

УДК 336.276.23

Ключевые слова:

антикризисная политика,
управление государственным долгом,
облигации, векселя,
структура долгового портфеля

С. Ю. Филина, к. э. н.,

ст. науч. сотр. Аналитического центра финансовых исследований
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: safil43@hotmail.com)

Управление государственными заимствованиями: зарубежная практика

Значительная часть зарубежных исследований в области управления государственным долгом в основном рассматривает изменения в долговой политике в моменты кризиса (т. е. является предметом изучения в рамках теории экономических циклов). А по мнению экономистов МВФ и Всемирного банка, цель государственной долговой политики — обеспечение удовлетворения потребностей правительства в финансировании и выполнении его обязательств по платежам при наименьших затратах в средне- и долгосрочной перспективе при разумной степени риска¹.

В кризисных условиях достижение вышеназванной цели существенно усложняется, а наличие в долговом портфеле ценных бумаг со сроком погашения от 5 до 30 лет приводит к необходимости анализа и учета фактора цикличности подъемов и спадов в экономике.

Государство как субъект экономики выполняет две основные функции на рынке облигаций: а) выступает как эмитент; б) является регулятором деятельности и поддерживает равновесие на этом рынке.

Выполнение первой функции тесно связано со второй, т. к. эффективное размещение выпусков государственных займов зависит от текущей ситуации на рынке облигаций, на котором, в свою очередь, отражается общее состояние экономики. При этом органы государственной власти должны стремиться к обеспечению экономической приемлемости и обоснованности уровня и темпов роста государственного долга и возможности его обслуживания при самых разных обстоятельствах, не отступая от целевых установок в отношении стоимости и степени риска. Чрезмерные уровни долга ведут к повышению процентных ставок и могут негативно сказаться на реальных объемах производства².

¹ *Guidelines for Public Debt Management. International Monetary Fund and the World Bank, 2001.*

² *Alesina A., de Broeck M., Prati A., Tabellini G. Default Risk on Government Debt in OECD Countries / Economic Policy: A European Forum. October 1992.*

ОСНОВНЫЕ РИСКИ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПАРАМЕТРЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ СОСТОЯНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Основными макроэкономическими параметрами, применяемыми для оценки приемлемости состояния государственного долга, являются:

- коэффициент обслуживания государственного долга (отношение платежей по обслуживанию долга страны к доходам от ее экспорта);
- отношение государственного долга к ВВП;
- отношение государственного долга к объему налоговых поступлений;
- средний срок погашения обязательств;
- доля государственного долга, выраженного в иностранной валюте;
- отношение внешнего долга к объему золотовалютных резервов.

Кроме этих параметров на эффективность размещения выпусков облигаций оказывает влияние текущий и ожидаемый уровни инфляции, согласованность монетарной и бюджетно-налоговой политики, зависимость от иностранного капитала³, конъюнктура на мировых рынках.

Процесс управления государственным долгом сопряжен с рядом рисков.

Рыночный риск. Это риск изменения цен на товарных рынках, валютных курсов, процентных ставок, стоимости обслуживания долга. Изменение процентных ставок сказывается на стоимости обслуживания задолженности по новым выпускам при рефинансировании задолженности по фиксированной ставке и при пересмотре ставок по задолженности с плавающей ставкой. Поэтому задолженность с коротким сроком погашения (краткосрочная или по плавающей ставке) обычно считается более рискованной, чем долгосрочная задолженность по фиксированной ставке. Чрезмерная концентрация крайне долгосрочного долга и долга по фиксированной ставке также чревата риском ввиду неопределенности будущих потребностей в финансировании. Задолженность, выраженная в иностранных валютах или индексируемая по ним, также усиливает неустойчивость стоимости обслуживания долга, измеряемого в национальной валюте, в связи с колебаниями обменного курса. Облигации с встроенным опционом «пут» могут привести к усугублению рыночного риска и риска пролонгации.

Риск пролонгации. Это риск того, что задолженность не будет пролонгирована или цена пролонгации будет «необычно» высокой. Отчасти этот риск можно отнести к группе рыночных рисков, т. к. он является их следствием, к тому же имеет особенно большое значение для стран с развивающейся экономикой. Усиление долговой нагрузки может привести к усугублению кризиса.

