях якого Міністерство фінансів та управління кредитними надходженнями повинні регулярно звітувати. З огляду на конфіденційність – ринкова поведінка Федерації відіграє на фінансовому ринку Німеччини велику роль – це невеликий орган, але в ньому представлені всі фракції Німецького Бундестагу, як проурядові, так і опозиційні. Парламентарям заборонено публічно висловлюватися щодо документів, які роздаються на засіданнях цього комітету, та оприлюднювати інформацію, яка обговорюється.

14. Взаємодія між фінансовою політикою та управлінням державним боргом

Фінансова політика та управління державним боргом знаходяться в тісному взаємозв'язку. З одного боку, фінансова політика через свій вплив на

макроекономічні рамкові умови та їхній розвиток визначає важливі параметри ринку капіталів. Деякі рішення фінансової політики безпосередньо впливають на ті базові показники, на які має орієнтуватися управління державним боргом, наприклад: розвиток відсоткових ставок, або попит та пропозиція на ринку капіталів (довгострокові кредити) та ринку грошей (короткострокові кредити). З іншого боку, держава зі своєю пропозицією та попитом – важливий учасник обох ринків. Дії управління державним боргом сприймаються ринком як індикатор, на основі якого робляться оцінка фінансово-політичного стану держави.

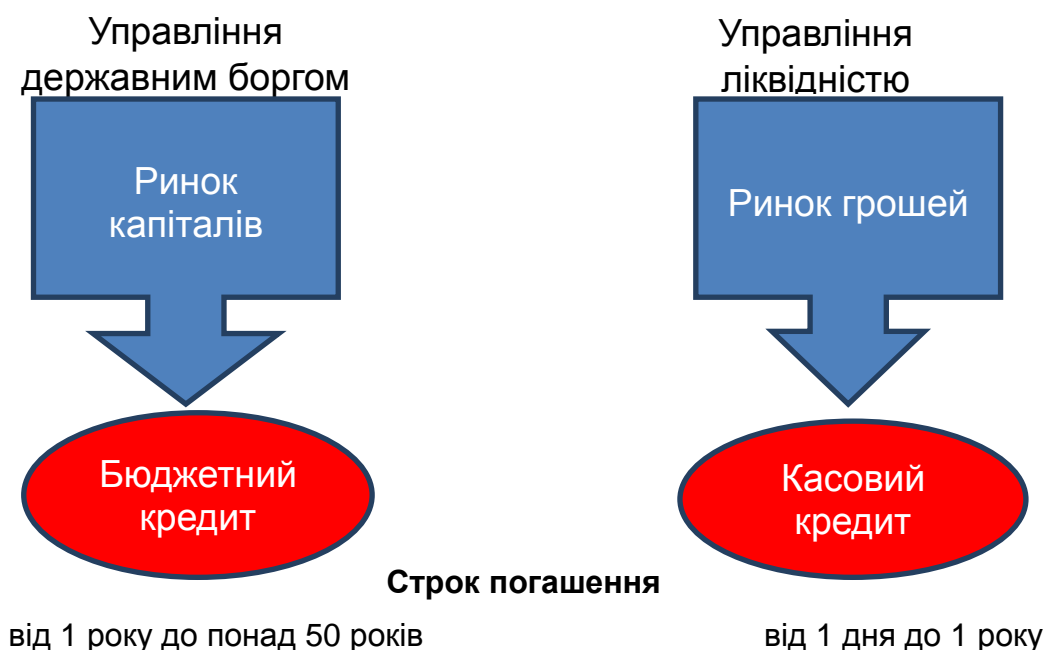


Рис. 4. Розмежування: ринок грошей/ринок капіталів, частково зі строком погашення від двох років

Безпосереднє значення для управління державним боргом мають рейтингові оцінки, які визначаються великими рейтинговими агентствами для відповідної держави. Але висновки цих агентств залежать менш за все від дій управління державним боргом на ринку. Висновки агентств стосуються усього народного господарства, його конкурентоспроможності, загальної фінансової та економічної політики держави. Але з іншого боку, через таку оцінку рейтингових агентств та її безпосередній вплив на розвиток відсоткових ставок, управління державним боргом відчуває наслідки кожного заходу фінансової політики держави. З цієї точки зору управління державним боргом є знову-таки для держави «вікном на ринок», і якщо фінансові ринки належним чином відіграють свою роль, то одночасно й «вікном» до фінансової та економіко-політичної реальності.