

УДК 336.276(476)

И. Н. Жук, кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой (БГЭУ)**УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ ВНЕШНЕГО ДОЛГА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ**

В статье рассмотрена проблема управления рисками внешнего долга как условие для перехода национальной экономики к этапу долгосрочного устойчивого роста. Показано, что от выбора и формирования оптимальной структуры портфеля внешнего долга Республики Беларусь зависят состояние госбюджета, золотовалютных резервов, уровень процентных ставок, показатели инфляции, состояние инвестиционного климата в стране.

The necessity of the development of the system of external debt risk control of the Republic of Belarus is substantiated (debt volume, refinancing, active debt, currency debt, liquidity, contingent liability, operational debt) as the basis for optimal external debt portfolio structure organization. The application of a range of factors specifying external debt risk and measures that tend to minimize its negative effect on macroeconomic situation of national economics are suggested.

Введение. В условиях противодействия негативному влиянию мирового финансово-экономического кризиса на экономику Республики Беларусь проблема оптимизации структуры и обслуживания валового внешнего долга страны является приоритетной. От ее решения зависят состояние бюджета, золотовалютных резервов, стабильность национальной валюты, инвестиционный климат и в конечном счете национальная безопасность и сохранение независимости в проведении внешней и внутренней политики.

Основная часть. Мировая практика свидетельствует, что формирование оптимальной структуры портфеля внешнего долга целесообразно осуществлять путем нахождения компромиссного соотношения между ожидаемыми затратами обслуживания долга и риском.

Исследование динамики объема и структуры валового внешнего долга Республики Беларусь позволило выявить в развитии современной внешнедолговой ситуации следующие виды рисков (табл. 1) [2, 3]:

риск долгового объема, в наибольшей степени характерный для корпоративного сектора, с 2007 г. – органов государственного управления;

риск рефинансирования, связанный с увеличением объема долга и его краткосрочной составляющей, а также отсутствием альтернативных внутренних источников финансирования экономического развития;

процентный риск, имеющий относительно высокое влияние на затраты обслуживания внешнего долга. Причинами такого состояния являются постепенное увеличение доли инструментов с плавающими ставками, внешние факторы, обусловленные развитием мирового экономического кризиса;

валютный риск, определяемый волатильностью обменных курсов, нестабильностью на международном и валютном рынке Республики Беларусь, наличием понижающего давления на обменный курс белорусского рубля к доллару США, существующим валютным составом портфеля внешнего государственного долга;

риск ликвидности, вызванный недостаточными золотовалютными резервами, которые являются одними из самых низких показателей среди стран СНГ и развивающихся стран, и зависимостью белорусского экспорта от конъюнктуры на международных товарных рынках, что наглядно подтвердили последние события мирового финансового кризиса;

риск случайных долгов, в незначительной мере влияющий на внешнедолговую ситуацию, поскольку доля государственных гарантий в общем объеме внешнего государственного долга не превышает 2%;

эксплуатационный риск, связанный с недостаточно скоординированной и результативной деятельностью отдельных институтов исполнительной власти в данной области (Министерства финансов, Национального банка), отсутствием законодательной базы, регулирующей валовой внешний долг.

Эффективное управление рисками внешнего долга требует их количественной оценки, которую правомерно осуществлять на основе расчета объема потерь (стоимости обслуживания и погашения обязательств) в случае наступления определенных событий, выбора показателей, их характеризующих, постоянного мониторинга данных показателей, а также разработка мер, способствующих минимизации негативного воздействия рисков долга на макроэкономическую ситуацию.

В качестве показателей указанных рисков, определяющих внешнедолговую ситуацию Республики Беларусь, целесообразно использовать показатели, отображенные в табл. 2.

Показателем риска долгового объема является размер долговой емкости доходов резидента (для государства – бюджета), рассчитываемый как превышение доходов субъекта Республики Беларусь над его текущими расходами без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств в каждом периоде выбранного интервала времени.

Таблица 1

Степень подверженности рискам валового внешнего долга Республики Беларусь

Сектор экономики	Риски						
	долгово-го объема	рефинансирования	процентный	валютный	ликвидности	случайных долгов	эксплуатационный
Органы государственного управления	++-	+--	++-	++-	+--	+--	++-
Органы денежно-кредитного регулирования	---	---	+--*	+--*	+--	---	+--
Банки	++-	++-	++-*	++-*	+--	---	++-
Другие секторы	+++	++-	++-*	++-*	++-	---	++-
ВВД	++-	++-	++-	++-	+--	+--	++-

(+++) – высокая, (++) – средняя, (+--) – низкая, (---) – отсутствует.