Риск ликвидности. Существует два вида риска ликвидности. Один из них относится к издержкам или штрафным санкциям, которым подвергаются инвесторы при попытке закрыть позицию в связи с резким уменьшением числа участников операций или отсутствием достаточной емкости на конкретном рынке. Этот риск чаще всего относится к случаям, когда рамки управления долгом охватывают также управление ликвидными активами или использование производных контрактов. Вторая форма риска ликвидности (для заемщика) может возникнуть в ситуации быстрого сокращения объема ликвидных активов в результате возникновения непредвиденных текущих денежных обязательств и/или потенциальных затруднений с быстрым привлечением наличных средств посредством заимствования.

³ Вопрос зависимости от иностранного капитала особенно актуален для стран с развивающейся экономикой, имеющих низкий уровень золотовалютных резервов, поскольку делает их фактически безоружными перед спекулятивными атаками иностранных хедж-фондов и сводит на нет их попытки разместить государственные бумаги на рынке.

Кредитный риск. Это риск невыполнения обязательств заемщиками, он актуален при принятии заявок на аукционах ценных бумаг, эмитируемых правительством.

Расчетный риск — риск неосуществления платежей контрагентом по любой иной причине, кроме дефолта.

Операционный риск. Он включает в себя прочие риски, связанные с возникновением ошибок в расчетах, переводах, регистрациях сделок, а также форс-мажорные обстоятельства.

Согласно Положениям МВФ по управлению госдолгом⁴ органы государственной власти должны стремиться к минимизации затрат на обслуживание долга и издержек, связанных с хранением ликвидных активов, в средне- и долгосрочной перспективе при приемлемом уровне риска. В странах с развитой рыночной экономикой, чьи рынки государственных ценных бумаг отличает большая емкость и высокая ликвидность, наибольшее внимание уделяется рыночному риску, для измерения которого используются стресс-тесты и портфельные модели. В странах с развивающейся экономикой более пристальное внимание должно уделяться риску пролонгации ввиду возможной сложности доступа иностранного капитала и неразвитости внутреннего рынка долговых ценных бумаг. В ряде случаев в число главных задач правительства должно войти содействие становлению внутреннего рынка долговых инструментов. Эта задача особенно актуальна для стран, в которых ограничения рынков таковы, что единственной реальной альтернативой монетарного финансирования⁵ является краткосрочный долг с плавающей ставкой или в иностранной валюте.

МЕТОДЫ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ЗАИМСТВОВАНИЯМИ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ В ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАНАХ

В условиях кризиса значимость эффективного управления государственным долговым портфелем существенно возрастает. Чаще всего это обусловлено необходимостью изыскивать средства для финансирования антикризисных программ. Меры, принимаемые управляющими долговым портфелем страны, различаются от одной страны к другой, что зависит от имеющегося в наличии инструментария, опыта сотрудников и внешних факторов. В целом антикризисные меры органов государственной власти могут быть разделены на три группы:

- снижение давления на долговой рынок путем изыскания средств финансирования дефицита бюджета из других (ранее не использованных) источников;
- внесение изменений в структуру срочности новых государственных заимствований, исходя из текущего спроса на государственные долговые бумаги;
- использование технических инструментов для управления ценами для стабилизации рынка⁶.

Рассмотрим подробнее первую группу мер. Получение средств из нерыночных источников в целях снижения давления на долговой рынок предполагает три механизма:

- привлечение средств госсектора (в качестве примера можно привести действия центральных банков Египта, Индонезии, Мексики, Венгрии в 2000–2008 гг. как основных покупателей долгосрочных облигаций правительства, которые фактически поддерживали цену госбумаг от падения.);

⁴ *Guidelines for Public Debt Management.*

⁵ Варьяш И. Ю. Циклические условия монетарной политики // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал, 2015. № 4. С. 57.

⁶ Anderson Ph., Silva A., Velandia-Rubiano A. *Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different?* / World Bank. Policy Research Working Paper. 2010. № WPS5399.

