

**Управление государственным долгом и финансовая уязвимость:
потенциальные роли ВОА**

Комитет ИНТОСАИ по государственному долгу

Февраль 2003 г.

Еще один финансовый кризис неизбежен. Иницирующий фактор будет иным, страна будет иной, но мы увидим повторение.

*Джордж Муноз, Корпорация
зарубежных частных инвестиций*

Управление государственным долгом и финансовая уязвимость: потенциальные роли ВОА

Краткое содержание	5
Введение	6
А. Облегчение доступа к рынкам капитала и увеличение рисков	7
В. Последствия недавних финансовых кризисов для долговых менеджеров	9
i. Переходные и развивающиеся экономики	11
ii. Развитые экономики	12
С. Потенциальные роли ВОА: продвижение лучших практик и принципов	12
i. Роли ВОА: Продвижение надежных методов управления долгом и рисками	13
ii. Роли ВОА: Поддерживать совершенствование раскрытия данных и наилучшие методы работы	15
iii. Роли ВОА: Продвижение потребности в надлежащей системе регулирования и контроля для банковского сектора	16
Заключение	18
Приложение I - Недавние финансовые кризисы	20
1994-95 гг. Финансовый кризис в Мексике	20
1997 г. - Кризис в Юго-Восточной Азии	21
Российский кризис 1998 г.	24
Приложение II - Глоссарий по финансовым и операционным рискам	25
Риск пролонгации (или риск рефинансирования)	25
Риск ликвидности	26
Рыночный риск	26
Кредитный риск	27
Операционный риск	27
Приложение III - Мониторинг риска может включать раннее оповещение о показателях уязвимости	28
Введение	28
1. Роль показателей уязвимости	28
Таблица 1 - Пример традиционных экономических показателей, которые оказались не способны предсказать надвигающиеся кризисы в Юго-Восточной Азии	29
2. Примеры показателей уязвимости	31
i. Показатели внутренней и внешней задолженности	32
ii. Показатели ликвидности	34
3. Примеры показателей для оценки рисков в секторе финансовых услуг	35
Таблица 3 - Примеры уязвимости финансового сектора	35

Показатели	35
Приложение IV — Примеры недавних инициатив, направленных на улучшение раскрытия данных	36
Список использованной литературы	38

Краткое содержание

Менеджеры государственного долга работают сейчас в очень сложных и неоднозначных финансовых ситуациях. Мировой рынок капитала может создавать многочисленные выгоды (например, облегчать доступ к более крупным объединениям капиталов по более низкой стоимости, повышать эффективность внутренних рынков капитала и предоставлять возможность лучше приспособиться к рискам, используя новые финансовые инструменты). Однако стратегии государственного долга могут стать опасно уязвимыми при столкновении с непредвиденными явлениями, такими как ухудшение баланса частного сектора, которое может запустить механизм бюджетного, финансового и экономического кризисов. Экономические потрясения могут воздействовать на внешнеэкономический долг и делать стратегию государственного долга уязвимой, что, в свою очередь, может воздействовать на экономику в целом и серьезно ухудшить финансовое положение правительства. Недавние примеры экономик переходного периода показали, что потрясения могут преобразовываться в финансовые кризисы, трудности с управлением долгом и бюджетные проблемы.

Чтобы защитить финансовое положение своих правительств, долговые менеджеры должны задействовать надежные стратегии управления долгом и основательные методы управления риском. Высшие органы аудита (ВОА) могут захотеть играть активную роль в защите финансового положения правительств, пропагандируя необходимость надежных стратегий государственного долга и методов управления риском, политики раскрытия данных и эффективного режима контроля и регулирования для банковского сектора с целью минимизации рисков, связанных с будущими обязательствами и требованиями государственного сектора, а также возможными условными обязательствами от частного сектора. Читателям следует учесть, что предлагаемые функции не должны выходить за рамки законных полномочий ВОА. Кроме того, обеспечение руководства отличается от традиционной работы аудитора по финансовой аттестации, поэтому ВОА не смогут предоставить тот же уровень гарантий.

Более конкретно, посредством аудита эффективности методов управления долгом:

- 1. ВОА могут захотеть играть активную роль в защите финансового положения правительств, помогая обеспечить применение надежных и основательных методов управления государственным долгом.*
- 2. ВОА могут советовать правительствам больше сосредотачиваться на мониторинге уязвимости и придавать первоочередное значение управлению риском.*

ВОА могут также содействовать раскрытию данных и пропагандировать необходимость приспособления надлежащей законодательной и наблюдательной базы к сектору финансовых услуг. Следовательно,

- 3. ВОА могли бы советовать правительствам предоставлять улучшенную финансовую информацию и публиковать ключевую долговую информацию, чтобы оценивать свою финансовую уязвимость и подверженность рискам. ВОА могут захотеть оценивать эффективность правительств в предоставлении раскрытия информации. И, наконец, ВОА могут захотеть советовать своим правительствам присоединяться к международным инициативам, направленным на усовершенствование раскрытия статистической информации и требований к данным.*

4. *ВОА могут захотеть советовать своим правительствам заставить регулирующие и контрольные органы в секторе финансовых услуг использовать методы, соответствующие международным стандартам, поскольку более устойчивый сектор финансовых услуг, в свою очередь, уменьшит подверженность государственного долга событиям, влияющим на балансовые отчеты частного сектора.*

Введение

1. Данный документ рассматривает функции, которые могут выполнять Высшие органы аудита (ВОА), чтобы помочь уменьшить финансовую уязвимость правительств и снизить вероятность финансовых кризисов. Утверждается, что ВОА могли бы стимулировать лучшие методы управления долгом, надлежащие стандарты раскрытия данных, а также надежные системы нормативного регулирования финансовых услуг.
2. У ВОА нет прямой функции в рамках установления управления государственным долгом, стратегий раскрытия данных и систем нормативного регулирования для сектора финансовых услуг. Возможность ВОА оказывать влияние на менеджеров государственного долга и убеждать их будет зависеть от полномочий, ответственности и авторитетности ВОА. Однако в пределах своих законных полномочий ВОА могли бы сыграть свою роль в том, чтобы пропагандировать среди правящих кругов и поощрять их использовать надежные и устойчивые методы управления долгом и рисками. Как мы увидим, долговые менеджеры работают в очень сложной среде рынков капитала, которая может расстроить долговые стратегии и подвергнуть опасности финансовое положение правительства. ВОА может потребоваться внедрять в свою методику новые и междисциплинарные подходы.
3. Посредством этих видов деятельности ВОА могут играть вспомогательную роль в предотвращении финансовых кризисов и уменьшении финансовой уязвимости, особенно в ситуации, когда мировые экономические лидеры считают эти вопросы высокоприоритетными. Заключительное коммюнике встречи министров финансов и управляющих Центральными банками стран Группы двадцати, которая состоялась в октябре 2000 г. в Монреале, продемонстрировало четкую приверженность следующим положениям:

Мы соглашаемся применять возникающий международный консенсус в отношении стратегий для уменьшения уязвимости стран к финансовым кризисам, в том числе посредством соответствующих договоренностей по обменному курсу, осмотрительности в управлении обязательствами, вовлечения частного сектора в работу по предотвращению и преодолению кризиса, а также посредством принятия кодексов и стандартов по ключевым направлениям, включая прозрачность, распространение данных, целостность рынка и политику финансового сектора. (25 октября 2000 г.)

4. В Разделе А разъясняется, почему было так легко заимствовать капитал, и обсуждаются последствия этого массированного заимствования.

В Разделе В исследуются последствия финансового кризиса для управления долгом. Один из выводов заключается в том, что надежные стратегии управления долгом и рисками являются предпосылкой защиты финансового положения правительств. Раздел С является более описательным и предлагает роли, которые ВОА могут захотеть сыграть в продвижении надлежащих методов управления долгом и рисками, раскрытии данных и полноценной наблюдательной функции в секторе банковских услуг. Документ содержит 4 приложения. В Приложении I изучаются истоки мексиканского, южно-азиатского и

российского финансовых кризисов, рассматривается, что пошло неправильно и почему финансовое положение правительств стало уязвимым. Приложение II изучает риски, которые должны выявлять, отслеживать и контролировать менеджеры государственного долга. В Приложении III изучается роль, которую показатели уязвимости могли бы играть в выявлении ухудшающихся экономических условий, которые, в свою очередь, могли бы повлиять на финансовое положение правительств. Предлагаемый набор показателей мог бы использоваться долговыми менеджерами для установления потенциальных слабых мест в стратегиях государственного долга и выявления ухудшающихся балансовых отчетов частного сектора. Наконец, Приложение IV исследует недавние инициативы, направленные на улучшение прозрачности и раскрытия данных.

А. Облегчение доступа к рынкам капитала и увеличение рисков

5. Многочисленные изменения со стороны как предложения, так и спроса на внутреннем и международном рынках капитала вызвали рост наличия капитала в 1990-х годах. Углубляющиеся внутренние рынки, а также новые информационные технологии и новые современные финансовые инструменты позволили выпускать большее количество долговых бумаг. Другие факторы могут объяснить взрыв международного кредитования, особенно в странах с переходной экономикой и развивающихся странах: снижение мировых процентных ставок, которое подтолкнуло инвесторов к вновь возникающим рынкам, предлагающим более высокую доходность по инвестициям, улучшение кредитного рейтинга в результате реструктуризации внешнего долга, отмены регулирования макроэкономических структурных реформ, кажущейся «стабильности», возникшей из режимов фиксированных обменных курсов, интернационализации финансовых институтов и доступа к синдицированному банковскому кредитованию. Все эти факторы привели к всплеску притока частного капитала (в основном, краткосрочного внешнего деноминированного кредитования) в переходные и развивающиеся экономики из-за их предполагаемого низкого риска с высокой доходностью. На Китай, Бразилию, Мексику, Таиланд и Индонезию приходилось 50 процентов общего притока мирового частного капитала между 1990 и 1997 гг. (Лопес-Меджиа, 1999 г.). В 1996 г. непогашенные долговые обязательства, выпущенные или гарантированные развивающимися и переходными экономиками, оценивались в 1,5 триллиона долларов США (25 процентов их общего ВВП, 300 процентов их валютных резервов (Кассар, Фолкергс-Ландау, 1997 г.). Такой исключительный объем капитала стимулировал экономические бумы и позволил финансировать значительные дефициты по текущим операциям.
6. Долговые менеджеры в этих странах работают в различных условиях рынков капитала. Из-за отсутствия глубоких и ликвидных рынков капитала, способных оперировать внутренними инструментами заимствования, у многих правительств небольшой выбор помимо выпуска внешних деноминированных долговых инструментов, при этом они зачастую неспособны надлежащим образом хеджировать валютные риски или риски процентных ставок.
7. Поскольку правительства в развитых экономиках имеют доступ к глубоким внутренним рынкам капитала, они обычно ограничивают выпуск долговых инструментов в иностранной валюте. Например, Канада, Дания или Новая Зеландия осуществляют займы в иностранной валюте только для целей валютного резерва. Для правительств стран с развитыми экономическими системами усложненность внутренних рынков капитала и безусловный доступ к капиталу существенно снижает подверженность рискам и финансовую уязвимость.

8. Более широкий доступ к капиталу через международные финансовые рынки создал во многих случаях существенные экономические выгоды, такие как экономический рост, повышение стандартов жизни и уменьшение нищеты. Восприимчивость рынков капитала может, однако, привести к нестабильности в ухудшающихся экономических условиях. Большие потоки капитала могут внезапно изменить направление. Институт международных финансов сообщил, что потоки частного капитала в переходные рыночные экономики достигли пика на уровне 327 миллиардов долларов США в 1996 г., затем снизились до 260 миллиардов долларов США в 1998 г. (Институт международных финансов, 1998, с.7). Частный капитал, уходящий из Кореи в 1996-97 гг. превышал в общей сложности 42 миллиарда долларов США (9 процентов ВВП), тогда как Таиланд потерял 25 миллиардов долларов США (15 процентов ВВП) в том же году. В 1995 г. отток капитала из Мексики превысил 55 миллиардов долларов США (12 процентов ВВП) (Лопес-Меджиа, Таблица 2).
9. Плохое управление долгом и рисками (включая управление валютными резервами), ненадлежащее раскрытие данных и слабые контрольные функции в секторе финансовых услуг являются факторами, которые могут увеличить финансовую уязвимость правительств и чувствительность к экономическим потрясениям. Например, большие объемы внешнего государственного и частного долга, особенно краткосрочных нехеджированных внешних деноминированных долгов, могут привести к тому, что правительства окажутся более подвержены финансовым рискам. Многие страны с переходной или развивающейся экономикой зачастую финансируют свой экономический рост, значительные дефициты по текущим операциям и крупные государственные задолженности. Недавние финансовые кризисы доказали, что финансирование иногда может иметь место при слабых фискальных и денежно-кредитных условиях и ослаблении основ банковского сектора.
10. Несмотря на общую слабость, переходные и развивающиеся экономики способны привлечь капитал, поскольку они зачастую функционируют в режиме фиксированного или искусственно поддерживаемого обменного курса. Эти режимы создают у инвесторов впечатление, что они переводят риск волатильности обменного курса правительству. Однако режимы фиксированного или искусственно поддерживаемого обменного курса могут стать неустойчивыми и сделаться объектом спекулятивных атак, если, например, денежная политика не демонстрирует сильной приверженности поддержанию низкого уровня инфляции, если в банковской системе имеются слабые звенья или если международные резервы считаются недостаточными. Находясь под спекулятивной атакой, экономики, имеющие большие внешние деноминированные долговые обязательства и действующие в таких режимах обменного курса, могут стать уязвимыми. Фиксированный валютный режим зачастую рушится внезапно, как показали события в Мексике, Таиланде и России. В декабре 1994 г. атаки на песо, которые опустошили международные резервы центрального банка, привели мексиканское правительство к отказу от фиксированного курса. По мере того, как иностранный капитал утекал из Мексики, правительство сталкивалось с трудностями рефинансирования государственного долга. В Таиланде в 1997 г. имели место аналогичные события, которые привели к другой валютной девальвации в регионе. В России валютная девальвация в сочетании с серьезным фискальным дисбалансом усугубила ситуацию. Самые недавние события произошли в Турции, где правительство отказалось от искусственно поддерживаемой лиры в феврале 2001 г. после спекулятивной атаки.
11. Правительства, действующие в режиме плавающего обменного курса, и кредиторы также не застрахованы от неприятностей, поскольку потеря уверенности в рынке запускает обесценивание обменного курса. Если это будет сочтено желательным,

