



Зарубежный опыт управления внешним долгом и возможности его использования в России

Р.И. Ситников

Кандидат экономических наук (Компания Ernst&Young)

В последние десятилетия проблема государственного внешнего долга стала одной из актуальных проблем, стоящих перед мировым экономическим сообществом. Несмотря на реализацию ряда мер и инициатив, направленных на сдерживание его роста, размеры мирового внешнего долга продолжают расти. При этом увеличение объемов внешнего долга наблюдается не только в развивающихся странах, испытывающих недостаток собственных ресурсов, но и в ряде развитых стран, имеющих значительные внутренние сбережения.

В 1990-х годах Россия несколько раз сталкивалась со сложностями в обслуживании суверенного внешнего долга. Благодаря жесткой кредитной политике, проводимой нашей страной в начале 2000-х годов, и высоким ценам на энергоресурсы, установившимся в этот период, удалось несколько снизить остроту проблемы государственного внешнего долга России, доведя его размеры на начало 2005 года

до 115 млрд долл., что составляет меньше 30% от ВВП страны.

В то же время структура внешнего долга России по-прежнему не является оптимальной с точки зрения эффективного управления долгом. Только 35,9% обязательств по состоянию на начало 2005 года приходилось на рыночные инструменты. Вместе с тем, кредиты правительств иностранных государств в общем объеме государственного внешнего долга составляют 45%. Процентная ставка по российским внешним обязательствам также остается достаточно высокой в пределах 7-13%, в несколько раз превышая аналогичный показатель в развитых странах.

Динамика расходов федерального бюджета на обслуживание государственного внешнего долга в 1994-2004 года, представленная в таблице, показывает о значительности доли этих расходов в общих расходах федерального бюджета.

Таблица

Расходы федерального бюджета на обслуживание государственного внешнего долга в 1994-2004 гг.

Расходы федерального бюджета на обслуживание внешнего долга	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Всего (млрд руб.)	9,0	14,6	28,6	41,4	42,5	99,9	125,5	183,2	227,1	202,8	223,2
Доля в общих объемах расходов бюджета, %	4,6	5,1	6,5	7,8	8,5	17,4	12,4	15,3	11,7	8,4	8,4

Источник: Рассчитано автором на основе данных из Законов Российской Федерации «О федеральном бюджете» на соответствующие годы.



График платежей по внешнему долгу России на ближайшие 8-10 лет также предполагает ежегодные выплаты в размере около 10 млрд долл. Такие значительные объемы выплат существенно снижают инвестиционный потенциал и возможности экономического развития нашей страны.

Текущий рейтинг по суверенному долгу России не позволяет рассчитывать на урегулирование задолженности с помощью традиционных механизмов: списания и реструктуризации задолженности. Из всех известных методов управления внешним долгом Россия активно использует лишь досрочную выплату долга, об этом свидетельствует соглашение о досрочной выплате задолженности МВФ.

По мнению автора, в настоящий момент на первый план выходит способность России использовать зарубежный опыт оптимизации текущего обслуживания долга и формирования будущего портфеля суверенных заимствований. Во многих странах решение задач в этой сфере заключено в рамки отдельного направления государственной политики, именуемое управлением внешним долгом. Основная цель управления государственным долгом заключается в обеспечении удовлетворения потребностей правительства в финансировании и выполнении его обязательств по платежам при наименьших затратах в средне- и долгосрочной перспективе при разумной степени риска.

Анализ зарубежного опыта управления внешним долгом показывает, что в большинстве развитых стран и ряде развивающихся стран, достигших наибольшего прогресса в облегчении бремени внешнего долга, используется тактика активного управления долгом, которая предполагает непрерывное приспособление параметров долга к складывающейся конъюнктуре на рынке. Это достигается посредством постоянного мониторинга колебаний процентных ставок и курсов валют, а также выбора между различными сегментами рынка, посредством сопоставления с определенными бенчмарками.

В то же время, в нашей стране до сих пор используется тактика управления внешним долгом, не предполагающая оперативного приспособления основных параметров заимствований к изменяющимся условиям на мировом

кредитном рынке. В настоящий момент нашей страной практически не используются современные инструменты мирового финансового рынка для эффективного управления внешним долгом.