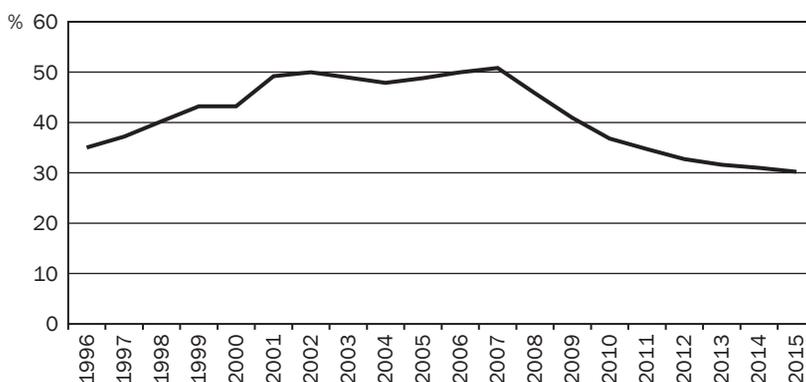
— привлечение ресурсов многосторонних организаций (в основном это займы МВФ и Всемирного банка);

— использование новых долговых инструментов и ранее не применявшихся каналов дистрибуции (в качестве примера можно указать на выпуски самурайских⁷ облигаций в Индонезии, использование трехлетних облигаций с плавающей процентной ставкой, привязанной к индексу цен потребителей, т. е. фактически к инфляции, в Венгрии в 2008 г.).

В случае нестабильности цен на вторичном долговом рынке имеет смысл использовать инструменты, недоступные к обращению на нем, и ограничиться только первичным рынком. Примерами таких бумаг являются сберегательные облигации США (*United States Saving Bonds*), Казначейские облигации с нулевым купоном в США (*Zero-coupon Treasury Bonds*), ГСО в России. На рис. 1 представлена динамика доли государственного долга США, недоступного к обращению на вторичном рынке, за период с 1996 по 2015 г.

Рисунок 1

Доля государственных заимствований США, недоступных к обращению на вторичном рынке, с 1996 по 2015 г. (на декабрь каждого года)



Источник: *Unites States Department of the Treasury.*

Как следует из рис. 1, доля «нерыночного» долга США возрастает в годы кризиса доткомов 2002 г. и ипотечного кризиса 2008 г.

Рассмотрим подробнее вторую группу мер. В кризисных условиях падение спроса на государственные ценные бумаги вынуждает правительство изменить стратегию привлечения ресурсов. Поскольку существенный объем спроса со стороны иностранных инвесторов сходит на нет, а в отдельных случаях — и со стороны местных институциональных инвесторов и коммерческих банков, управляющие долговым портфелем в качестве ответных действий принимают решение о приостановке эмиссий на зарубежных рынках и смещают приоритеты в пользу краткосрочных займов и займов с плавающей процентной ставкой. Например, значительная часть стран с развивающимися рынками снизила до минимума заимствования на международных рынках в III и IV кв. 2008 г. и возобновила эмиссии в 2009 г. в ответ на активные антикризисные действия со стороны стран «Большой семерки».

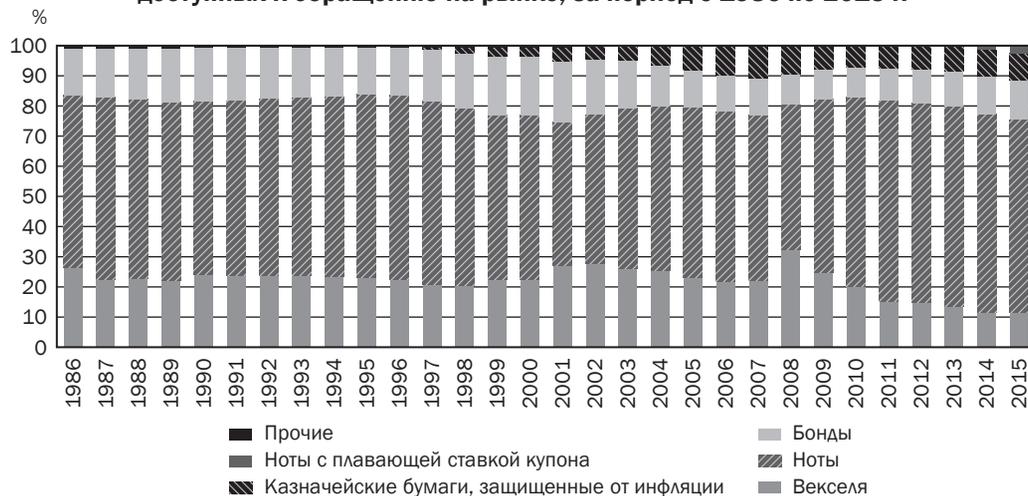
В большинстве случаев в кризисных условиях наблюдается уменьшение объемов и доли среднесрочных займов с фиксированной процентной ставкой. Чаще всего это