* – гипотетические оценки автора, полученные в условиях отсутствия статистики внешнего долга органов денежно-кредитного регулирования, банков и корпоративного сектора в разрезе валют и процентных ставок.

Примечание. Собственная разработка.

Таблица 2

Показатели рисков внешнего долга

Виды рисков внешнего долга	Показатели рисков внешнего долга
Долгового объема	Размер долговой емкости
Рефинансирования	Сроки погашения долга
	Средний срок до погашения долга
	Соотношение краткосрочного и валового внешнего долга
Процентный	Сумма долга, незащищенного от переустановки процентной ставки (ППС)
	Соотношение фиксированной и плавающей ставок долга
	Средний срок до переустановки процентной ставки
	Средневзвешенный срок до погашения долга
Валютный	Соотношение долга в иностранной и национальной валюте
	Несоответствие между финансовыми обязательствами в иностранной валюте и резервами
Ликвидности	Краткосрочный долг к налоговым поступлениям.
	Краткосрочный внешний долг к международным резервам
	Краткосрочный внешний долг к международным резервам
Эксплуатационный	Наличие институциональной и законодательной базы, регулирующей сферу ВВД
Случайных долгов	Доля гарантированного государством внешнего долга в общей сумме валового внешнего долга

Примечание. Собственная разработка.

С целью управления риском долгового объема возможно использование также критерия отношения темпов роста внешнего долга к темпам роста ВВП за ряд лет, которое должно быть меньше единицы. Соблюдение данного условия позволит при увеличении абсолютных масштабов заимствования сохранять отношение валового внешнего долга к ВВП примерно на одном уровне, не допуская ситуации, при которой долг начинает негативно воздействовать на экономику.

Представляется, что для Республики Беларусь целесообразно использовать следующие конкретные меры снижения риска долгового

объема: проведение адекватной макроэкономической политики; установление целевых параметров, абсолютных и относительных, внешнего долга в соответствии с потребностями правительства и ситуацией на международных рынках капитала; постоянный контроль объема внешнего долга и его структуры в соответствии с рекомендуемыми параметрами; уменьшение абсолютных и относительных размеров внешнего долга путем замещения внешнего долга внутренними заимствованиями, соответственно, создание условий для развития внутреннего финансового рынка; более

активное использование рыночных долговых инструментов – выпуск государственных и корпоративных ценных бумаг с целью выкупа внешних долгов страны; досрочное погашение долга (при наличии соответствующих условий); регулирование платежного баланса, направленное на сокращение хронического отрицательного сальдо текущих операций; оценка и строгий отбор инвестиционных проектов, финансируемых правительством; поддержка и развитие отношений сотрудничества с участниками и инвесторами внутренних и внешних финансовых рынков с целью получения информации о развитии финансовой конъюнктуры, гарантирования благоприятных условий заимствования, выбора добросовестных инвесторов и банков-кредиторов.

Показатели риска рефинансирования. Среди них: сроки погашения долга; средний срок до погашения долга; соотношение краткосрочного и валового внешнего долга.

С помощью графика погашения возможно выявить сумму долга, которая должна быть рефинансирована в период неблагоприятных условий на рынке.

Средний срок до погашения долга целесообразно установить на основе части долга, которая должна быть погашена через один или два года и на основе среднего срока до погашения.

Снижение риска рефинансирования может быть осуществлено через изменения в долговой структуре в пользу долгосрочных инструментов. При этом необходимо иметь в виду, что такое изменение предполагает более высокие уровни обслуживания долга, являющиеся результатом премии за риск, связанный с более длинным временным горизонтом. В этом случае, принимая во внимание то обстоятельство, что слаборазвитая и более низкая ликвидность рынка предполагают более высокую премию, часть усилий должна быть сосредоточена на постепенном увеличении кривой доходности.

Предпосылкой уменьшения потенциальных негативных воздействий риска рефинансирования выступает предотвращение возможных действий, которые могли бы привести к значительному росту объема внешнего долга. С этой целью необходимо руководствоваться следующим: весь объем обслуживания долга (выплата процентов и погашение основной суммы) должен покрываться за счет текущих доходов на момент платежа, а новые займы не должны превышать суммы ежегодных подлежащих погашению долгов. Если это невозможно, то не следует привлекать дополнительные заемные средства. В некоторых странах это установлено законодательством (например, Великобритании, Германии, Франции) [1, с. 16].

Представляется также, что среди подходов, гарантирующих стабильность обслуживания внешнего долга и минимизацию риска рефинансирования, важным является выделение, анализ и контроль дополнительных внутренних и внешних источников финансирования экономического развития путем регулирования процедуры доступа на рынки капитала (внутренние и внешние), масштаба и финансовых условий заимствований государственного и корпоративного секторов.