Одной из важнейших задач, стоящих перед управлением внешним долгом, является определение его оптимальной структуры. Опыт внешних заимствований ряда зарубежных стран демонстрирует, что неэффективность структуры долга в части сроков погашения, валюты займа или процентных ставок, а также значительные по размерам и не обеспеченные резервами условные обязательства, являлись основными факторами зарождения и распространения долговых и финансовых кризисов.

Чрезмерная зависимость от долга, выраженного в иностранной валюте, способна привести к давлению на обменный курс и/или напряженности в денежно-кредитной сфере в том случае, если кредиторы не желают рефинансировать задолженность заемщика в иностранной валюте. Так как налоги взимаются только в национальной валюте, то и риски минимизируются, когда долг выражен в национальной валюте. Однако в странах со слабым развитием внутренних рынков облигаций, к которым относится Россия, приток капитала из-за рубежа происходит, в основном, в иностранной валюте. Следовательно, данные государства несут крупные нетто-риски по долгам в инвалюте; этими рисками необходимо управлять.

Финансовые потрясения, произошедшие в отдельных странах и регионах, свидетельствуют о необходимости правительственных мер по ограничению роста позиций с ликвидным и другими видами риска, в результате которых экономика страны становится особо уязвимой при внешних потрясениях.

Эффективное управление долгом невозможно без расчета максимальных размеров внешнего долга, которые может иметь страна без каких-либо серьезных негативных последствий для своей экономики. Всемирный Банк для определения максимально допустимого уровня внешнего долга конкретной страны предлагает использовать модель предельно допустимого уровня долга. Данная модель позволяет разрабатывать среднесрочную стратегию страны, исходя из максимально возмож-



ного объема привлечения внешних ресурсов и является базисом для анализа макроэкономи-

ческого положения страны. Составляющие этой модели содержатся в схеме 1.

Схема 1

Модель управления внешним долгом по версии Всемирного банка



Источник: Sovereign External Debt Management, ECSPP Occasional paper, № 4, 1998, The World Bank, Washington D.C., p.4.

В основе этой модели лежит прогноз значений макроэкономических показателей страны в среднесрочной перспективе, включая темпы роста ВВП на ближайшие 3-5 лет. Совмещение этих переменных с прогнозируемым состоянием платежного баланса дает представление о размерах потребностей во внешних заимствованиях. Включение таких факторов, как доля национального дохода, которая может быть потрачена на выплаты по долгу, кредитоспособность страны, взаимоотношения с международными финансовыми организациями и частными кредиторами, позволяет определить объемы новых займов, на которые может рассчитывать государство. Вместе с

другими, не образующими внешний долг финансовыми потоками, такими как прямые иностранные инвестиции и портфельные инвестиции, внешних финансовых ресурсов должно быть достаточно, чтобы ликвидировать финансовый дефицит.

Вместе с тем, для того чтобы разработать эффективную стратегию по управлению внешним долгом, недостаточно определить лишь степень платежеспособности страны и факторы, влияющие на нее, необходимо также рассмотреть возможное развитие ситуации на основе нескольких сценариев. Данные сценарии должны основываться на различных зна-



чениях макроэкономических показателей страны и экономического климата в мире. Денежные потоки по активам и пассивам в рамках текущей стратегии управления долгом проецируются не менее чем на 10 лет вперед.

Большое значение имеет полнота показателей, которые принимаются при рассмотрении различных сценариев. Прежде всего, это касается дефицита государственного бюджета, т.к. при его традиционном методе подсчета не учитываются некоторые факторы, которые приводят к уменьшению его значения. Всемирный банк рекомендует включать эти факторы при подсчете предельно возможного уровня внешнего долга. Они включают скрытое субсидирование и ряд протекционных мер, представляющие из себя, например перекредитование займов из внешних источников с процентной ставкой ниже рыночной. Изменение золотовалютных запасов должно быть скорректировано на размер сеньориджа, т.е. дополнительного инфляционного дохода получаемого Центральным Банком от денежной эмиссии. О значении данного фактора говорит тот факт, что даже в странах с низкой инфляцией размер сеньориджа достигает 2-3% от ВВП.

Следующим шагом является оценка реальной стоимости заимствований. Здесь должны быть учтены следующие факторы: номинальная процентная ставка (внутренняя и международная); уровень инфляции (внутренний и международный), а также темпы обесценивания национальной валюты против определенного бенчмарка (как правило, доллара США или корзины валют).