органы денежного регулирования могут осуществить интервенцию с использованием валютных резервов и/или увеличить процентные ставки, чтобы защитить валюту. Следовательно, валютный кризис может стать причиной роста внутренних процентных ставок. При любом режиме обменного курса правительства значительное увеличение стоимости обслуживания долга и трудности с выходом на международные рынки капитала могут испытать особенно те, кто имеет большие внешние государственные и частные долговые обязательства без надлежащего хеджирования (см. Кальво, 2000 г.). Финансовый рынок будет судить о разумности режима валютного курса на основании его надежности. Пока фискальная политика остается устойчивой, банковская система надлежащим образом контролируется и регулируется, денежная политика надежна и имеется достаточный объем международных резервов, уязвимость для крупных внешних потрясений будет минимальной (см. Эдвардс, 2000а).

В. Последствия недавних финансовых кризисов для долговых менеджеров

12. За последние 25 лет во всем мире многочисленные финансовые кризисы отрицательно сказались на способности правительств выплачивать свои долги, что ведет к бюджетному дефициту и экономическим потрясениям. Эти кризисы имели серьезные негативные последствия, такие как снижение темпов роста, увеличение нищеты, политическая нестабильность, социальная напряженность. Недавние финансовые кризисы в Мексике (1994-95 гг.), Юго-Восточной Азии (1997 г.) и России (1998 г.) принесли обширное нарушение экономических связей, финансовые трудности и проблемы ликвидности для правительств этих стран по всему миру (см. Примеры 1, 2 и 3 в Приложении I). Предполагаемая надежность бюджетного состояния этих правительств оказалась недостаточной, когда они столкнулись с непредвиденным огромным негативным потрясением. В Бразилии и некоторых странах Юго-Восточной Азии правительства были вынуждены рефинансировать долги с приближающимся сроком погашения - значительную часть которых составляли краткосрочные внешние деноминированные задолженности с низкими купонными ставками - по гораздо более высоким процентным ставкам. Поскольку такие правительства были вынуждены рефинансировать долг в ухудшающихся экономических условиях (таких как более высокие процентные ставки, обесценение местных валют, крах банковского сектора, забастовки кредиторов), их бюджетная уязвимость значительно возросла. Например, к середине 1999 г. корейское правительство истратило почти 39 миллиардов долларов США на рекапитализацию терпящих бедствие финансовых учреждений и покупку недействующих кредитов. Бюджетные расходы (то есть проценты, выплачиваемые по облигациям, выпущенным правительством для финансирования этой спасательной операции) достигли 78 миллиардов долларов США (МВФ, 1999 г., с. 75). Трехлетняя рецессия в Аргентине привела к недавнему финансовому кризису. Поскольку более 50 миллиардов долларов США в долговых инструментах подлежали погашению в 2006 г., создавая проблемы ликвидности, правительство объявило в мае 2001 г., что предложит облигационный своп на 66,7 миллиарда долларов США со сроком погашения до 2031 г. держателям публично торгуемых деноминированных долговых обязательств в песо или долларах, с тем чтобы облегчить потребности в финансировании. Облегчая погашение долга, это мероприятие приведет к повышению оплаты за обслуживание долга, потому что Аргентине придется предложить более высокую доходность по новым долговым инструментам, чтобы компенсировать держателям облигаций возросший риск владения долгосрочными ценными бумагами и операционные издержки. Совсем недавно иностранные инвесторы занервничали из-за потенциального риска дефолта и эффекта цепной реакции, который он может оказать на соседние страны.

13. Сочетание рынков капитала, стремящихся избежать риска, и национальной уязвимости может создать трудности для управляющих государственным долгом. Истоки потрясений в разных странах различны. Они могут возникать в результате внутреннего макроэкономического дисбаланса, например, неустойчивой бюджетной политики, слабых экономических результатов, снижающих доходы правительства, непродуманной денежной и валютной политики, ведущей к обесценению валюты или несовпадению сроков погашения активов и обязательств частного сектора, что приводит к дорогостоящей правительственной финансовой помощи. Потрясения также могут приходиться извне. Внешние потрясения, такие как рост международных процентных ставок, воздействующий на расходы по государственному долгу, снижение мировых цен на сырье, ведущее к трудностям с платежным балансом, обесценение валюты или просто цепная реакция от соседних стран, - все это может поставить правительства в уязвимое финансовое положение.
14. Качество методов управления государственным долгом влияет на бюджетную уязвимость правительства и чувствительность к потрясениям. Если правительственная стратегия управления государственным долгом не уделяет достаточно внимания рискам и издержкам, а также потенциальным макроэкономическим и финансовым слабостям, у правительства могут возникнуть трудности с обязательствами по обслуживанию долга. Правящие круги должны уделять особое внимание поддержанию хрупкого равновесия между минимизацией расходов по обслуживанию долга и минимизацией подверженности рискам, таким как риск рефинансирования и рыночные риски. Долговые менеджеры должны разрабатывать и рекомендовать надежные стратегии государственного долга, чтобы оградить балансовые итоги правительства. Эти рекомендации должны основываться на надежных методах управления риском. Следовательно, долговые менеджеры должны управлять государственным долгом, учитывая вероятность того, что могут произойти определенные события, а также вероятные последствия таких событий и связанные с ними издержки для бюджетного положения их правительств. Долговые менеджеры должны добиваться принятия доступных стратегий, которые сократят подверженность своих правительств бюджетным рискам.
15. Разрабатывая стратегии государственного долга, менеджеры не должны упускать из виду возможный пессимистический сценарий - события, во время которых, если они реализуются, ненадежные и хрупкие долговые стратегии могут нанести вред бюджетной позиции правительства. *Экономические основы и финансовое состояние активов и обязательств экономики (балансовые отчеты государственного (включая условные обязательства) и частного секторов) воздействуют на бюджетное состояние правительства и его способность обслуживать государственный долг.* Поэтому управляющие государственным долгом не должны осуществлять планирование изолированно, исходя из того, что долг, которым они обязаны управлять, изолирован от экономических потрясений обязательств частного сектора.
16. Политические, экономические и институциональные условия влияют на то, каким образом управляется государственный долг, и долговые менеджеры должны действовать по-разному, в соответствии с условиями рисков и цен, с которыми они сталкиваются. Например, масштаб экономики и степень ее уязвимости обратно пропорциональны. Переходные и развивающиеся экономики с менее развитыми внутренними финансовыми рынками, ограниченным доступом к международному капиталу и менее диверсифицированными экономическими системами, скорее всего, окажутся более уязвимыми и подверженными экономическим потрясениям, включая цепную реакцию от соседних стран. Долговые менеджеры, действующие в недружественной среде такого типа, должны быть дальновидными.

i. Переходные и развивающиеся экономики

17. С учетом последствий недавних финансовых кризисов и сложности рынков капитала долговые менеджеры в переходных и развивающихся экономиках могут захотеть рассматривать стратегии, нацеленные на уменьшение бюджетной уязвимости. Следовательно, при стремлении достичь равновесия между издержками и рисками можно возразить, что долговые менеджеры извлекают выгоду из максимально возможного отклонения в сторону уменьшения рисков. В Приложении II перечисляются риски, с которыми должны работать долговые менеджеры, включая, помимо прочего, риск ликвидности и рыночные риски, связанные с колебаниями валют и изменениями процентной ставки.
18. Необходимо определить компромисс между минимизацией рисков и минимизацией издержек. Одновременная минимизация рисков и минимизация издержек может оказаться дорогостоящей. Долг, имеющий, в среднем, долгий срок погашения, снижает риски, но может оказаться очень дорогостоящим, если кривая доходности имеет положительную форму. Долг, имеющий, в среднем, короткий срок погашения, привлекателен в перспективе стоимости обслуживания долга, но может оказаться очень рискованным и увеличить бюджетную уязвимость правительства. Слишком большое доверие к ценным бумагам с плавающей ставкой или краткосрочным инструментам, даже если они дешевле, может усугубить уязвимость из-за того воздействия, которое более высокие процентные ставки могут оказать на стоимость обслуживания долга. Поддержание низких запасов иностранной валюты также может отрицательно сказаться на правительстве, увеличивая риск дефолта в период кризиса. В январе 2000 г. новое украинское правительство оказалось перед необходимостью обслуживать долг в 3 миллиарда долларов США, имея валютные резервы в размере всего 1 миллиард долларов США. Минимизация расходов на обслуживание долга без надлежащего учета риска может оказаться более обременительной, учитывая экономические последствия непредвиденных потрясений. В случае переходных и развивающихся экономик может оказаться более выгодным больше платить за обслуживание долга с целью создания долговой схемы, защищающей бюджетный баланс государства.
19. Долговые менеджеры могут извлекать преимущества из разработки наихудшего сценария, включая влияние потенциальных условных обязательств на финансовое положение их правительств. Пессимистическое планирование должно обеспечить наличие достаточно большой подушки безопасности (например, валютных резервов) для защиты от неблагоприятных потрясений, а также соответствующего профиля погашения долга. Как было недавно заявлено:

Контролируйте подверженность рисков своих забалансовых счетов, а также балансовых отчетов. Как переходные, так и развитые экономики в равной мере увидели, каким образом плохие банки и/или плохо разработанные системы банковской безопасности могут привести к большим издержкам в государственном секторе и неожиданному ослаблению собственных бухгалтерских балансов правительств. Другие суверенные гарантии частного заимствования могут иметь аналогичные последствия. Поэтому самим суверенным долгом следует управлять, учитывая суверенные условные обязательства. (Гейтнер, 1999 г.)

20. Другой стратегией, которая может пригодиться долговым менеджерам, является максимальная мобилизация внутренних рынков капитала. Заимствования на внешних рынках, использование нехеджированных внешних деноминированных долговых

инструментов может оказаться неразумным из-за риска потенциальных последствий. Если обменные курсы обесцениваются, нехеджированные внешние деноминированные долговые инструменты могут значительно увеличить правительственные обязательства и уязвимость (например, риск дефолта), когда наступает срок погашения долга и он пролонгируется. Поэтому то, что может быть воспринято как надежная стратегия долга, минимизирующая издержки на обслуживание долга, может оказаться неразумным решением в ухудшающихся условиях рынка. Если внутренние рынки капитала ограничены и массированные заимствования иностранной валюты неизбежны, долговым менеджерам можно настоятельно порекомендовать для смягчения валютных колебаний контролировать валютный риск, занимаясь, по возможности, деривативными инструментами. Однако в силу характера и сложности деривативных инструментов долговым менеджерам следует напомнить, что плохо спланированные программы смягчения рисков могут иметь обратный эффект и лишь усугублять подверженность риску.

21. Далее, рассматривая доминирующую роль правительства как эмитента на внутренних рынках в экономиках такого типа, долговые менеджеры должны обращать внимание на его подходы к рынку и проявлять осторожность в отношении оппортунистического поведения.

ii. Развитые экономики

22. В случае развитых экономик с эффективным рынком капитала, неограниченным доступом к рынку капитала и стабильными макроэкономическими условиями долговые стратегии испытывают меньше давления и имеют меньше шансов потерпеть неудачу, если не возникнут аномальные рыночные условия. В своем отчете по управлению долгом Офис Генерального аудитора Канады заметил в апреле 2000 г., что, несмотря на быстрое улучшение бюджетной ситуации, Правительство Канады решило увеличить часть долга с фиксированной ставкой. В то же время правительство также значительно увеличило объем резервов иностранной валюты. В отчете содержится вывод о том, что правительство должно пересматривать схему своего долга, чтобы определить, остается ли схема долга обоснованной в свете меняющейся бюджетной, экономической и политической ситуации. В обстоятельствах сокращающегося долга (и кривой доходности с положительной формой) продление среднего срока погашения может оказаться неразумным. Более подходящей стратегией может оказаться сокращение среднего срока погашения по мере выплаты долга. Со стороны властных структур может оказаться неразумным рекомендовать такой портфель государственного долга, который максимально увеличивает излишнюю надежность за счет увеличения издержек на обслуживание долга.