Показатели процентного риска. Среди них: сумма долга, незащищенного от переустановки процентной ставки (ППС); соотношение фиксированной и плавающей ставок долга; средний срок до переустановки процентной ставки; средневзвешенный срок до погашения долга.

Как правило, полноценный анализ подверженности рискам изменений процентных ставок и управление ими осуществляется с использованием современных инструментов хеджирования рисков, требующих сложной и надежной базы данных и доступности таких инструментов. Если это невозможно, попытки внедрения данных методов потребуют существенных затрат времени и средств ради ограниченной экономии или даже могут привести к ухудшению положения в связи с возникновением ложной уверенности, не соответствующей действительности.

Поэтому в качестве промежуточной меры целесообразно применять приблизительную оценку риска процентной ставки. Она может быть получена путем умножения долга, подверженного переустановке процентной ставки, на заданное увеличение релевантной процентной ставки над ее ожидаемой стоимостью.

Средневзвешенный срок до погашения используется как показатель среднего периода фиксированной процентной ставки, который показывает, насколько быстро изменения в процентных ставках повлияют на затраты по долгу. Короткий средневзвешенный срок до погашения означает, что изменения в процентных ставках окажут быстрое влияние на реальные затраты по долгу, а длительный – что процентная ставка зафиксирована на длительный период для большой доли долгового портфеля.

С целью минимизации данного вида риска целесообразно рекомендовать ведение переговоров о фиксированных процентных ставках при получении новых ссуд, использование скрупулезного анализа колебаний процентных ставок на международных рынках.

Показатели валютного риска. Среди них: соотношение долга в иностранной и национальной валюте; несоответствие между финансовыми

обязательствами в иностранной валюте и резервами.

Приблизительную оценку валютного риска целесообразно рассчитывать путем умножения выплат по основному долгу и процентам, которые должны быть произведены через определенный период и которые выражены или связаны с иностранной валютой, на заданное снижение стоимости национальной валюты ниже ожидаемой. Вывод о распределении валютных курсов и придание вероятности определенным событиям, как и в случае процентных ставок, позволит определить риск, связанный с иностранной валютой, как максимальное увеличение издержек по обслуживанию долга, ожидаемое с определенной степенью уверенности.

Поскольку риск валютного курса рассматривается как потенциальное увеличение объема внешнего долга, выраженного в национальной валюте, его оценку правомерно производить как сумму непогашенного долга, выраженного или связанного с иностранной валютой, по отношению к такому неожиданному обесцениванию национальной валюты.

Вместе с тем необходимо отметить, что аналогично рискам процентной ставки, сложные технологии минимизации валютного риска, которые обычно используют в других странах, форварды, фьючерсы и некоторые другие, пока не могут применяться в современных белорусских условиях. Это связано с тем, что многие из этих инструментов не доступны или сами создают недопустимые кредитные риски для участвующих сторон. В данной ситуации целесообразно в иностранной валюте привлекать с условием его хеджирования в национальной валюте по цене, дающей некоторую экономию (обычно небольшую) по сравнению с прямым заимствованием в национальной валюте.

С целью снижения валютного риска необходимо также осуществлять анализ экономических и политических факторов, способных оказать влияние на курсы валют, входящих в валютную структуру внешнего долга.

Показатели риска ликвидности. Среди них: краткосрочный долг к налоговым поступлениям; краткосрочный внешний долг к международным резервам.

Представляется, что управление риском ликвидности и его сокращение предполагает действия, направленные на предотвращение «связывания» платежей во времени, а также приводящие к своевременному обслуживанию долга независимо от непредвиденных обстоятельств. В связи с этим целесообразно создание финансового запаса, который был бы своего рода «буфером» в случаях возможных трудностей с ликвидностью и инструментом для минимизации

потенциальных отрицательных эффектов, являющихся результатом риска ликвидности, а также использование внутренних источников финансирования долга. В свою очередь, это требует создания условий для развития внутреннего рынка капитала.

В качестве фактора, снижающего риск ликвидности, может быть рекомендована ограничительная политика в отношении финансирования различных проектов и программ с участием государства, включая гарантированные правительством ссуды. Соответствующая политика, связанная с официальными валютными запасами, сможет также играть важную роль в увеличении маневра для правительства при наступлении непредвиденных негативных обязательств, связанных с обслуживанием внешнего долга.