⁷ Самурайские облигации — иностранные облигации, номинированные в японских иенах, публично эмитированные нерезидентом на внутреннем финансовом рынке Японии; могут приобретаться нерезидентами Японии. Большой экономический словарь. М.: Институт новой экономики, 1997.

уменьшение компенсируется ростом краткосрочных дисконтных бумаг. На рис. 2 как пример показана динамика структуры государственного долга США, доступного к обращению на рынке, за период с 1986 по 2015 г.

Рисунок 2

Динамика структуры государственных заимствований США, доступных к обращению на рынке, за период с 1986 по 2015 г.



Источник: Unites States Department of the Treasury.

На рис. 2 видно, что доля краткосрочных векселей (*Bills*) была выше 24 % в периоды 1986 г., 1990 г., 2001–2004 гг. (с пиком в 2002 г.), 2008 г. (32 % — это максимальная доля за последние 30 лет). В 1986 г. наблюдался кризис в экономике США, вызванный падением цен на нефть и ревальвацией доллара, что негативно отразилось на экспорте страны. В 1990 г. краткосрочными займами финансировали возросшие расходы на оборону как следствие военной кампании ВС США в Ираке. В 2002 г. произошел кризис доткомов, спровоцировавший падение цен на акции интернет-компаний, а затем и всего высокотехнологического сектора. Ипотечный кризис 2008 г. — самый яркий пример использования векселей для восполнения дефицита бюджета.

Следует отметить, что в результате смещения приоритетов в пользу краткосрочных облигаций происходит уменьшение величины дюрации долгового портфеля. Это означает повышение риска пролонгации, а следовательно, и величины стоимости последующих заимствований, если кризисный период будет затягиваться. Для стран, чей бюджет высокозависим от конъюнктуры на товарно-сырьевых рынках, этот вопрос особенно актуален⁸.

Рассмотрим подробнее третью группу мер. Обычно в качестве технических инструментов используется обратный выкуп ценных бумаг с рынка в целях поддержания их текущей цены, а также как средство предоставления кредитным организациям дополнительной ликвидности. Выкупы проводились в Венгрии, Мексике, Индонезии в 2009 г. Это позволило правительствам указанных стран стабилизировать цены на текущие долговые бумаги в обращении и возобновить выпуски новых.

В случае если сильная волатильность наблюдается по одному типу обращающихся на рынке государственных долговых инструментов, имеет смысл производить обмен

⁸ Варьяш И. Ю., Швандар К. В., Бурова Т. Ф. Актуализация макроэкономических прогнозов в бюджетном процессе // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4. С. 118–128.

этих бумаг на другие, например менее ликвидные на более ликвидные, как это было в Польше в 2008–2009 гг. Вариацией обратного выкупа можно назвать одновременное проведение аукционов на продажу и покупку долговых бумаг. Этот метод использовался в Бразилии в 2008–2009 гг.