Принятие окончательного решения об объемах внешних заимствований должно вестись на основе реального обменного курса, так как может оказаться, что для покрытия недостающих финансовых ресурсов правительству выгоднее прибегнуть к внутренним заимствованиям, чем к внешним и наоборот. Существует риск образования эффекта «перенасыщения», возникающего вследствие избыточных государственных заимствований и приводящего к вытеснению частных заимствований и инвестиций на рынке. Ввиду того, что эффективность частных инвестиций, как правило, выше, чем государственных необходимо стараться избегать возникновения этого эффекта. Это может быть достигнуто посредством постоянного мониторинга и выдачи разрешений на частные внешние заимствования. Данный вопрос явля-

ется довольно актуальным и для России в связи с наметившейся в последнее время тенденцией по росту внешней задолженности нефинансовых и кредитных организаций.

Смягчение ситуации в этой сфере в нашей стране вполне могло быть достигнуто путем наделения Центрального банка полномочиями на выдачу разрешений негосударственным заемщикам на осуществление заимствований за рубежом и регулирования их распределения среди всех отраслей экономики страны. Это позволило бы избежать заимствований с неоправданно высокой процентной ставкой, которые создают условия для правонарушений и дают неправильный сигнал на рынке, ухудшая условия заимствований других заемщиков. Такая система хорошо зарекомендовала себя в ряде зарубежных государств, например в Дании.

Важной составляющей управления внешним долгом является планирование условий привлечения внешних заимствований. Здесь возможны два следующих подхода.

Первый подход, получивший название минимального риска подразумевает, что риск может быть минимизирован с помощью системы бенчмарков. На практике, это будет означать привязку долговых параметров насколько это возможно близко к параметрам дохода заемщика. Например, если оплата экспорта страны осуществляется в основном в долларах США, то валютный риск может быть минимизирован путем номинирования внешнего долга в эту же валюту. В результате этой привязки колебаниями процентной ставки и обменного курса можно пренебречь, так как они не будут оказывать существенного влияния на способность обслуживать, и выплачивать внешний долг, основываясь на потоке доходов.

Второй подход, получивший название минимальных издержек, основывается на сокращении издержек при обслуживании внешнего долга. Он включает в себя не только выбор валюты, но и прогноз колебания процентной ставки и обменного курса. Исходя из этого прогноза, заемщик должен иметь финансовый резерв, достаточный для обеспечения беспереывных платежей по обслуживанию и выплате внешнего долга. Объем этого резерва будет зависеть от финансового положения страны, структуры экспорта страны, стабильности обменного курса и других факторов.



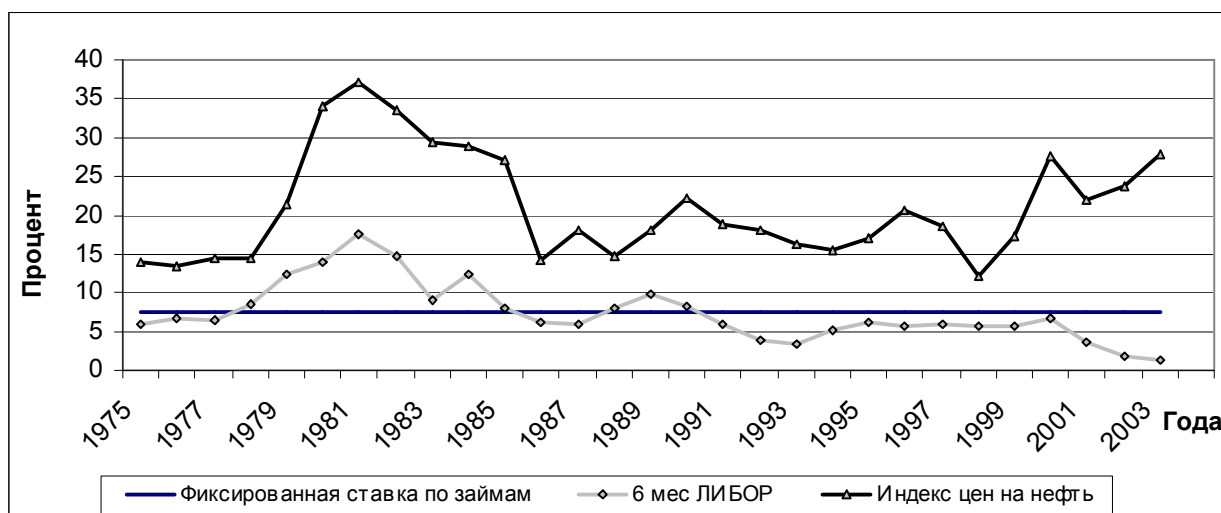
Сравнивая достоинства и недостатки обоих подходов можно отметить, что первый подход является более подходящим для долгосрочного периода, в то время как второй эффективен в кратко и среднесрочной перспективе.