Основными подходами к минимизации риска ликвидности следует назвать: повышение качества (точности) перспективного финансового планирования; построение оценки долговой емкости доходов на основе пессимистичных прогнозов экономического развития и финансового состояния национальной экономики; планирование долгового портфеля из условия, что объем расходов на погашение и обслуживание обязательств в каждом периоде не должен превышать величины долговой емкости в этом периоде, основанной на консервативном прогнозе социально-экономического развития и уменьшенной на «страховочную» часть долговой емкости.

К показателям эксплуатационного риска представляется правомерным отнести наличие институциональной и законодательной базы, регулирующей сферу валового внешнего долга.

Его снижение достигается высокой степенью профессионализма и независимости долговых менеджеров. Мировой опыт [4, 5, 6, 7] показывает, что таких условий легче достигнуть независимому органу. В пользу делегирования полномочий автономной организации свидетельствует также такой фактор, как снижение издержек обслуживания долга¹.

Практическая организация долгового управления различается по странам. Но, как правило, функции управления долгом (как внутренним, так и внешним) делегированы независимым единицам (долговым агентствам) в составе министерства финансов, несущего конечную ответственность [7, p. 21].

С целью минимизации эксплуатационного риска в первую очередь целесообразно формирование оптимальной институциональной мо-

¹ Централизация долгового управления в Германии в 2001 г. позволила в дальнейшем экономить на обслуживании внешнего долга до 0,75 млрд. евро ежегодно [7, p. 8].

дели, предполагающей четкое разграничение деятельности в рамках данной системы управления и реальное разделение сфер компетенции и ответственности всех структурных единиц за принимаемые решения.

В качестве *показателя риска случайных долгов* правомерно использовать долю гарантированного государством внешнего долга в общей сумме валового внешнего долга. С целью его уменьшения необходимы следующие меры: законодательное закрепление процедуры, регулирующей выпуск правительственных гарантий (с выделением приоритетов выдачи гарантий в государственном и частном секторах); разработка правил проведения конкурсного отбора, методологии анализа кредитоспособности заемщика и оценки риска наступления гарантийного случая; организация измерения и мониторинга условных обязательств, особенно гарантий; обеспечение непрерывного контроля обслуживания ссуд, по которым уже выданы государственные гарантии.

При анализе уже выданных правительственных гарантий необходимо брать в расчет конкретный профиль гарантированного долга, основанный на потенциале активации гарантийного случая и возможностях государства по его обслуживанию. При оценке будущего воздействия риска условных долгов целесообразно принимать во внимание возрастающие потребности финансирования инфраструктуры: проекты в областях энерго-, водоснабжения, дорожного строительства.

Заключение. Успешное решение внешнедолговой проблемы – базовый элемент для перехода национальной экономики к этапу долгосрочного устойчивого роста. От ее позитивного решения, выбора и формирования оптимальной структуры портфеля внешнего долга Республики Беларусь зависят состояние госбюджета, золотовалютных резервов, уровень процентных ставок, показатели инфляции, состояние инвестиционного климата в стране.

Кроме того, с учетом попыток международных кредиторов в той или иной форме ис-

пользовать сохранение внешнедолговой проблемы для экономического и политического давления на Республику Беларусь, снижение ее остроты и достижение оптимальных параметров внешнего долга становится фактором национальной безопасности и условием проведения самостоятельной внешней и внутренней политики.

Представляется, что реализация мер, предложенных в рамках системы управления рисками внешнего долга, позволит сформировать приемлемую структуру долгового портфеля и снизить стоимость обслуживания валового внешнего долга.

Литература

1. Добсон, Э. Долг и инвестиции для субъектов Российской Федерации / Э. Добсон. – М.: ИЭПП, 2000. – 205 с.
2. Жук, И. Н. Внешний долг Республики Беларусь: динамика и современное состояние // Банковский вестник. – 2010. – № 1. – С. 11–19.
3. Жук, И. Н. Идентификация рисков в управлении внешним долгом Республики Беларусь / И. Н. Жук // БЭЖ. – 2010. – № 2. – С. 83–95.
4. Blommestein, H. J. Overview of Risk Management Practices in OECD Countries / H. J. Blommestein // OECD: Advances in Risk Management of Government Debt. – 2005. – P. 27–37.
5. Guidelines for Public Debt Management: Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. – Washington, D. C.: International Monetary Fund, The World Bank, 2001. – 36 p.
6. Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation. – Washington, D. C.: The World Bank, 2007. – 136 p.
7. Wolswijk, G. Government Debt Management in the Euro Area. Recent Theoretical Developments and Changes in Practices / G. Wolswijk. – Frankfurt am Main: European Central Bank, Occasional Paper Series. 2005, No. 25. – 28 p.

Поступила 15.02.2011