С. Потенциальные роли ВОА: продвижение лучших практик и принципов

23. Недавние события и глобализация рынков капитала увеличили потребность в разумных методах управления долгом и рисками с целью лучшей защиты бюджетного положения правительств. ВОА могут захотеть играть активную роль в защите финансового положения правительств, пропагандируя необходимость надежных стратегий государственного долга и методов управления риском, политику раскрытия данных и эффективного режима контроля и регулирования для банковского сектора с целью минимизации рисков, связанных с будущими обязательствами и требованиями государственного сектора, а также возможные условные обязательства, исходящие от частного сектора. Принимая на себя эти функции, ВОА должны действовать в рамках своих законных полномочий. Кроме того, обеспечение руководства отличается от

традиционной работы аудитора по финансовой аттестации, поэтому ВОА не смогут предоставить тот же уровень гарантий.

24. Более конкретно, посредством аудита эффективности методов управления долгом:

1. ВОА могут захотеть играть активную роль в защите финансового положения правительств, помогая обеспечить применение надежных и основательных методов управления государственным долгом.

2. ВОА могут советовать правительствам больше сосредотачиваться на мониторинге уязвимости и придавать первоочередное значение управлению риском.

ВОА могут также содействовать раскрытию данных и пропагандировать необходимость приспособления надлежащей законодательной и наблюдательной базы к сектору финансовых услуг. Следовательно,

3. ВОА могли бы советовать правительствам предоставлять улучшенную финансовую информацию и публиковать ключевую долговую информацию, чтобы оценивать свою финансовую уязвимость и подверженность рискам. ВОА могут захотеть оценивать эффективность правительств в публикации раскрытия информации. И, наконец, ВОА могут захотеть советовать своим правительствам присоединиться к международным инициативам, направленным на усовершенствование раскрытия статистической информации и требований к данным.

4. ВОА могут захотеть советовать своим правительствам заставить регулирующие и контрольные органы в секторе финансовых услуг использовать методы, соответствующие международным стандартам, поскольку более устойчивый сектор финансовых услуг, в свою очередь, уменьшит подверженность государственного долга событиям, влияющим на балансовые отчеты частного сектора.

i. Роли ВОА: продвижение надежных методов управления долгом и рисками

25. ВОА могут, посредством финансового аудита и аудита эффективности, пожелать стимулировать принятие надежных и обоснованных стратегий государственного долга и надлежащих методов управления рисками. Стратегия долга, рекомендованная для утверждения высшим должностным лицам, должна быть основана на тонком компромиссе между издержками и выгодами и должна осуществляться посредством использования прогнозных инструментов и анализа рисков. Убедительные стратегии и методы долга могут способствовать не только уменьшению бюджетной уязвимости, но также снижению процентных выплат в долгосрочной перспективе, что может положительно сказываться на устойчивости долга. Удачные стратегии долга могут также сказываться на эффективности рынков капитала (например, возросшая ликвидность может сократить спред процентных ставок).

26. Чтобы помочь правительствам и органам, занимающимся долговыми обязательствами, внедрить надежные и обоснованные стратегии долга, МВФ и Всемирный банк разработали руководящие указания по рациональным методам управления суверенным долгом и ликвидностью. Обе организации сотрудничали в разработке широких принципов оказания помощи правительствам в повышении качества их политики управления долгом и уменьшении финансовой уязвимости (см. МВФ 2001a). Данное предложение не является универсальным подходом без учета индивидуальных особенностей. Оно является перечнем согласованных методов управления государственным долгом, которые сходны между собой, с точки зрения взглядов на разумные и желательные методы управления долгом, например: установление отчетливых целей управления долгом; разделение и координация управления долгом и кредитно-денежной политикой; ограниченное распространение долга; отчетливое

делегирование полномочий, прозрачность и подотчетность; и установление основных подходов к составу валюты, длительности, сроку погашения и т.д. ВОА могут захотеть советовать своим правительствам рассматривать ценность таких передовых практических методов для своих стратегий управления долгом.

27. ВОА могли бы также поощрять практики, гарантирующие осведомленность финансово-бюджетных органов о влиянии, которое экономические потрясения могут оказать на бюджетные балансы их правительств и на расходы по государственному долгу.
28. ВОА могут также советовать органам управления государственным долгом делать надежные методы управления риском высшим приоритетом для себя. Портфель правительственного долга зачастую является крупнейшим финансовым портфелем в стране и может создавать значительный риск для экономического баланса и финансовой стабильности страны. Управляющие государственным долгом должны быть готовы выявлять, отслеживать и контролировать риски. Долговые менеджеры должны замечать ухудшение экономических основ и соответствующим образом пересматривать долговые стратегии. Для того чтобы выявлять и отслеживать признаки ухудшения рыночных условий, можно применять показатели уязвимости. В Приложении III подробно обсуждается их потенциальная роль.
29. Долговые менеджеры должны быть готовы учитывать не только среду государственного долга, в которой они работают, но также и общеэкономическую среду. В среде, в которой правительства подвержены цепным реакциям и крупным внешним потрясениям и учитывают то влияние, которое портфель государственного долга может оказать на общее состояние экономики, вопрос управления риском особенно актуален. Это означает учет экономических и финансовых рисков, которым подвержены государственный и другие секторы экономики (например, несовпадение сроков погашения активов и обязательств в банковском секторе). Следовательно, долговые менеджеры могли бы определять стратегии, которые бы минимизировали не только издержки, но и риски, а также соответствующие возможные последствия рискованных событий. Чтобы измерять последствия финансовых потрясений и отслеживать риски, долговые менеджеры могут использовать прогнозные методы управления рисками. Стресс-тестирование - это важный инструмент моделирования степени надежности государственной долговой стратегии в неблагоприятных рыночных условиях. Его следует использовать для тестирования предельно экстремальных сценариев. Можно проанализировать воздействие на управление долгом любых таких событий, как потери валютных резервов из-за изменения обменного курса, бегство капитала из-за обвала банковской системы или различные схемы срока погашения долга. «Издержки с риском» (Cost at Risk (CaR)) - это важный финансовый инструмент, которым можно измерять изменчивость платежей по обслуживанию долга в рамках данного интервала доверия. Результатом является вероятность того, что платежи по долгу не превысят данный порог за данный год. При надлежащем управлении финансовые деривативы, такие как процентная ставка и валютные свопы, являются инструментами управления рисками, которые могут снизить общую подверженность рискам. Будучи сложными финансовыми инструментами, они могут увеличить подверженность риску, если для управления ими применяются неправильные системы руководства (например, неэффективные пределы риска). В общей сложности, все эти методы должны позволить долговым менеджерам выявлять, отслеживать и контролировать риски и внедрять соответствующие долговые стратегии. Лучшее управление рисками создает защиту от непредвиденных событий и охраняет бюджетное состояние правительства.

30. Надежные стратегии управления долгом и управления риском важны для защиты бюджетного состояния правительства. Ухудшающиеся условия рынка, которые сегодня еще не очевидны, могут подорвать суверенитет правительства и ограничить его способность реагировать на будущие политические вызовы. Надежные стратегии и управление рисками должны обеспечить правильное и системное управление долговыми обязательствами, без излишних фискальных потрясений бюджетного состояния правительства.
- ii. Роли ВОА: Поддерживать совершенствование раскрытия данных и наилучшие методы работы*
31. Финансовые кризисы в России, Юго-Восточной Азии и Бразилии показали, как плохо там оценивались, отслеживались и контролировались риски. Частично виной тому являются ненадежные финансово-экономические данные. Участники рынка и властные структуры испытывали трудности с оценкой финансовой уязвимости экономики и своего правительства из-за ограниченного набора данных. Как отмечает Артур Льюитт, «глобальная экономика требует, чтобы инвесторы испытывали доверие к финансовым показателям на глобальном уровне» (Льюитт, 1999 г.). Повысившаяся прозрачность должна преобразовываться в лучшее функционирование рынка капитала.
32. Хорошая информация, надежная финансовая отчетность и прозрачность - фундаментальные предпосылки оценки уязвимости. Установление надежного управления долгом и рисками облегчается доступом к качественным данным государственного сектора и экономики в целом. Например, иногда представляются неверные отчеты об объеме валютных резервов, которые оказываются ниже, чем ожидалось (как это имело место в Корее, Таиланде и Малайзии). Ряд предпринятых инициатив, которые возглавили международные организации, такие как МВФ и Банк международных расчетов, должны установить новые стандарты раскрытия информации и требования к данным (см. Приложение IV). Эти инициативы должны также содействовать проведению правильной макроэкономической политики.
33. Улучшение прозрачности и распространения данных может привести к усовершенствованию стратегий управления долгом, снижению бюджетной уязвимости и укреплению международных финансовых систем. Основанное на информации принятие решений в государственном и частном секторах должно улучшить функционирование мировых финансовых рынков. Располагая лучшей информацией и точными данными, инвесторы, властные структуры, регулирующие органы и долговые менеджеры были бы лучше вооружены для оценки уязвимости. Они могли бы лучше оценивать риски, присущие потокам капитала, международным резервам, государственному долгу и внешнему долгу (определяемые просто как общие обязательства перед остальным миром - см. сноску 2 в Таблице 2).
34. Хорошие методы финансовой отчетности в государственном секторе улучшат режим подотчетности правительств и уменьшат их бюджетную уязвимость. Таким образом, считается, что ВОА должны в пределах своих полномочий устанавливать объем и проводить аудиты, которые помогут их правительствам представлять достоверную, своевременную и надежную информацию в отношении государственного долга и другие экономические данные для оценки бюджетной уязвимости. Более конкретно, ВОА могут захотеть советовать правительствам публиковать основные показатели по размеру внешнего долга, структуре государственного долга (срок погашения, длительность, соотношение фиксированных и плавающих ставок и состав валюты) и подробные отчеты по резервным активам (включая уровень ликвидности и валютную

ситуацию) и движению капитала. ВОА могут оценивать эффективность правительств в публикации раскрытия информации.

iii. Роли ВОА: Продвижение потребности в надлежащей системе регулирования и контроля для банковского сектора

35. Ослабление основ сектора финансовых услуг может воздействовать на бюджетную уязвимость государства, особенно в переходных и развивающихся экономиках. Следовательно, они могут стать важным фактором, ведущим к финансовым кризисам. Эти финансовые институты особенно уязвимы, поскольку они активно подвергаются государственному регулированию, активы и обязательства (включая срок погашения в иностранной валюте) часто не совпадают, подчас в них применяются слабые методы управления рисками, и распространены слабые системы регулирования и контроля. В дополнение, из-за опасной динамики, связанной с принципом «слишком велик, чтобы рухнуть» (т.е. с подразумеваемой системой безопасности, которая не даст финансовым институтам обанкротиться), иногда допускаются опасные риски.

36. В экономике, в которой корпоративные балансовые отчеты ухудшаются и частные корпорации, подвергающиеся излишнему регулированию, такие как крупные финансовые учреждения, становятся банкротами, балансовые итоги правительства могут испытать колоссальные фискальные потери при условии обеспечения такой системы безопасности. Как указывает Standard & Poor's: «Системные кризисы зачастую становятся ощутимым фискальным бременем; когда банки банкротятся, правительства часто предоставляют ликвидные и обратные депозиты, принимают на себя безнадежные кредиты и вливают средства в уставный капитал» (Standard & Poor's, декабрь 1997 г.) Более того,

Прямая бюджетная стоимость финансовой помощи терпящей бедствие банковской системе, а также косвенные издержки для реальной экономики могут быть высокими. Размер таких издержек - это функция вероятного уровня системного потрясения (в финансовом секторе) и размера финансовой системы относительно произведенной продукции в стране. (Standard & Poor's, сентябрь 1998 г.).

37. Затраты на государственную помощь, по сообщениям, очень значительны.

Затраты на помощь в государственном секторе для выхода из банковского кризиса в развивающихся странах (между 1980 г. и 1995 г.) оценивались приблизительно в 250 миллиардов долларов США. В более чем дюжине таких банковских кризисов затраты на помощь в государственном секторе достигали 10 и более процентов ВВП страны. ...Ожидается, что затраты на банковскую рекапитализацию в странах, наиболее пострадавших от продолжающегося азиатского финансового кризиса, будут огромны -- порядка 58 процентов ВВП для Индонезии, 30 процентов для Таиланда, 16 процентов для Южной Кореи и 10 процентов ВВП для Малайзии. (Голдштейн, 2000 г., с. 1)

38. Чтобы снизить вероятность финансовых кризисов, органы, регулирующие банковский сектор, могли бы установить строгий надзор за сектором финансовых услуг. Сильный и эффективный режим мог бы ограничить принятие излишних рисков и, например, послужить во благо практики добросовестного управления. Эффективный надзорный режим мог бы также включать в себя обеспечение подлинной репрезентативности финансовых отчетов, представляемых финансовым сектором. Следовательно, для переходных и развивающихся экономик при оценке бюджетной уязвимости правительства одним из наиболее важных субъективных решений, которое должно быть принято, является качество системы контроля и регулирования в секторе

финансовых услуг, а также того, как банковский сектор может воздействовать на государственный долг.