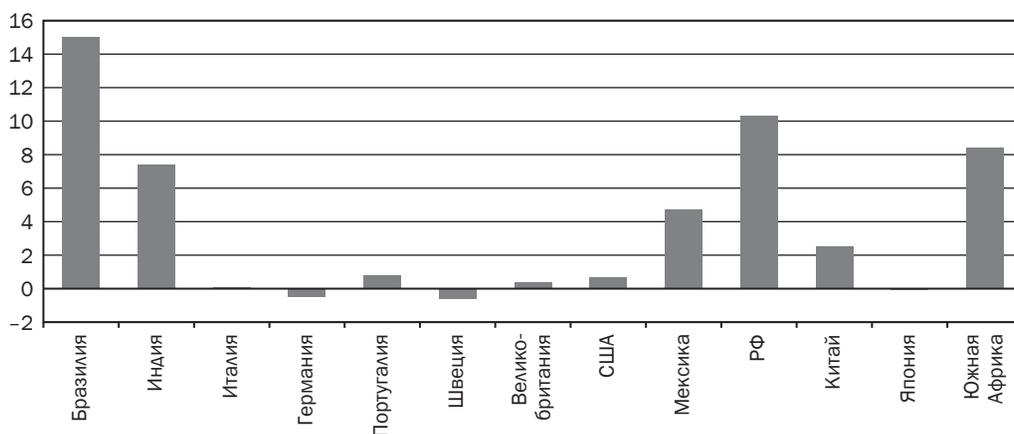
Наличие хороших макроэкономических параметров оценки госдолга в годы, предшествующие кризису, позволяет быстрее преодолеть периоды спада в экономике и перейти к ее восстановлению. Высокая зависимость от внешнего финансирования наблюдается в странах с недостаточной развитостью внутреннего долгового рынка, что делает их более уязвимыми во время коррекции. Поэтому развитие национального финансового рынка — важная задача правительства любой страны.

ОСОБЕННОСТИ АНТИКРИЗИСНОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН: США И БРАЗИЛИЯ

Изучение зарубежного опыта государственных заимствований проводится с целью поиска возможностей его применения в практике Российской Федерации⁹. Экономике разных стран находятся на разных стадиях развития, следовательно, долговая политика будет различаться от одной страны к другой. Например, актуальность применения облигаций с плавающей процентной ставкой, привязанной к инфляции, явно ниже в ряде стран Западной Европы (где на данный момент наблюдаются отрицательные процентные ставки на вторичном рынке, в частности в Германии и Швеции) по сравнению с развивающимися рынками Южной Америки. На рис. 3 в качестве примера представлено сравнение величины доходности двухлетних государственных облигаций ряда стран.

Рисунок 3

Доходность двухлетних государственных облигаций зарубежных стран, %



Источник: составлено автором по <http://ru.investing.com>, данные от 15 февраля 2016 г.

Антикризисная долговая политика США

Остановимся подробнее на особенностях антикризисной долговой политики в США. У Федерального казначейства США есть ряд преимуществ перед другими странами

⁹ Российский рынок государственных долговых инструментов активно развивается. С точки зрения анализа фактора цикличности применительно к гособлигациям РФ проследить четко выраженную привязку динамики структуры к цикличности экономики достаточно трудно. Например, за период с 1992 по 2015 г. структура госдолга разнообразна, что, по всей видимости, связано с тестированием используемых инструментов.

в управлении государственным долгом, обусловленных высокой развитостью рынка заимствований. Фактически федеральные бумаги всегда размещаются на мировом рынке, а значит, любой предлагаемый правительством объем размещается по наиболее выгодной цене. Сведены к минимуму валютные риски (т. к. заимствования всегда осуществляются в долларах — национальной валюте), риск пролонгации частично переложено на кредитора (слишком большой объем бумаг уже находится в обращении, поэтому кредиторам выгоднее предоставить средства для нового займа, чем допустить дефолт заемщика), риск ликвидности также невысок (это крупнейший рынок).

Примерно 70 % госдолга США доступно к обращению на вторичном рынке и представлено следующими видами бумаг:

- казначейские векселя (*T-bills*) — это краткосрочные дисконтные долговые бумаги, их срок обращения не превышает один год;
- казначейские ноты (*T-notes*) — среднесрочные купонные облигации со сроком обращения от двух до десяти лет;
- казначейские бонды (*T-bonds*) — долгосрочные купонные облигации со сроком обращения более десяти лет;
- облигации с плавающей ставкой и ставкой, привязанной к инфляции (*Floating Rate Notes and Treasury Inflation-Protected Securities*);
- прочие, доля которых составляет от 1 до 3 % федеральных бумаг, доступных к обращению на вторичном рынке.

Ноты формируют основной объем задолженности — около 64 % в 2015 г. (см. рис. 2). Доля бондов немного выше доли векселей и составляла в 2015 г. 13 %. В последние 16 лет наметилась тенденция к росту доли облигаций со ставкой купона, привязанной к индексу цен потребителей (от 3 % в 2000 г. до 9 % в 2015-м).

Стратегия управления госдолгом США основывается на следующих принципах.