При планировании новых займов большее значение играет выбор условий заим-

ствований в зависимости от структуры доходов страны-заемщика, которые могут, как усилить, так и ослабить бремя внешнего долга. Характерным примером здесь служит закономерность изменения цен на нефть и ставки Либор, которые наблюдались с середины 1970-х годов по начало 2000-х годов.

График 1

Сравнительный анализ колебаний индекса цен на нефть и ставок по займам в 1975-2003 гг.



Источник: данные сайта <http://homeplans.hsh.com/> и информационной системы Bloomberg.

В соответствии с графиком 1 в период высоких цен на нефть (вторая половина 70-х – начало 80-х годов) более выгодными для стран-заемщиков являлись займы с фиксированным процентом ввиду того, что ставка Либор росла одновременно с ценами на нефть. В то же время противоположная ситуация наблюдалась с 1982 года по конец 1990-х годов, когда падение цен на нефть сопровождалось падением ставки Либор. В этом случае займы с фиксированным процентом становились более дорогостоящими по сравнению с займами на условиях плавающей процентной ставки. Данная закономерность, бесспорно, давала возможность странам нефтеэкспортерам компенсировать увеличение стоимости обслуживания внешнего долга за счет увеличения доходов от экспорта нефти.

Рассмотренная тенденция была нарушена лишь в первые годы нового столетия под воздействием внешнего политического факто-

ра – развития ситуации вокруг Ирака. Однако начавшееся в последнее время повышение роста ставки Либор и высокие цены на нефть, вследствие затягивания урегулирования иракского кризиса дают все основания предполагать, что описанная выше тенденция возобновится в будущем.

Основываясь на особенностях корреляции между мировыми ценами на нефть и стоимостью заемных ресурсов, можно прийти к выводу, что для привлечения заемных ресурсов условия плавающей процентной ставки являлись более предпочтительными для стран со значительной долей доходов от экспорта энергоресурсов, так как это позволяло минимизировать риски в случае роста ставки Либор. В то же время, для стран энергоимпортеров более предпочтительными являлись займы с фиксированной процентной ставкой, величина которой была меньше плавающей ставки при увеличении мировой цены на нефть. Россия отно-



сится к первой категории стран, поэтому при принятии решения об условиях заимствования в будущем необходимо учитывать указанные особенности мирового кредитного рынка.

Участниками международных финансовых отношений для сокращения финансовых рисков в последние годы активно использовались различные способы хеджирования.

Наибольшее распространение получили свопы процентных ставок и валютные свопы, представляющие собой индивидуально согласованные операции, которые позволяют произвести замены фиксированной процентной

ставки по первоначальным долговым обязательствам заемщика на плавающую, или наоборот, а также замену валют.

Установление потолков и коридоров процентной ставки защищает получателей займов с плавающей ставкой процента от резкого повышения стоимости обслуживания долга. Уплата предварительную страховую премию, заемщик может приобрести потолок или коридор процентной ставки, гарантирующий, что значение плавающей ставки процента по займу, не превысит согласованного предельного значения. График 2 содержит один из примеров такого хеджирования.

График 2

Пример использования потолка процентной ставки



В приведенном выше примере в случае превышения ставкой ЛИБОР установленного максимального значения в 7,5% заемщик осуществляет платежи из расчета 7,5% плюс спрэд к ставке ЛИБОР. Каждый раз, когда ставка ЛИБОР устанавливается на уровне ниже зафиксированного максимального значения, заемщик осуществляет платежи исходя из сложившегося на рынке значения ЛИБОР плюс соответствующий спрэд по займу.