39. Ухудшение качества активов в балансовых отчетах и внезапный отток капитала часто удивляют потерявших бдительность контролеров. Быстрый рост кредитов во время бума кредитования расширяет ресурсы функции банковского надзора. Недавние финансовые кризисы в Юго-Восточной Азии и России могут быть связаны с плохим надзором за сектором финансовых услуг, а не просто с плохим раскрытием данных. Следует заметить, что «не подвергшиеся кризису страны восточной Азии - Сингапур, Гонконг и Тайвань - имели очень сильный пруденциальный контроль» (Мишкин, 2000 г., с. 9).
40. Многочисленные международные организации, агентства, рабочие группы разрабатывают руководящие указания, надлежащую практику и требования к улучшению раскрытия информации, направленные на улучшение международной финансовой стабильности. Например, Базельский комитет по банковскому надзору выпустил в 1997 г. Базельские основные принципы эффективного банковского надзора. Они должны служить основным справочным материалом для применения надзорными органами в контроле финансовых институтов в рамках их юрисдикции. В 1999 г. министры финансов стран Большой семерки учредили Форум по финансовой стабильности для укрепления сотрудничества международных организаций, участвующих в финансовом регулировании и контроле, таких как МВФ, Всемирный банк, Международная федерация бухгалтеров и Комитет по международным стандартам бухгалтерского учета. Форум должен распространять идеи международной финансовой стабильности посредством обмена информацией и сотрудничества в области международного контроля. В том же году МВФ и Всемирный банк представили Программу оценки финансового сектора. Программа призвана выявить сильные и слабые стороны финансового сектора страны, а также рассмотреть практики управления рисками.
41. Можно возразить, что недавние финансовые кризисы могли бы быть хотя бы смягчены, если бы существовали сильная нормативно-правовая база и более качественный инспекционный надзор в финансовом секторе, приводящие к более совершенным методам управления потоками капитала и практиками кредитования, а также более прозрачным финансовым системам, включая точные финансовые отчеты.
42. Следовательно, посредством аудита эффективности ВОА могут захотеть стимулировать правительства улучшать функции надзора и регулирования в финансовом секторе. ВОА могли бы содействовать тому, чтобы национальные органы регулирования и надзора в банковском секторе тщательно рассматривали принятие разрабатываемых принципов, методов и руководящих указаний и положительно реагировали на отчеты об оценке соответствия. Считается, что широкое распространение внедрения международно принятых стандартов и практик, рассматривающих, например, управление рисками, управление требованиями к раскрытию информации и прозрачности, деловую этику и стандарты бухгалтерского учета, могло бы содействовать хорошей работе финансовых рынков и привести к укреплению международных финансовых систем. Развивая международную финансовую стабильность, совершенствуя функционирование рынков и уменьшая системный риск, эти инициативы, при условии их успешной реализации, могли снизить бюджетную уязвимость правительств.

Заключение

43. Недавние события доказали, что экономическая уязвимость и глобализованные финансовые рынки могут стать взрывоопасным сочетанием. Сильных бюджетных стратегий, результатом которых является более низкое отношение государственного долга к ВВП, может оказаться недостаточно для защиты бюджетной позиции правительства от экономических потрясений. Мексиканский кризис проиллюстрировал, что, несмотря на здоровые бюджетные показатели, важно изолировать долг от неблагоприятных потрясений. Как доказывают Кассар и Фолкертс-Ландау:

мексиканский государственный долг был относительно низким по стандартам ОЭСР - 51 процент ВВП по сравнению со средним показателем для стран ОЭСР, составляющим 71 процент. Мексиканский кризис подчеркнул, насколько трудно и дорого рефинансировать значительный объем долга в иностранной валюте со сроком погашения в турбулентных условиях валютных рынков. Уязвимость мексиканской экономики к финансовым кризисам усугубилась тем фактом, что мексиканские валютные резервы, в целом, достигли 6,3 миллиарда долларов США на конец 1994 г. и что срок погашения облигаций «тесобонос» (краткосрочные ценные бумаги, индексированные к доллару) стоимостью 29 миллиардов долларов США приходился на 1995 г. (Кассар и Фолкертс-Ландау, 1997 г.).

44. Недавние финансовые кризисы показали, что бюджетные условия правительств могут быть уязвимы не только для традиционных недостатков, таких как растущий дефицит или торговые дисбалансы, но также и для того воздействия, которое волатильные рынки капитала могут оказывать на государственный и частный долг. Недавняя история приводит много примеров стран с переходной и развивающейся экономикой, с фиксированными обменными курсами и большим объемом краткосрочного долга, которые стали свидетелями резкого изменения направления потоков капитала и резкого обесценения цены активов, с одновременным обрушением сектора финансовых услуг. Трудно правильно управлять суверенным долгом в таком типе волатильной и рискованной финансовой среды, где, например, обязательства частного сектора могут стать обязательствами государственного сектора, угрожая тем самым бюджетным счетам.
45. В данном документе было показано, почему плохое управление государственным долгом в ухудшающихся рыночных условиях может привести к ослаблению государственных финансов и бюджетной уязвимости. Следовательно, надежные долговые стратегии и правильное управление рисками могло бы усилить способность экономических систем и их правительств противостоять потрясениям.
46. Для правительств в странах с переходными и развивающимися экономиками правильные методы управления долгом и рисками могли бы включать в себя поддержание больших валютных резервов, сравнимых с общими внешними обязательствами экономики, сокращение риска пролонгации долга путем увеличения долгосрочного долга, удлинение среднего срока погашения и выпуск внутренних валютных долговых обязательств, при этом меньше полагаясь на внешние заимствования. Ясно, что внедрение новых методов управления долгом и управления рисками может оказаться трудным для этих стран из-за таких факторов, как слабая кредитно-денежная и валютная политика и ограниченный доступ к внешним и внутренним рынкам капитала.
47. ВОА могли бы в пределах своих полномочий сыграть свою роль в обеспечении того, чтобы бюджетные положения правительств стали менее уязвимыми, путем проведения

аудита эффективности, который способствует распространению надлежащей практики управления долгом и рисками.

48. Доступ к точной и полной финансово-экономической информации также мог бы привести к уменьшению бюджетной уязвимости. Недавние инициативы (в направлениях прозрачности фискальной политики, прозрачности кредитно-денежной и финансовой политики и распространения данных) могли оказаться очень полезными в этом отношении. ВОА могли бы сыграть свою роль в пропаганде потребности в надлежащем распространении данных и увеличении прозрачности. Публикация достоверных, надежных и точных данных о государственном долге, внешнем долге, потоках капитала и уровне ликвидности мог бы уменьшить бюджетную уязвимость.
49. Наконец, посредством тех направлений, которые они выбирают для аудита, и способов проведения этих аудитов ВОА могли бы стимулировать правительства максимально усиливать режим регулирования и надзора в секторе финансовых услуг, поскольку данный сектор может быть значительным источником бюджетной уязвимости. Это особенно верно для переходных и развивающихся экономик. Как подчеркивает МВФ, ... «государственный сектор играет особую роль в обеспечении создания и поддержания условий для надежного управления рисками в других секторах.» (МВФ, 2000b, параграф 76). Считается, что эта роль распространяется на ВОА. Они могли бы пропагандировать необходимость выявления, измерения и отслеживания рисков в банковском секторе. Изменения направления потоков капитала и крах сектора финансовых услуг могут серьезно нарушить бюджетное положение правительств. Усовершенствованные функции банковского надзора могли бы дать правительству возможность лучше отслеживать краткосрочные потоки капитала и оценивать несоответствие активов и обязательств. Крепкие регулирующие функции могли бы содействовать обеспечению точности финансовых отчетов, издаваемых учреждениями в сфере финансовых услуг, и внедрения надлежащих методов управления. Возможно, бюджетную уязвимость можно уменьшить, если бы правительства придерживались предлагаемой «надлежащей практики», которая разрабатывается для банковского сектора посредством ряда международных инициатив.
50. ВОА могли бы сыграть роль катализатора в этих направлениях. Возможно, их аудиторская работа могла бы способствовать тому, чтобы их правительства принимали международные инициативы и участвовали в них, что могло бы привести к увеличению прозрачности, совершенствованию отчетности, лучшей оценке рисков, применению лучших методов управления долгом и, наконец, к лучшему функционированию рынка и уменьшению бюджетной уязвимости.
51. В заключение хотелось бы сделать два предостережения. Даже несмотря на то, что ВОА могут пропагандировать надежные методы укрепления возможностей управления долгом и уменьшения бюджетной уязвимости, правильное управление долгом нельзя считать панацеей от неправильных бюджетных и кредитно-денежных стратегий. Существует предел, которого могут достичь методы управления долгом и рисками при столкновении с ошибочными основами макроэкономики. Более того, могут возникнуть случаи, когда интервенции международных финансовых институтов могут иногда превращаться в обвал рынка. Сокращая вероятность финансовых потерь или размах убытков, правительства иногда избегают превентивных действий. Даже при том, что в таких трудных условиях влияние ВОА может иногда быть ограничено, важной функцией ВОА все же остается максимальное содействие принятию методов и стратегий, которые уменьшают бюджетную уязвимость.

Приложение I - Недавние финансовые кризисы

Пример 1

1994-95 гг. Финансовый кризис в Мексике

1. Потеря уверенности в экономическом потенциале Мексики и ее платежеспособности, а также резкое прекращение притока капитала, ставшее результатом девальвации песо в декабре 1994 г., низвергли мексиканскую экономику в пропасть финансового кризиса. Во время обвала уязвимые долговые стратегии стали угрозой для государственных финансов Мексики. Оказалось, что долговые менеджеры не встроили надлежащим образом слабеющие основы экономики в свою долговую стратегию.
2. Начиная с середины 1980-х годов мексиканское правительство приступило к осуществлению глубоких экономических изменений. Оно провело либеральные реформы в торговле, приняло план экономической стабилизации и внедрило политику ориентации на рынок. После этих реформ финансовое положение правительства стало улучшаться, происходило постоянное ускорение экономического роста, инфляция снизилась и иностранные инвестиции принесли большой приток капитала. Инвесторы верили, что у экономики сильные и устойчивые основы. В значительной своей части приток капитала осуществлялся в форме долевых ценных бумаг и ликвидных краткосрочных долговых ценных бумаг (например, «цетес» - краткосрочных правительственных долговых обязательств в песо, «тесобонос» - краткосрочных ценных бумаг, выраженных в песо и индексируемых в долларах США), а не в форме материальных активов. Растущий дефицит текущего платежного баланса Мексики финансировался большим притоком иностранного капитала.
3. Улучшение экономических прогнозов, снижение государственного долга, феноменальная международная доступность секьюритизированных долговых обязательств и бум на рынке недвижимости - все это способствовало чрезмерному изобилию капитала. В начале 1994 г., с первыми признаками замедления экономического роста, начали появляться недействующие кредиты. Недавно приватизированный банковский сектор просто не мог правильно распорядиться кредитной экспансией и не принял надлежащие стратегии кредитования (несбалансированность активов и обязательств, схема ликвидной задолженности, нехватка квалифицированного персонала, плохое управление рисками, неправильная капитализация). Слабый банковский надзор, похоже, усугубил слабость рынка.
4. В 1994 г. январские волнения в штате Чьяпас, убийство кандидата в президенты в марте и генерального секретаря PRI (Институционно-революционной партии) в сентябре подорвали доверие инвесторов. Кроме того, продолжающийся рост американских реальных процентных ставок оказал понижающее давление на песо и сделал мексиканские долговые ценные бумаги менее привлекательными для инвесторов. Вместо того, чтобы сократить расходы, девальвировать песо или продолжать увеличивать процентную ставку, чтобы по-прежнему привлекать инвесторов, правительство увеличило выпуск «тесобонос», чтобы финансировать дефицит текущего платежного баланса, даже при том, что устойчивость политики обменного курса вызывала сомнение. В течение года процентные ставки в США

значительно увеличились, сделав «тесобонос» менее привлекательными для инвесторов.

5. В декабре 1994 г. произошло серьезное завышение валютного курса песо, и правительство призналось, что на 1995 г. планируется еще больший дефицит текущего платежного баланса. Валютные резервы Мексики снизились до 12,5 миллиарда долларов США, тогда срок погашения «тесобонос» на 30 миллиардов долларов США наступал в 1995 г. (Главное контрольно-финансовое управление США, 1996 г.)
6. По мере того, как инвесторы теряли доверие и выкупали свои ценные бумаги, мексиканские международные резервы продолжали сокращаться. Пришлось отказаться от валютного коридора песо/доллары США. Теперь росли опасения того, что правительство может объявить дефолт по своему долгу, индексированному и деноминированному в долларах США. По мере нарастания выкупа «тесобонос» инвесторы начали понимать, что резервов иностранной валюты может не хватить. Финансовый кризис, вызревающий в Мексике, оказался неизбежным.
7. Девальвация песо, потеря доверия и последующий финансовый кризис привели к всплеску инфляции процентных ставок. Кризис распространился на другие развивающиеся рынки (такие как Бразилия и Аргентина) по мере того, как приток капитала в Латинскую Америку уменьшался. Росли страховые премии за риск по облигациям развивающихся стран, фондовый рынок резко рухнул, и ощущалось валютное давление.
8. В то время как мексиканская экономика рушилась, сборы по обслуживанию государственного долга в местной и иностранной валюте росли. Кроме того, правительство столкнулось с трудностями пролонгации долга из-за большой доли краткосрочных задолженностей, принадлежащих нервным иностранцам, покидающим страну.
9. Возможно, более прозрачная и достоверная информация и более пристальный анализ экономических основ, проведенный долговыми менеджерами, могли бы уменьшить бюджетную уязвимость правительства. Эта информация могла бы быть использована властными структурами, чтобы лучше оградить бюджетную позицию правительства. Надежные и правильные методы управления рисками могли бы предоставить долговым менеджерам руководство по разработке более сильной стратегии, которая могла бы уменьшить уязвимость правительства.