1. Поддержание статуса госбумаг США как безрисковых.
2. Последовательность и предсказуемость программ финансирования. С 1970 г. проводятся регулярные аукционы в соответствии с утвержденной программой, это позволяет повысить прозрачность действий правительства.
3. Унитарное (единое) привлечение средств для финансирования различных государственных программ.

Решения о долгосрочном финансировании принимаются на квартальной основе с учетом мнения частного сектора (через опросы участников рынка и группы консультантов из дилерских и брокерских домов).

Управление рисками основывается на поддержании определенной величины дюрации отдельно для кратко-, средне- и долгосрочных бумаг¹⁰. Программы заимствований разрабатываются на основе финансовых прогнозов, содержащихся в годовом бюджете, представленном конгрессу. Сами прогнозы пересматриваются каждые пять-шесть месяцев. На основе этих прогнозов Федеральное казначейство создает свой прогноз долгосрочных займов с использованием эконометрических моделей. Эти модели применяются для контроля над риском пролонгации и обеспечивают сглаженность структуры долга. Краткосрочная модель заимствований основывается на операционном прогнозе (прогнозе денежных потоков) правительства.

Федеральное казначейство обеспечивает высокий уровень ликвидности с помощью большой в объеме, регулярной и предсказуемой эмиссии. Система первичных дилеров для эмиссии займов, которая обеспечивает эффективное проведение аукционов, также способствует снижению вышеназванного риска.

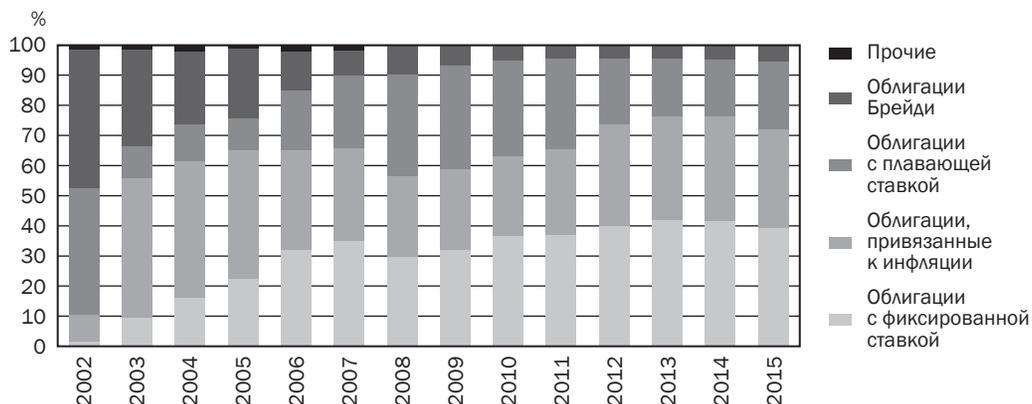
¹⁰ Средний срок до погашения в целом по госбумагам США составляет около пяти лет и десять месяцев, пять лет и шесть месяцев — на бумаги за вычетом обязательств с плавающей ставкой, привязанной к инфляции.

Антикризисная долговая политика Бразилии

Казначейство Бразилии располагает широким диапазоном инструментов для управления госдолгом. Структура портфеля федеральных облигаций (внутренний долг) за последние четыре года представлена на рис. 4.

Рисунок 4

Структура портфеля федеральных облигаций Бразилии (внутренний долг) в 2012–2015 гг. (на декабрь каждого года)



Источник: Federal Public Debt / Tesouro Nacional (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/>).

Наибольшую долю в составе портфеля внутреннего долга занимают NTN-B. Это долгосрочные облигации со сроком жизни до 40 лет с плавающим купоном, привязанным к индексу IPCA (бразильский аналог индекса цен потребителей). Чуть меньшую долю составляют LTN — среднесрочные облигации со сроком обращения до четырех лет с фиксированным купоном. LFT представляют собой 5-летние бумаги со ставкой, привязанной к ставке Selic (вариант ставки Overnight). В целом на вышеуказанные бумаги приходится 95 % внутреннего рынка федеральных займов. Бразильский долговой портфель отличается от американского существенно большим количеством акцентов в пользу долгосрочных инструментов, имеющих привязку к инфляции¹¹. Учитывая, что LTF имеют срок обращения более одного года и поэтому очень условно могут быть отнесены к краткосрочным инструментам, можно сделать вывод о приоритете средне- и долгосрочного заимствования. Факт высокой инфляции делает более сложным размещение долгосрочных бумаг с фиксированной ставкой купона, несмотря на стремление правительства постепенно вывести из оборота облигации с плавающим купоном.