Способы хеджирования варьируются в зависимости от страны, где они применяются. Так, в Италии для минимизации рисков в основном используются свопы процентных ста-

вок, в Аргентине и Испании валютные свопы, а в Ирландии оба этих инструмента. В Канаде комбинация долгосрочных займов и свопов процентных ставок используется для создания синтетической плавающей процентной ставкой (synthetic floating rate). Новая Зеландия использует широкий спектр деривативов, таких как: форварды в иностранной валюте, фьючерсы на операции с валютами и процентными ставками.

Однако применение хеджинговых инструментов может привести к некоторому удорожанию обслуживания долга, вследствие чего их использование должно быть обосновано. Одной из важных характеристик внешнего дол-



га является средняя продолжительность займов. Значительные колебания в значении этого параметра в различных странах объясняется разностью целей стоящих перед управлением внешнего долга конкретной страны. Некоторые страны (Ирландия, Новая Зеландия) при определении продолжительности займов исходят из целей минимизации процентных платежей, в то время как другие исходят из целей сокращения колебаний процентных ставок.

Интересным представляется факт, что вместе с уменьшением долгосрочных процентных ставок, происходившим в 90-х годах, в тот период наблюдался также рост доли долгосрочных займов в общей структуре внешнего долга таких стран, как Великобритания, Франция, Италия, Канада и Швеция. Вместе с тем в отдельных странах (Аргентина и Бразилия) на выбор долгосрочности заимствований большую роль оказывает позиция кредиторов, которые исходят из необходимости диверсификации структуры долга. Различные исследования показали, что заимствования в различных валютах и на различных рынках позволяют существенно сократить валютный риск и снизить стоимость обслуживания. А выход на международный рынок капитала позволяет многим странам существенно улучшить условия заимствований.

В целом, анализируя изменения, произошедшие в сфере управления внешним долгом за последние десятилетия, можно отметить значимость осуществленных реформ и внедренных новаций. Современный набор финансовых инструментов и накопленный на национальном и международном уровне опыт позволяют странам эффективно управлять портфелем внешних заимствований.

В то же время, степень проведенных реформ в этом направлении в нашей стране была ничтожно мала. Ряд серьезных промахов, допущенных в 90-х годах и приведших к значительному накоплению внешней задолженности, указывает, что существующая система управления внешним долгом России является недостаточно эффективной в текущих условиях, не позволяя предупреждать возможные финансовые и долговые кризисы, принимать оперативные меры по их преодолению.

Даже несмотря на то, что Россия в последние несколько лет исправно выплачивала свой внешний долг, сложившаяся сырьевая структура экономики и зависимость размеров поступлений валютных ресурсов в страну от мировой конъюнктуры цен на энергоресурсы, не позволяет гарантировать, что трудности с обслуживанием внешнего долга не возникнут в будущем вновь.

Для более эффективного управления внешним долгом необходимо внести существенные изменения в систему управления внешним долгом России, основываясь на наиболее удачный зарубежный опыт. Однако, по мнению автора, это не означает, что зарубежные модели управления долгом должны полностью копироваться в отношении России. Несмотря на то что применение западного опыта представляется вполне естественным процессом, он требует прогнозирования возможных последствий его применения и обдуманной адаптации к российским условиям.

Немаловажным представляется также исключение возможностей каких-либо злоупотреблений и махинаций вокруг урегулирования внешнего долга, для этого необходимо, чтобы схемы, используемые для урегулирования долга, были прозрачны и понятны. Открытость при проведении своей политики в области внешних заимствований, а также обеспечение кредиторов соответствующей информацией позволит значительно снизить стоимость обслуживания.

Литература:

1. M. Carracedo, P. Dattels. Survey of Public Debt management Frameworks in Selected Countries. - Washington D.C. - 1997.
2. Hedging products for IBRD borrowers. - Washington D.C.: The World Bank. - 2001.
3. V. Sundarajan, P. Dattels, H. Bloommestein. Coordinating Public Debt and Monetary Management. - Washington D.C.: IMF - 1997.
4. Информационная сводка о докладах рабочих групп Всемирного Банка. Форум по финансовой стабильности. - 21 марта 2000 г.