Пример 2

1997 г. - Кризис в Юго-Восточной Азии

1. Кризис финансовой системы, начавшийся в Юго-Восточной Азии (в основном, в Южной Корее, Индонезии, Таиланде и позже в Малайзии и на Филиппинах (КИТМФ)) перерос в глобальный кризис. Он ударил по мировому финансовому сообществу почти без предупреждения. Гигантское изменение потоков капитала погрузило экономику региона в глубокий кризис. После быстрой либерализации финансового сектора в конце 1980-х и начале 1990-х годов в регионе начался беспрецедентный рост. Чистые потоки капитала в КИТМФ подскочили с 38 миллиардов долларов США в 1994 г. до 97 миллиардов долларов США в 1996 г. (Раделет, Сакс).

2. У такого большого притока капитала много объяснений: сюда относятся, помимо прочего, и инвестиции японских, американских и европейских банков, искушаемых высоким ожидаемым уровнем доходности, и азиатские лидеры, продвигающие свои планы экономического развития без учета экономических основ, и появление международных финансовых центров. В определенный момент Всемирный банк заявил, что Азия нуждается в инвестициях в инфраструктуру в размере 1 триллиона долларов США (Вонг, 1999 г., с. 393).
3. Однако в этой новой среде финансовых услуг, основанных на рынке, КИТМФ не развили достаточной способности правильно приспособлять потоки капитала и управлять ими. Устаревшие банковские правила, неадекватное управление рисками и слабый надзор могли сделать эти экономики неподготовленными к наплыву капитала. У финансовых институтов было мало опыта в управлении активами. Многие из них совершали одну и ту же ошибку, подвергаясь нехеджированному валютному риску. Инвестиционные фонды распределялись нерационально, и финансовые учреждения в итоге сталкивались с чрезмерным валютным воздействием и несовпадением сроков погашения активов и пассивов. Злоупотребления, казалось, усугубляли слабости банковской системы, которые впоследствии оказались роковыми.
4. Ухудшение базисных факторов впервые было замечено в 1995 г., когда растущая иностранная конкуренция сказалась, в частности, на экспортных отраслях Восточной Азии. Повышение курсов доллара США и европейских валют привело к снижению экспортных цен и усилило долговое бремя.
5. Летом 1997 г. стали очевидны новые финансовые дисбалансы. Иностранные кредиторы предоставляли краткосрочные кредиты для финансирования долгосрочных инфраструктурных и промышленных проектов и проектов в сфере недвижимости. В течение многих лет кредиторы продлевали кредиты без адекватной оценки кредитного риска. Азиатские экономики становились все более уязвимыми, в то время как рынки капитала понимали, что эксцессы возникали в результате плохих инвестиционных решений. Несовпадение сроков погашения активов и пассивов стало нетерпимым. Аналогичным образом сложились ситуации в Мексике за два года до этого, краткосрочный внешний долг превысил доступные валютные резервы.
6. Поняв задним числом, что качество активов быстро ухудшается, иностранные кредиторы стали в массовом порядке покидать страну путем изъятия краткосрочных кредитных линий, в то время как местные инвесторы выводили свои капиталы в офшоры.
7. Как утверждает Тимоти Гейтнер: «Слабости в собственном балансе государства не являлись главным источником уязвимости. (Она) произрастала из нехеджированных краткосрочных валютных обязательств банков, финансовых компаний и отдельных фирм в различных сочетаниях. Когда обменный курс первый раз рухнул, началось всеобщее, все усиливающееся изъятие капитала, когда фирмы ринулись за обеспечением».
8. Приток капитала внезапно изменил направление, и чистый частный капитал превратился в отток 12 миллиардов долларов США. Радекет и Сакс так объяснили внезапное изменение потоков капитала:

Одной из причин того, что такое огромное количество капитала смогло уйти так быстро, было то, что значительная его часть была структурирована с очень короткими сроками погашения. В каждой из жестоко пострадавших экономик рост краткосрочных валютных обязательств экономики превышал краткосрочные валютные активы экономики, оставляя экономику уязвимой для проблем ликвидности в случае внезапного изъятия иностранного капитала. ... Иностранные кредиторы давали краткосрочные кредиты, исходя из предположения, что они в будущем в обычном порядке пролонгируют такие кредиты. (Радекет и Сакс, 1999 г.)

9. Изымая капитал, иностранные кредиторы оказывали дополнительное давление на валютные резервы. Поскольку эти экономики работали в режиме искусственно поддерживаемого обменного курса, паника местных и иностранных инвесторов опустошала валютные резервы все больше и быстрее, тем самым подталкивая региональные экономики к финансовому кризису.
10. Кризис в Юго-Восточной Азии является ярким примером того, как слабости в балансе частного сектора могут повлиять на баланс государства. Например, правительство Южной Кореи в конце концов было вынуждено гарантировать валютные обязательства банков. Из-за нарастающих расходов на поддержку банковского сектора наплыв требований к корейским банкам превратился в наплыв требований к корейским резервам. Тот же феномен имел место в Таиланде, когда правительство произвело интервенцию. Азиатский финансовый кризис показывает, что управляющие государственным долгом должны выходить за рамки правительственных обязательств и активов. Как показано здесь, в переходных и развивающихся экономиках ухудшение баланса частного сектора может повлиять на финансовые результаты правительства и увеличить его бюджетную уязвимость.

Пример 3

Российский кризис 1998 г.

1. После развала Советского Союза в 1991 г. российское правительство начало трансформировать экономику. Оно столкнулось с многочисленными проблемами, такими как низкие государственные доходы, неэффективная система сбора налогов и высокие расходы. В то же время и базовые экономические факторы были не слишком хорошие, с высокой инфляцией, отрицательным ростом, высокой безработицей и низкой производительностью.
2. Чтобы понизить инфляцию, центральный банк искусственно привязал рубль к доллару США. После кризиса в Юго-Восточной Азии 1997 г. падение цен на сырье и энергоносители имело негативные последствия для торгового баланса России и бюджетного положения правительства. Чтобы финансировать бюджетный дефицит, правительство заимствовало капитал как на внутреннем, так и на внешнем рынках, в то время как для улучшения бюджетного положения почти ничего не предпринималось. Таким образом, правительство начало осуществлять больше займов в евробондах, деноминированных в долларах США, чтобы финансировать свои операции и растущие валютные риски.
3. Стоимость обслуживания долга составляла почти половину налоговых поступлений (*Евроденьги*, Сентябрь, 1998 г.). Более того, краткий средний срок до погашения внутреннего долга и открытость для иностранного капитала делали Россию чрезвычайно уязвимой. Краткосрочная характеристика долгового портфеля подвергла правительство рискам процентных ставок.

Хотя доля долга в российском ВВП была не очень высока по сравнению с другими странами, схема долга оказалась неблагоприятной из-за высокой доли краткосрочных обязательств. Это привело к значительному росту платежей по обслуживанию долга, которые выросли с 16% расходов федерального бюджета в 1996 г. до 28% в 1997 г. (Стратегический консультант, сентябрь 1998 г.)

4. Цепная реакция, вызванная финансовым крахом в Юго-Восточной Азии, заставляла инвесторов страшиться риска. Иностранный капитал начал покидать Россию в поисках более надежных инвестиций, и, после того, как Центральный банк был вынужден отказаться от искусственного поддержания обменного курса, началась рублевая спекуляция.
5. В свете последствий кризиса в Юго-Восточной Азии российское правительство начало испытывать трудности с пролонгацией старого и выпуском нового долга. Финансовая ситуация в России еще более усугубилась истощением валютных резервов - страна теряла 2 миллиарда долларов США валютных резервов в неделю (*Евроденьги*, Сентябрь 1998 г.) -- и ухудшение торгового баланса привело к серьезным проблемам с выплатами по валютному долгу. В августе 1998 г. правительство объявило о прекращении выплат по краткосрочному внутреннему казначейскому долгу (держателями одной трети которого были иностранцы), а также по долгам Парижского клуба и Лондонского клуба. Российское правительство прекратило выплаты по рублевому долгу, поскольку его значительную часть держали нерезиденты, отчаянно пытавшиеся сократить свои активы.
6. Негативные последствия этих действий были значительны. В результате дефолта Россия внезапно отрезала себя от внутреннего и внешнего рынков капитала. «Таким

образом, правительство искалечило реальный сектор экономики, создало интенсивную инфляционную нагрузку и резко увеличило риск невыплаты по своим валютным долгам.» (Standard & Poor's, декабрь 1998 г.).

7. За несколько недель до объявления дефолта по кредитам правительству удалось выпустить 30-летние евробонды на 4,8 миллиарда долларов США. Несмотря на то, что состояние рынка ухудшалось, офшорные рынки предполагали, что новые деньги МВФ на подходе. Кроме того, за несколько недель до объявления дефолта по кредитам можно было прочесть: «Хотя общие показатели долга не так плохи -- общий объем долга составляет удобные 50% ВВП, а примерно 60% этой суммы, или 30% ВВП, - это долг в иностранной валюте, -- портфель нестабилен и требует реструктуризации» (*Евроденьги*, август 1998 г.). Если бы долговые менеджеры лучше управляли российским государственным долгом, финансовое положение правительства было бы лучше защищено.
8. Таким образом, из-за того, что Россия чрезмерно полагалась на краткосрочный внутренний долг, бюджетное положение правительства оказалось не защищенным от краха. Свыше 25 процентов российского долга подлежало погашению или было переоценено в течение одного года. (*Евроденьги*, август 1998). Кроме того, долгосрочный российский долг был перенастроен по доходам от ГКО (российские долговые обязательства) на полугодовой основе, и значительная часть внешнего долга стала ценными бумагами с плавающей ставкой. Долговая стратегия оказалась слабой для ограждения правительства от рыночных рисков, рисков пролонгации и риска ликвидности. К лету 1998 г. события разворачивались стремительно, было уже слишком поздно пересматривать стратегию долга (например, отсрочку погашения или увеличение валютных запасов) для обеспечения подушки безопасности.

Приложение II - Глоссарий по финансовым и операционным рискам

Долговым менеджерам придется отслеживать ряд финансовых и операционных рисков и управлять ими. Способность внедрять надлежащие методы управления рисками становится функцией усложнения национальной экономики и ее способности выходить на зарубежные рынки капитала.

Риск пролонгации (или риск рефинансирования)

1. Любое правительство, имеющее большой государственный долг, может почувствовать на себе настроение рынка капитала и, возможно, испытать трудности с рефинансированием. Неспособность пролонгировать долг с наступающим сроком погашения с приемлемыми издержками может привести к финансовому кризису и большим экономическим потерям, как показывают примеры Мексики и России. Управление риском пролонгации особенно важно для переходных экономик.
2. Правительства в странах с переходной или развивающейся экономикой особенно уязвимы для проблем с пролонгацией, поскольку они склонны делать заимствования в краткосрочной части схемы погашения с большими эталонными выпусками, чтобы сократить расходы по займу и получить немедленные бюджетные выгоды от низких процентных ставок. Это означает, что властные органы, занимающиеся долговыми обязательствами, должны чаще обращаться к рынкам капитала из-за короткого среднего срока погашения, иногда в неблагоприятных рыночных условиях. Большие потребности в рефинансировании, сосредоточенные в кратком промежутке времени, когда процентные ставки достигают наивысшего значения, могут

превратиться в высокий риск пролонгации и привести к более высоким выплатам по долгу. Слишком сосредотачиваясь на максимальном снижении стоимости обслуживания краткосрочного долга и не уделяя достаточно внимания возможным последствиям ухудшения условий рынка капитала, долговые менеджеры зачастую могут поставить под угрозу бюджетное положение своих правительств.

Риск ликвидности

3. Риск ликвидности может рассматриваться как более широкое определение риска пролонгации, поскольку он относится к адекватности денег и резервов. Например, он включает в себя проблемы, связанные с несовпадением сроков погашения активов и обязательств. Схема сроков погашения активов, не совпадающая с профилем погашения обязательств, может привести к сокращению ликвидности. Денежных запасов может оказаться недостаточно для покрытия финансовых обязательств. В качестве общего принципа правительства должны держать достаточно ликвидных активов, чтобы осмотрительно выполнять операционные требования и иметь разумный уровень подверженности риску рефинансирования.
4. Может наступить момент, когда долг не может больше пролонгироваться, капитал изымается из экономики, ликвидность (например, денежные активы или ликвидные валютные резервы) падает до очень низкого уровня и когда правительства могут объявить дефолт по своим долговым обязательствам. В 1995 г. Венесуэла объявила дефолт по своему внутреннему долгу, деноминированному в иностранной валюте. В августе 1998 г. Россия решила реструктурировать свой внутренний долг (держателями 15 миллиардов долларов которого были иностранцы), приостановить платежи по частной внешней задолженности и девальвировать рубль. Согласно исследованиям Главного контрольного управления США, «только в 1995 г. 36 стран не выполняли обязательств по некоторым из своих долгов. Все эти страны были либо развивающимися странами, либо странами, составлявшими часть бывшего Советского Союза или контролируемой Советским Союзом Восточной Европы». (ГКУ США, с. 7). Кризис состоятельности ведет к высокой инфляции, высокому уровню безработицы и замедлению экономического развития, а также к ограничению доступа к капиталу в течение нескольких лет после кризисов.