Антикризисные действия в отношении управления долгом в Бразилии можно объединить в три группы:

- увеличение срока обращения облигаций в целях снижения риска пролонгации;
- усиленный мониторинг займов, чей срок до погашения составляет менее 12 месяцев;
- постепенное замещение облигаций с плавающим купоном на бумаги с фиксированной ставкой.

Программы займов строятся на основе прогнозов дефицита федерального бюджета и получают одобрение парламента. Федеральное казначейство ежегодно публикует подробный годовой план заимствований, согласованный Минфином. С мая 2012 г. Центральный

¹¹ Годовая инфляция за 2015 г. в Бразилии составила 10,7 %. Источник: <http://ru.investing.com>.

Минфин Бразилии очень внимательно относится к проблеме высокой инфляции. Следует отметить, что в национальной статистике страны существует около 13 различных индексов инфляции.

банк Бразилии больше не имеет права на эмиссию собственных облигаций. Теперь этим правом обладает только Казначейство, тогда как монетарные власти могут осуществлять операции только на вторичном рынке.

ВЫВОДЫ

Методы антикризисной политики государственных заимствований призваны нивелировать риски в управлении государственным долговым портфелем. Органы государственной власти располагают широким перечнем инструментов: снижение давления на долговой рынок путем изыскания средств финансирования дефицита бюджета из других (нерыночных) источников; внесение изменений в структуру срочности новых государственных заимствований исходя из текущего спроса на государственные долговые бумаги; использование технических инструментов для управления ценами для стабилизации рынка. Структура портфеля государственных долговых бумаг варьируется от одной страны к другой. США отдает предпочтение среднесрочным займам и увеличивает эмиссии краткосрочных займов во время кризисов. Великобритания, наоборот, больший акцент делает на долгосрочность. Бразилия, будучи одной из стран с развивающимся рынком, имеет в своем портфеле высокую долю облигаций со ставкой процента, привязанной к инфляции, стремясь со временем заместить их в обращении на бумаги с фиксированным доходом. Выбор той или иной структуры портфеля обусловлен рисками в его управлении, структура и величина которых индивидуальны для каждой страны.

В связи с этим опыт Бразилии как одной из стран БРИК в использовании облигаций со ставкой купона, привязанной к инфляции, представляется интересным для России, поскольку снижает риски пролонгации и позволяет снизить цену размещения. Рыночный риск в этом случае перекладывается на последующие годы. Это касается в т. ч. облигаций с плавающей ставкой купонного дохода, привязанной к инфляции (ОФЗ-ИН), которые были выпущены в РФ в 2015 г. В то же время применение краткосрочных инструментов весьма рискованно в управлении госдолгом РФ, в т. ч. из-за негативного опыта 1998 г. Поэтому опыт США, делающих акцент на высокой доле казначейских векселей, может иметь очень ограниченное использование в нашей стране.

Библиография

1. Большой экономический словарь. М.: Институт новой экономики, 1997.
2. Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика. СПб: Питер, 2010.
3. Варьяш И. Ю. Циклические условия монетарной политики // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 4.
4. Варьяш И. Ю., Швандар К. В., Бузова Т. Ф. Актуализация макроэкономических прогнозов в бюджетном процессе // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4.
5. Alesina A., de Broeck M., Prati A., Tabellini G. Default Risk on Government Debt in OECD Countries / Economic Policy: A European Forum, 1992.
6. Anderson Ph., Silva A., Velandia-Rubiano A. Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different? / World Bank. Policy Research Working Paper. 2010. № WPS5399.
7. Barro R. On the Determination of the Public Debt / Journal of Political Economy. 1979. Vol. 87.
8. External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users / IMF, 2003.
9. Guidelines for Public Debt Management / World Bank and International Monetary Fund, 2001.
10. Lay K., Leipziger D., Caruana J. Strengthening Debt Management Practices: Lessons from Country Experiences and Issues Going Forward / World Bank and International Monetary Fund, 2007.