Рыночный риск

5. Заимствование подвергает правительство рыночным рискам, возникающим в результате изменений рыночных факторов, таких как процентные ставки и обменные курсы. Например, неблагоприятные изменения обменных курсов, цены на сырье или международные процентные ставки могут обернуться катастрофой для стран с переходной или развивающейся экономикой. Для правительств, которые осуществляли крупные займы на внешних рынках капитала, способность погашать внешние обязательства может оказаться недостаточной в ухудшающихся рыночных условиях.
6. Недавние примеры воздействия, которое валютные колебания и неблагоприятные процентные ставки оказывали не только на государственный долг, но также и на внешние долги экономики, иллюстрируют тот факт, что долговым менеджерам необходимо учитывать последствия, связанные с валютными рисками и рисками процентных ставок. В начале 1980-х годов бремя обслуживания долга некоторых стран Африки, Юго-Восточной Азии и Латинской Америки подверглось тяжелому неблагоприятному воздействию повышения курса доллара США, повсеместного роста процентных ставок снижения цен на сырье.

В начале 1980-х годов бремя обслуживания долга некоторых стран Африки, Юго-Восточной Азии и Латинской Америки подверглось тяжелому неблагоприятному воздействию повышения курса доллара США, повсеместного роста процентных ставок снижения цен на сырье... Несколько азиатских стран стали свидетелями значительного увеличения своего долгового бремени в начале 1990-х годов из-за своей значительной нехеджированной открытости для японской йены. Третье увеличение долларовой стоимости индонезийского внешнего долга между 1993 г. и 1995 г. приписывалось движению валютных кросс-курсов. В то время 37 процентов индонезийского внешнего долга было деноминировано в йенах, тогда как около 90 процентов экспортных поступлений Индонезии (были) деноминированы в долларах (Кассар, Фолкертс-Ландау, 1997 г.).

7. Для отслеживания рыночных рисков можно применять прогнозные методы, такие как анализы сценариев (для оценки восприимчивости правительственной позиции риска к изменениям рыночного фактора) и стресс-тестирование (для тестирования чрезмерных отклонений). Для контроля рыночных рисков и уменьшения своей уязвимости и подверженности государственного долга непредвиденным обстоятельствам правительства могут использовать деривативные инструменты. Международные рынки деривативов в последние годы усложнились. Хеджирование заимствований в иностранной валюте снизит воздействие валютных колебаний. Это подразумевает, что рынки деривативов доступны в национальной валюте или в близко коррелированной валюте. Свопы процентных ставок также могут использоваться для управления схемой срока погашения долга. Обе стратегии ограничат волатильность расходов на обслуживание долга и несколько оградят бюджетное положение правительства от непредвиденных экономических событий.

Кредитный риск

8. Кредитный риск ассоциируется с риском, с которым правительство может столкнуться в результате невыполнения обязательств эмитентов или контрагентов по сделке. Например, при управлении валютными резервами активы и обязательства не только должны разделять одинаковые характеристики, такие как срок до погашения и валюта, но активы также должны быть высокого кредитного качества, чтобы свести к минимуму потенциальные потери в результате дефолта.

Операционный риск

9. Операционный риск - это риск того, что недостатки систем управления долгом могут привести к непредвиденным финансовым потерям. Например, отказ информационной системы, человеческие ошибки, процедурные недостатки, ошибки при заключении и записи сделок могут вызвать потери. Использование руководящих принципов по управлению риском (например, определение приемлемого правового риска и кредитного риска контрагента или установление процедур управления активами и обязательствами на валютных счетах) будет ограничено без надлежащих средств внутреннего контроля. Внутренние аудиторы должны оценивать соблюдение ограничений риска, а также надежность и своевременность предоставляемой информации.
10. Долговые менеджеры, работающие в переходных и развивающихся экономиках, сталкиваются с гораздо большим числом операционных рисков, чем их коллеги в развитых экономиках. Менее сложные системы управления долгом, как правило, не обладают ресурсами для обеспечения информационных систем, а внутренние средства контроля ограждают от таких недостатков, как человеческие ошибки.

Приложение III - Мониторинг риска может включать раннее оповещение о показателях уязвимости

Введение

1. Большинство рыночных аналитиков и рейтинговых агентств не видели приближения недавнего финансового ослабления экономик Мексики и Юго-Восточной Азии. Все разворачивающиеся кризисы застали наблюдателей по всему миру врасплох. Правительства приписывали ухудшение своего бюджетного положения только воздействию происходящих экономических потрясений.
2. Бюджетная уязвимость является следствием изменений экономических основ. Следовательно, предлагается, чтобы ведущие экономические показатели уязвимости, способные выявить ухудшающиеся условия, которые могут повлиять на стоимость обслуживания долга и, в конечном итоге, на финансовое положение правительства, могли использоваться для отслеживания признаков ухудшения рыночных условий. Показатели раннего оповещения в настоящее время разрабатываются и оцениваются многими экономистами. Показатели финансовой уязвимости, возможно, могли бы помочь управляющим государственным долгом и кредиторам лучше оценивать реальную финансовую ситуацию правительства и его зависимость от кредиторов, а также прочность экономики страны. Хорошие показатели уязвимости могли позволить кредиторам, заемщикам и правительствам предвидеть ухудшение рыночных условий, которые могут повлиять на бюджетную ситуацию правительства. Отслеживая изменения показателей уязвимости, вероятно, можно выявлять изменения экономических основ и предвидеть надвигающиеся рыночные потрясения и потенциальную напряженность рынка. Исходя из предположения, что показатели уязвимости являются полезными и эффективными предикторами, ВОА могли бы советовать правительствам больше сосредотачиваться на мониторинге уязвимости.

1. Роль показателей уязвимости

3. Финансовые отчеты предоставляют ретроспективную информацию, сообщающую о прошедших событиях. Даже при том, что цифры в прошедших аудит финансовых отчетов могут быть достоверными, они не всегда предоставляют должную оценку общего финансового благополучия и защищенности правительства, особенно, в контексте финансового кризиса, который оказывает неблагоприятное воздействие на бюджетную ситуацию. Таким образом, рассматривая финансовые отчеты правительства, трудно судить, устойчиво ли его финансовое положение и насколько оно уязвимо.
4. Даже имея стандартные экономические показатели, легко отследить экономические события, которые могут воздействовать на бюджетную уязвимость правительств. Нет сомнения, что такие показатели, как отношение долга к ВВП, дефицита к ВВП, расходов на обслуживание долга к доходам или налоговых поступлений к ВВП, важны для измерения финансовой ситуации правительства. Поскольку они являются статистическими показателями, представляющими собой преимущественно затратные показатели на конец года, они не могут быть достаточно оперативными или всеобъемлющими, чтобы должным образом сигнализировать об ухудшении условий. Перспективный характер и охват традиционных показателей несколько ограничен. Например, в то время как правительство может уменьшить объем своего годового дефицита, коэффициент долга к ВВП может продолжать расти с течением времени. Таким образом, можно возразить, что одни лишь традиционные показатели

долга и бюджетной ситуации могут использоваться в ограниченном масштабе при попытке выявить ухудшение экономических условий и их последствия. Как будет показано в разделе 2, другие, более сильные предикторы потенциальной уязвимости могут использоваться в качестве дополнения традиционных показателей.

5. Финансовая стабильность правительства становится уязвимой по мере ослабления макроэкономических основ. Хотя бюджетная ситуация правительства может считаться здоровой (например, оно может иметь более низкий коэффициент отношения долга к ВВП с активным сальдо бюджета и низкими расходами на обслуживание долга), такая ситуация может вскоре оказаться под угрозой из-за внешних событий, имеющих серьезные бюджетные последствия. Например, более низкие расходы на обслуживание государственного долга относительно доходов могут рассматриваться как признак улучшения ситуации и желательны с бюджетной точки зрения. Однако более низкие выплаты по процентам могут быть симптомом гораздо более серьезных потенциальных проблем. Это может означать, что стратегии долга слишком сосредотачивались на минимизации расходов, вместо того, чтобы уделять больше внимания выработке долговой схемы, огражденной от негативных потрясений.
6. Если использовать набор традиционных макроэкономических показателей, могло бы показаться, что страны Юго-Восточной Азии находятся на долгой дороге к процветанию (см. Таблицу 1). Экономические условия были благоприятными, основы казались прочными, инфляция низкой, ожидаемый реальный рост высоким, государственный долг был в пределах кредитоемкости, и бюджетная ситуация была относительно здоровой. Некоторые из традиционных показателей не смогли уловить первые признаки излишней долговой нагрузки экономики, находящихся под угрозой активов и угрожающих обязательств.

Таблица 1 - Пример традиционных экономических показателей, которые оказались не способны предсказать надвигающиеся кризисы в Юго-Восточной Азии

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (1)
Индонезия										
Фактический рост ВВП (прогноз)							7,8	4,9	7,5	
Фактический рост ВВП (прогноз)	9,00	8,90	7,20	7,30	7,50	8,20	8,00	4,60	-13,6	-3,9
Инфляция	7,80	9,40	7,50	9,70	8,50	9,40	7,90	6,60	60,70	25,40
Сальдо центрального правительства/ ВВП	1,34	0,04	-1,15	-0,71	0,01	0,77	1,16	-0,67	-4,46	-6,48
Рост денежной массы	29,70	24,60	22,60	21,10	21,80	26,70	27,00	27,40	61,70	15,6
Кредит частного сектора/ ВВП	46,10	45,80	45,5	48,90	51,90	53,50	55,40	61,00	51,60	...
Корея										
Фактический рост ВВП (прогноз)							7,1	5,5	6,3	
Фактический рост ВВП (факт)	9,50	9,10	5,10	5,80	8,60	8,90	7,10	5,50	-5,5	2,00
Инфляция	8,60	9,30	6,20	4,80	6,30	4,50	4,90	-4,4	7,50	1,80
Сальдо центрального правительства/ ВВП	-0,67	-1,62	-0,49	0,64	0,32	0,35	0,28	0,28	-3,78	-5,12
Рост денежной массы	17,20	21,90	14,90	16,60	18,70	15,60	15,8	14,10	25,20	
Кредит частного сектора/ ВВП	52,50	52,80	53,30	54,20	56,80	57,00	61,80	69,80	73,60	...
Малайзия										
Фактический рост ВВП (прогноз)							8,6	7,8	7,9	
Фактический рост ВВП (факт)	9,60	8,60	7,80	8,30	9,30	9,40	8,60	7,70	-7,5	-1,6
Инфляция	2,80	2,60	4,70	3,50	3,70	3,40	3,50	2,70	5,30	3,80
Сальдо центрального правительства/ ВВП	-3,08	-2,48	0,13	0,52	1,45	1,30	1,07	2,58	-1,91	-6,05

Рост денежной массы	18,2	24,40	18. I	23,80	15,80	18,2	23,70	9,60	1,3	6,10
Кредит частного сектора/ ВВП	71,40	75,30	74,30	74,10	74,60	84,80	89,80	100,40	108,70	...
Филиппины										
Фактический рост ВВП (прогноз)							5,7	5,1	6,4	
Фактический рост ВВП (факт)	3,00	-0,6	0,30	2,10	4,40	4,70	5,80	5,20	-0,5	2,30
Инфляция	14,10	18,70	9,00	7,60	9,10	8,10	8,40	6,00	9,70	8,50
Сальдо центрального правительства/ ВВП	-3,8	-2,4	-1,3	-1,6	-1,7	-1,3	-0,6	-0,7	-2,6	-2,7
Рост денежной массы	15,50	18,5	11,00	24,60	26,50	25,30	15,80	20,90	7,40	18,0
Кредит частного сектора/ ВВП Таиланд	20,50	18,90	21,50	27,20	30,00	38,20	50,00	57,60	50,50	46,90
Фактический рост ВВП (прогноз)							6,4	-1,3	7	
Фактический рост ВВП (факт)	11,60	8,10	8,20	8,50	8,60	8,80	5,50	-0,4	-8	1,00
Инфляция	6,00	5,70	4,10	3,40	5,10	5,80	5,90	5,60	8,10	0,50
Сальдо центрального правительства/ ВВП	4,60	4,14	2,53	1,98	1,98	2,49	1,04	-1,62	-2,88	-3,84
Рост денежной массы	26,70	19,8	15,60	18,4	12,9	17,00	12,60	16,4	9,50	4,70
Кредит частного сектора/ ВВП	64,50	67,70	72,20	79,80	90,90	97,50	100,00	116,30	109,50	...
(1) Оценка										
Источник: ВМФ, Кризис финансового сектора и реструктуризация: Уроки Азии, Вашингтон, 1999 г.										

2. Примеры показателей уязвимости

7. Принимая во внимание потенциальные ограничения традиционных показателей, можно сказать, что другие показатели могли бы оказаться более полезными предикторами ослабевающих основ экономики и бюджетной уязвимости (см. Таблицу 2). Показатели были разделены на две категории: показатели государственного долга и показатели внешнего долга; каждый из этих наборов показателей был, в свою очередь, разделен на две подгруппы: измерители внутренней и внешней задолженности и показатели ликвидности. Предлагаемые измерители *являются прогрессивными показателями потенциальной уязвимости*. Их следует рассматривать как *предикторы фактической уязвимости*. Чтобы оценить бюджетную уязвимость в перспективе государственного долга, очевидно, было бы желательно иметь информацию о сроках погашения, составе валюты и соотношении фиксированных и плавающих ставок. Долговые менеджеры и другие участники рынка должны, однако, учитывать, что именно финансовое состояние активов и обязательств экономики, в целом, воздействует на финансовое положение правительства. Таким образом, долговые менеджеры должны отслеживать уязвимость государственного долга относительно общей прочности частного сектора, используя общеэкономические показатели (то, что мы называем показателями внешнего долга). Поскольку некоторые частные обязательства потенциально могут стать государственными обязательствами, бюджетная уязвимость должна включать в себя потенциальные условные обязательства, такие как правительственные гарантии и компенсации убытков неплатежеспособным государственным или частным предприятиям. Предлагаемые ведущие показатели могут оказаться полезными, например, чтобы выявить проблемы ликвидности и своевременно адаптировать долговую стратегию для обеспечения ликвидности, достаточной для принятия удара.

Таблица 2 - Пример показателей уязвимости долга и ликвидности

Показатели государственного долга ¹	Показатели внешнего долга ^{1,2}
1. Внутренняя и внешняя задолженность-	
Государственный долг ³ / ВВП	Краткосрочный внешний долг, всего / ВВП
Обслуживание государственного долга, всего / экспортные поступления	Обслуживание внешнего долга, всего / экспортные поступления
	Обслуживание внешнего долга, всего / импорт
Обслуживание внешнего долга / государственные доходы	
Средний срок до погашения и дюрация	
Изменения в общей сумме государственного и гарантированного государством долга / рост ВВП	Изменение в общей сумме внешнего долга / рост ВВП
	Сальдо текущего платежного баланса / ВВП
Государственный долг, удерживаемый иностранцами / государственный долг, всего	
Государственный долг в иностранной валюте / государственный долг, всего	Государственный долг в иностранной валюте / внешний долг, всего
2. Ликвидность	
Валютные резервы / Сумма внутреннего и внешнего государственного долга со сроком погашения в течение одного года	
Активы валютных резервов на валютных счетах / обязательства валютных резервов	Валютные резервы / Краткосрочный внешний долг, всего
	Валютные резервы / Сальдо текущего платежного

	баланса
	Валютные резервы / импорт
	Валютные резервы / M2 ⁴

1. Новая серия ежеквартальных статистических изданий по внешнему долгу 176 стран с развивающейся и переходной экономикой была совместно опубликована Межведомственной оперативной группой по финансовой статистике (в составе: БМР, ВМФ, ОЭСР, Всемирным банком, Организацией Объединенных Наций, Европейским центральным банком и Евростатом). Целью данной инициативы было облегчить доступ к единственному комплексу данных, свести вместе информацию по компонентам внешнего долга стран, которая сейчас компилируется и публикуется отдельно предоставляющими ее учреждениями. Публикация также включает данные по международным резервам. Статистические данные исходят, в основном, от кредиторов и рыночных источников, но также включают в себя данные, предоставленные странами-должниками. Особый упор делается на долг со сроком погашения в течение года. Для помощи аналитикам, в дополнение к данным об объеме инвестиций, предоставляются также данные о потоках инвестиций (если таковые имеются).
2. **Внешний долг может быть определен как обязательство экономики перед остальным миром, т.е. все долговые инструменты, находящиеся в держании нерезидентов, включая государственный долг, обязательства финансовых и денежно-кредитных властей и долг нефинансового частного сектора. В публикации ВМФ (2000b, с. 17-18) более подробно обсуждается концепция краткосрочного внешнего долга.**
3. Государственный долг должен включать в себя обязательства перед внутренними и иностранными кредиторами (например, долговые обязательства, выпущенные на международные рынки, экспортный торговый кредит, многосторонние требования и двусторонние займы).
4. M2 может быть определен как запас денежной массы страны (включая валюту в обращении, вклады до востребования и сберегательные вклады).

i. Показатели внутренней и внешней задолженности

8. Показатели уязвимости внутреннего и внешнего долга могут быть полезны как предвестники, сигнализирующие об ухудшении экономических условий, с которым могут столкнуться правительство и экономика, и потенциальные риски, связанные с управлением долгом.
9. Показатели, основанные на краткосрочном внешнем долге (определяемые как долговые инструменты государственного и частного сектора со сроком погашения, не превышающим 12 месяцев), могут стать полезными показателями устойчивости долга и бюджетной уязвимости. Большой краткосрочный общий внешний долг в отношении к экспортным поступлениям, импорту или ВВП может сигнализировать о непропорциональном распределении бремени обслуживания долга.
10. Расходы на обслуживание государственного долга (включая гарантированные правительством долговые обязательства), превышающие правительственные доходы, можно использовать как сигнал об уязвимости государственного сектора и недостаток ликвидности. Отношение обслуживания государственного долга к экспортным поступлениям - полезный измеритель платежеспособности государства

и его экономики. Если в экономике преобладает государственный долг (как это бывает в сильно обремененных долгами странах), расходы на государственный долг (включая государственные гарантии долговых обязательств), измеренные в сравнении с экспортными поступлениями, также можно использовать как предиктор потенциальной уязвимости государственного сектора.

11. Оценивая жизненный цикл долговых инструментов, можно использовать показатель среднего срока до погашения инструментов государственного долга как сигнал о потенциальных проблемах рефинансирования. Низкий результат среднего срока до погашения может означать, что правительству придется чаще обращаться к рынку капитала, увеличивая риск того, что рефинансирование такого краткосрочного долга может произойти в неблагоприятных рыночных условиях.
12. Дюрация - еще один важный, но сложный измеритель, который может рассматриваться при оценке надежности долговой стратегии. Дюрация - это измеритель чувствительности процентной ставки портфеля. Это средневзвешенный срок до погашения денежных потоков облигации, где взвешенные значения - это текущая стоимость каждого денежного потока в процентах от цены облигации. Например, выпуск долгового обязательства по более низкой процентной ставке приведет к более длительной дюрации, результатом которой станет увеличение чувствительности к изменениям процентной ставки. Посредством точного измерения подверженности облигаций риску процентной ставки и учитывая полученные и утраченные возможности, дюрация может распознать предполагаемые экономические выгоды/расходы на решения по управлению долгом.
13. Относительная скорость, с которой общий внешний долг увеличивается относительно скорости роста экономики, также важна. Например, если общий внешний долг экономики растет быстрее ее ВВП, то экономика может быть на шатком пути. То же самое верно и в отношении государственного долга.
14. Воздействие, оказываемое колебаниями обменного курса на баланс правительства, является функцией подверженности портфеля обязательств валютному риску. Чем больше объем внешних деноминированных долговых инструментов, тем более правительство подвержено вариациям валютного курса. То же самое верно и для колебания процентной ставки и схемы долга. Резкое увеличение процентной ставки может оказывать неблагоприятное воздействие, если большая часть государственного долга была выпущена с использованием инструментов с плавающей ставкой. В обоих случаях при рассмотрении этих показателей важно учитывать то воздействие, которое деривативные инструменты, такие как валютные свопы или свопы процентной ставки, окажут на снижение уязвимости.
15. Могут использоваться и другие показатели, такие как отношение текущего платежного баланса к ВВП. Размер дефицита текущего платежного баланса, даже и высокий, сам по себе может не составлять проблемы, но может вызывать озабоченность (дебаты о роли, которую большой дефицит текущего платежного баланса сыграл в недавних финансовых кризисах, см. Эдвардс, 2000b). Оказывается, что уровень дефицита текущего платежного баланса менее важен, чем его устойчивость. Например, Сингапур поддерживал очень большой дефицит текущего платежного баланса, и этот дефицит с готовностью финансировался, поскольку он не был побочным эффектом неправильного бюджетного руководства. Однако валютный кризис Таиланда в 1997 г. был ярким напоминанием о том, что большой дефицит текущего платежного баланса может также быть симптомом серьезных основообразующих слабостей (таких как снижение качества активов после

нескольких лет быстрого роста внутренних кредитов). Как уже упоминалось, большой дефицит текущего платежного баланса Мексики финансировался притоком инвестиций иностранного капитала, которые резко покинули страну. Большой дефицит текущего платежного баланса может вызывать озабоченность, увеличивая уязвимость настроения кредиторов.

ii. Показатели ликвидности

16. Валютные резервы в периоды напряженности могут действовать как ликвидность, принося сложности платежного баланса. Кредитно-денежные власти могут использовать эти активы для прямого финансирования внешнего платежного дисбаланса. Резервы также могут использоваться для стабилизации национальной валюты в режиме плавающего обменного курса (или для защиты валюты в режиме искусственно поддерживаемого или фиксированного валютного курса) или использоваться просто как деньги. Чтобы судить о том, низки валютные резервы или нет, необходимо рассмотреть политику правительства в отношении финансов и обменного курса и его потенциальную уязвимость к потрясениям торговых потоков и потоков капитала. Более того, делая такое заключение, следует включать резервные позиции до востребования, которые могут использоваться для наращивания резервов.
17. Нельзя ожидать от государства с плавающей валютой, имеющего неограниченный доступ к международным рынкам капитала и небольшим долгам, деноминированным в иностранной валюте, наличия больших валютных резервов. Однако правительство страны с большим внешним долгом, скорее всего, будет поддерживать высокий уровень резервов, поскольку экономическая слабость (например, дисбаланс государственных финансов, плохой банковский надзор и высокие налоги) или социально-политические потрясения могут ограничить доступ к рынкам капитала и иметь негативные последствия для управляющих государственным долгом. Ожидается, что уязвимые экономики должны поддерживать очень большую подушку финансовой безопасности, чтобы сохранять доверие инвесторов.
18. Размер валютных резервов относительно общего краткосрочного внешнего долга и средне- и долгосрочных заимствований со сроком погашения в течение года может оказаться полезным показателем ликвидности, особенно для стран с обширным, но неустойчивым доступом к рынкам капитала. Этим коэффициентом можно измерять способность экономики преодолевать трудности, если она полностью отрезана от внешних заимствований. От правительств стран с переходной экономикой, пытающихся минимизировать риски и возможность кризисов, можно ожидать наличия валютных резервов, покрывающих большую часть, если не весь краткосрочный внешний долг (валютные резервы / краткосрочный внешний долг = 1). За два года до их соответствующих кризисов отношение валютных резервов к краткосрочному долгу в России, Таиланде, Корее, Мексике и Индонезии снизилось с 1, в среднем, до величины, эквивалентной примерно девятимесячному покрытию (0,75) за несколько месяцев до кризисов (ВМФ, 2000b, ячейка 6).
19. Были случаи, когда кризисы наступали несмотря на очень низкое отношение резервов к краткосрочному долгу (например, в Бразилии (1990 г.) с коэффициентом 0,12 или в Южной Африке с коэффициентом 0,19) (ВМФ, 2000b, с. 24). Другие факторы, такие как гибкость обменного курса и контроль потока капитала, оказывались достаточно сильными, чтобы помочь избежать резкого снижения обменного курса и резервов. И, наоборот, были случаи (например, коэффициент 2,5

в Венесуэле в 1994 г. и коэффициент 1,5 в Малайзии в 1997 г.), когда кризисы наступали несмотря на высокие резервы. Большие колебания обменного курса и валютных резервов могут быть следствием политических рисков или цепной реакции.

20. Отношение валютных резервов к общему краткосрочному внешнему долгу может также использоваться для оценки адекватности схемы погашения. Правильная схема погашения даст долговым менеджерам возможность избежать проблем с рефинансированием и ликвидностью.
21. Чтобы судить о ликвидной адекватности в экономиках обремененных долгами стран с ограниченным доступом к рынкам капитала, можно также рассмотреть отношения между валютными резервами и импортом (то есть резервы, выраженные в месяцах импорта). Таким образом, можно измерить количество месяцев, в течение которых страна может продолжать импортировать товары, если доступ к рынкам капитала прекратится.
22. Сравнение размера валютных резервов (включая кредитные линии, известные также как резервная позиция) с широкой денежной массой (M2) может быть полезным инструментом для прогноза потенциальной утечки капитала. Кому-то может захотеться избежать больших несоответствий между ликвидными активами (валютные резервы) и ликвидными обязательствами (M2). В странах со слабым банковским сектором небольшой объем резервов по отношению к большому запасу денег может иногда означать большой потенциал бегства внутреннего капитала, который может быть вызван утратой доверия к национальной валюте. Это может оказаться особенно верно в режимах фиксированного обменного курса, которые могут легко терять свою кредитоспособность.

3. Примеры показателей для оценки рисков в секторе финансовых услуг

23. Недавние финансовые кризисы показали, что правительствам было бы желательно, особенно, в переходных и развивающихся экономиках, включить в свои функции надзора в финансовом секторе мониторинг использования рычагов государственного регулирования и измерение избыточных потоков капитала. Ухудшение рыночных условий может оказать колоссальное давление на балансы финансовых институтов. Избыточные потоки краткосрочного капитала, приводящие к завышению цены активов, могут быть опасны. Ослабление финансового сектора может привести к большим государственным расходам и непредвиденному ухудшению баланса правительств, включая официальные резервы. Прямые бюджетные расходы на финансовую помощь терпящему бедствие банковскому сектору и косвенные расходы экономик могут создать угрозу финансовому положению правительства. Показатели, перечисленные в Таблице 3, являются примером показателей уязвимости с упором на рост капитала и кредитную экспансию, включая внешние обязательства.

Таблица 3 - Примеры уязвимости финансового сектора

Показатели

Показатели финансового сектора:
Внутренние кредиты частному сектору / ВВП
Прямые иностранные инвестиции / ВВП

Фактический рост кредитов в частном секторе
Расчетная доля банковского кредитования в реальном секторе экономики
Объем неработающих кредитов / кредиты, всего
Объем рыночной капитализации / ВВП

24. Мониторинг кредитного роста в экономике может действовать как показатели-предвестники. Излишнее использование государственных рычагов обычно приводит к ухудшению качества активов. Например, в 1997 г. внутреннее кредитование частных и государственных предприятий в Корее, Индонезии и Таиланде варьировалось от 147 до 163 процентов ВВП. Большинство латиноамериканских государств имело более низкий коэффициент, в диапазоне от 13 до 45 процентов ВВП, что указывало на относительно скромное использование государственных рычагов и отсюда - на уменьшенную уязвимость волатильности финансовых рынков. (Standard & Poor's, декабрь 1997 г.).

Приложение IV — Примеры недавних инициатив, направленных на улучшение раскрытия данных

1. Именно в контексте улучшенного раскрытия информации и совершенствования надзора МВФ предпринял ряд проектов в рамках инициатив по *Укреплению архитектуры международной валютной системы*. МВФ и другие агентства по стандартизации, такие как Комитет по международным стандартам бухгалтерского учета, Международная федерация бухгалтеров и Международная организация комиссий по ценным бумагам, работают над новыми требованиями и надлежащими практиками раскрытия информации.
2. После мексиканского кризиса 1996 г. МВФ учредил инициативу по «Специальным стандартам распространения данных» (ССРД). ССРД - это добровольный стандарт надлежащей практики, с которым можно сравнивать методы распространения данных, принятые в стране. Инициатива призвана улучшить качество, целостность и доступность своевременной и всеобъемлющей экономической и финансовой статистики. На конец 31 января 2000 г. 47 стран подписались на новые стандарты.
3. Недавние финансовые кризисы подчеркнули важность более всеобъемлющей и своевременной информации по международным резервам и статистике внешнего долга. В ответ на это в области резервов и внешнего долга был введен отдельный стандарт ССРД. Предложения по данным о резервах имеют целью учредить новые стандарты для предоставления общественности информации о количестве и составе резервных активов, других валютных активов, принадлежащих центральному банку и правительству, краткосрочных внешних обязательствах и связанной с этим деятельности, которая может привести к потребности в резервах (например, позиции финансовых деривативов и гарантии, распространяемые правительством на частные заимствования). К концу 2001 г. страны должны начать издавать данные о своем положении в сфере международных инвестиций (определяемом как балансовый отчет по внешним финансовым активам и обязательствам страны (МВФ, 2000, ячейка 1).
4. Межведомственная оперативная группа по финансовой статистике (с участием МВФ, ОЭСР, Всемирного банка, Банка международных расчетов) разработала совместную статистику по внешнему долгу, чтобы облегчить доступ к данным от источников кредиторов для 176 развивающихся и переходных экономик.

5. БМР продолжает совершенствовать международную банковскую статистику. Надзорные органы в секторе финансовых услуг должны понимать важность усовершенствованной статистики в секторе финансовых услуг и в области внешних финансовых потоков. В связи с этим Рабочая группа по потокам капитала Форума по финансовой стабильности выявила информационный пробел по трансграничному движению капитала.
6. В дополнение к этим усовершенствованным стандартам по международным резервам и внешнему распространению данных, МВФ предпринял еще одну инициативу в области надлежащей практики. В 1998 г. МВФ опубликовал *Кодекс надлежащей практики по обеспечению финансовой прозрачности*. Кодекс основывается на тех принципах, что роли и ответственности правительства должны быть ясными; что правительства должны принять обязательство предоставления общественности всеобъемлющей и надежной информации по финансовой деятельности; что процессы подготовки и выполнения бюджета и отчетности по нему должны быть открытыми; и что в отношении финансовой информации должны быть предоставлены независимые гарантии достоверности. Кодекс устанавливает, что правительства должны предпринимать для реализации этих принципов. Например, параграф 3.2.3 Кодекса гласит, что «Общий баланс центрального правительства должен представлять собой стандартный суммарный показатель финансового положения правительства. ... » Параграф 4.1.1 рекомендует, чтобы национальный орган аудита, или эквивалентная организация, назначался законодательным органом с возложением на него ответственности по предоставлению в законодательный орган своевременных докладов о финансовой достоверности правительственной финансовой отчетности.
7. Кроме того, в ответ на кризис в Юго-Восточной Азии и для укрепления архитектуры международной денежно-кредитной и финансовой систем, в 1998 г. МВФ разработал ряд стандартов прозрачности в отношении денежно-кредитной и финансовой политики. *Кодекс надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике* предоставляет руководство центральным банкам в проведении их денежно-кредитной политики, а также центральным банкам и другим финансовым органам в проведении их финансовой политики. Прозрачность означает среду, в которой цели политики, ее юридическая, институциональная и экономическая основа, политические решения и их обоснование, данные и информация, относящиеся к кредитно-денежной и финансовой политике, а также условия подотчетности ведомств предоставляются общественности на понятной, доступной и своевременной основе. Таким образом, практики прозрачности, перечисленные в Кодексе, сосредотачиваются на ясном определении ролей, сфер ответственности и целей центральных банков и финансовых органов; процессах формулирования и отчетности по решениям в области кредитно-денежной политики, принятым центральным банком; всеобщей доступности информации о кредитно-денежной и финансовой политике; а также на подотчетности и гарантиях добросовестности центрального банка и финансовых органов.
8. Наконец, в нем показана необходимость достоверной отчетности по условиям ликвидности экономики, в частности, по размеру валютных резервов. В этой связи МВФ разрабатывает *Рациональную практику управления валютными резервами*, которая будет включать требования к раскрытию информации и отчетности (см. МВФ, 2001b).

Список использованной литературы

- Австралия, Государственное контрольно-ревизионное управление. *Управление долгом в странах Содружества*, Аудиторский отчет № 14, октябрь 1999 г.
- Ангсурат, Нуал-Анонг, *Управление суверенным риском в интегрированном мире*. Банк Таиланда, представлено на Втором форуме по управлению суверенным долгом, ноябрь 1999 г.
- Баддел, Давид Ф. *Страхование суверенного долга от дефолта*. Всемирный банк, *Материалы для обсуждения "№ 328, 1996 г.*
- Банк для международных расчетов. *Базельские основные принципы эффективного банковского надзора*. Базельский комитет по банковскому надзору, сентябрь 1997 г.
- Банк для международных расчетов. *Отчет Рабочей группы по движению капитала*, апрель 2000 г.
- Кальво, Гильермо и Кармен Рейнхарт. «Фиксируя для вашей жизни», Национальное бюро экономических исследований, ноябрь 2000 г.
- Кальво, Сара. *Уменьшая уязвимость для спекулятивных атак*. Всемирный банк, *Premnotes* № 16, февраль 1999 г.
- Каплен, Брайан. «Рынки прощают суверенные грехи», *Евроденьги*, июнь 2000 г., сс. 118-126.
- Кассар, Марсель и Давид Фолкергс-Ландау. *Суверенный долг: Управляя рисками*, Всемирный банк, *Финансы и развитие*, декабрь 1997 г.
- Чемберс, Джон. *Оценивая суверенную кредитоспособность*. Standard & Poor's, представлено на Втором форуме по управлению суверенным долгом, ноябрь 1999 г.
- СИСА.(Совещание по взаимодействию и мерам доверия в Азии) *Показатели финансового состояния правительств*. Торонто, 1997 г.
- Эдвардс, Себастиен. «Режимы обменных курсов, потоки капиталов и профилактика», Национальное бюро экономических исследований, август 2000а.
- Эдвардс, Себастиен. «Имеет ли значение текущий платежный баланс?», Национальное бюро экономических исследований, ноябрь 2000b.
- Интернет-журнал ЕугоMoney «Почему валютный долг лучше для России». август 1998 г.
- Интернет-журнал ЕугоMoney «Супердержавы разваливаются на части». Сентябрь 1998 г.
- Форум по финансовой стабильности. *Международные стандарты и кодексы по укреплению финансовых систем*. апрель 2001 г.
- Министры финансов и Управляющие Центральными банками стран Группы двадцати. *Заключительное Коммюнике*. Монреаль, 25 октября 2000 г.
- Гейтнер, Тимоти. «Управление суверенным риском в интегрированном мире». Конференция Всемирного банка по управлению долгом. Ноябрь 1999 г.
- Гил-Диаз, Франциско. «Истоки мексиканского финансового кризиса 1994 г.» *Като Журнал*, том 17, № 3.
- Голдштейн, Моррис, Грациела Л. Камински и Кармен М. Рейнхарт. *Оценивая финансовую уязвимость: Система раннего оповещения для рынков переходной экономики*. Институт международной экономики, Вашингтон, округ Колумбия, июнь 2000 г.
- Хит, Роберт. «Мониторинг внешнего долга и долговой уязвимости». МВФ, представлено на Втором форуме по управлению суверенным долгом, ноябрь 1999 г.

- Хемминг, Ричард и Мюррей Петри. «Система оценки финансовой уязвимости». МВФ, Рабочие документы (WP/00/52), март 2000 г.
- Институт международных финансов. *Годовой отчет 1998 г.*
- Интерфакс М&СН. «Финансово-экономический кризис в России: на грани дефолта». *Стратегический консультант*, сентябрь, том 1, № 2. 1998 г.
- Международный банк реконструкции и развития. *Продукты хеджирования МБРР: Введение* Сентябрь 1999 г. Международный валютный фонд. *Предвидя платежный баланс Кризисы: Роль систем раннего оповещения*. Декабрь 1998 г.
- Международный валютный фонд. *Кризис финансового сектора и реструктуризация: Уроки Азии*. Вашингтон, декабрь 1999 г.
- Международный валютный фонд. *Облегчение долгового бремени стран с низкими доходами: Инициатива БСБЗ*. Вашингтон, 1999b.
- Международный валютный фонд. «Конференция по потокам капитала и статистике долга: Можем ли мы быстрее получать лучшие данные?», Вспомогательные материалы, Вашингтон, округ Колумбия, 23-24 февраля 2000 г.
- Международный валютный фонд. «Показатели внешней уязвимости по долгу и резервам». Департамент разработки политики и обзоров. 23 марта 2000b.
- Международный валютный фонд. «Система оценки финансовой уязвимости». Бюджетный департамент, март 2000с.
- Международный валютный фонд. «Руководство для управляющих государственным долгом». Вашингтон, округ Колумбия, март 2001a.
- Международный валютный фонд. «Проект руководящих указаний по управлению валютными резервами». Вашингтон, округ Колумбия, июнь 2001b.
- Нарс, Кай (изд.). *Мастерство в управлении долгом: Стратегии ведущих международных заемщиков*. Лондон, Евроденьги Публикации, 1997 г.
- Харас, Хоми. «Мониторинг внешнего долга и долговой уязвимости». Всемирный банк, представлено на Втором форуме по управлению суверенным долгом, ноябрь 1999 г.
- Кигуэль, Мигель. «Имеет ли значение управление долгом? Да». Всемирный банк, Premnotes № 17, февраль 1999 г.
- Льюитт, Артур. «Информация о качестве: Источник жизненной силы наших рынков». Речь в Экономическом клубе Нью-Йорка, 18 октября 1999 г.
- Лопес-Меджиа, Алехандро. «Крупные потоки капитала. Причины, последствия и политические реакции». *Финансы и развитие*, МВФ, сентябрь 1999 г. (том 36, № 3).
- Фредерик С. Мишкин «Финансовая политика и предотвращение финансовых кризисов в странах с переходным рынком». Национальное бюро экономических исследований, сентябрь 2000 г.
- Раделет, Стивен и Джеффри Сакс. «Чему нас научил на данный момент азиатский финансовый кризис?» Вашингтон, АМР США, 4 января 1999 г.
- Standard & Poor's. *Потрясение финансовой системы и государственный кредитный риск*. Декабрь 1997 г.
- Standard & Poor's. *Глобальное потрясение финансовой системы: Ведущие показатели свидетельствуют о напряженности в 16 странах*. Сентябрь 1998 г.:

Standard & Poor's. *Суверенный кредитный рейтинг: Учебник для начинающих*. Декабрь 1998 г.

Standard & Poor's. *Глобальное потрясение финансовой системы: 24 демонстрируют неблагоприятные тенденции в качестве кредитов*. Май 1999 г.

Уайт, Уильям. «Чему нас научили недавние финансовые кризисы и политические реакции?» Базель, Банк международных расчетов, январь 2000 г.

Соединенные Штаты Америки, Главное контрольное управление. *Финансовый кризис в Мексике: Истоки, понимание, помощь и первоначальные усилия по преодолению*. Февраль 1996 г., GAO/GGD-96-56.

Соединенные Штаты Америки, Главное контрольное управление. *Международные финансовые кризисы: Усилия, направленные на то, чтобы предвидеть, избежать и разрешать суверенные кризисы*. Июль 1997 г., GAO/GGD/NSIAS-97-168.

Вонг, Ричард. «Уроки азиатского финансового кризиса». Вашингтон, *САТО Журнал*, том 18, № 3. 1999 г.