

ВНЕШНИЙ ДОЛГ

ИДЕНТИФИКАЦИЯ РИСКОВ В УПРАВЛЕНИИ ВНЕШНИМ ДОЛГОМ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

И.Н. Жук,

доцент, докторант кафедры мировой экономики Белорусского государственного экономического университета

Финансовые кризисы в Восточной Азии, Латинской Америке, Российской Федерации в 1990-х и начале 2000-х годов, а также современный мировой кризис привлекли особое внимание к качеству управления внешним долгом в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Практика показывает, что плохо структурированный долг в соответствии с такими его характеристиками, как срок, валюта, заемщик, кредитор, процентная ставка, сектор экономики и др., является важным фактором, определяющим подверженность страны экономическому кризису и его масштабы. Отсутствие взвешенной государственной политики в области внешних заимствований чревато возникновением долгового кризиса, который часто приобретает крайнюю форму в виде дефолта. В результате доступ к ресурсам мирового фондового рынка может быть полностью закрыт на достаточно продолжительное время и бремя обслуживания внешнего долга станет непосильным для экономики страны со всеми вытекающими отсюда последствиями в виде массовых банкротств, вывоза капитала, обесценения национальной валюты и, в конечном счете, прекращения экономического роста [8; 11; 12].

За последние годы произошли серьезные изменения в объеме и структуре внешнего долга Республики Беларусь. Колоссальный его рост, увеличение доли менее надежного корпоративного долга, краткосрочной составляю-

щей, трансформация внутреннего государственного долга во внешний (рис. 1)¹ обуславливают необходимость более тщательного исследования тенденций и динамики внешнего долга Беларуси.

Оценку внешнедолговой ситуации республики целесообразно осуществлять путем идентификации рисков долга. Это необходимо с целью формирования оптимальной структуры портфеля внешнего долга путем нахождения компромиссного соотношения ожидаемых затрат обслуживания долга и риска. В настоящее время проблема оптимизации структуры и обслуживания валового внешнего долга является приоритетной в условиях противодействия негативному влиянию мирового финансо-

¹ В международной практике подобная структура государственного долга рассматривается как нерациональная, поскольку преобладание в ней долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте, является источником возникновения значительных валютных рисков.

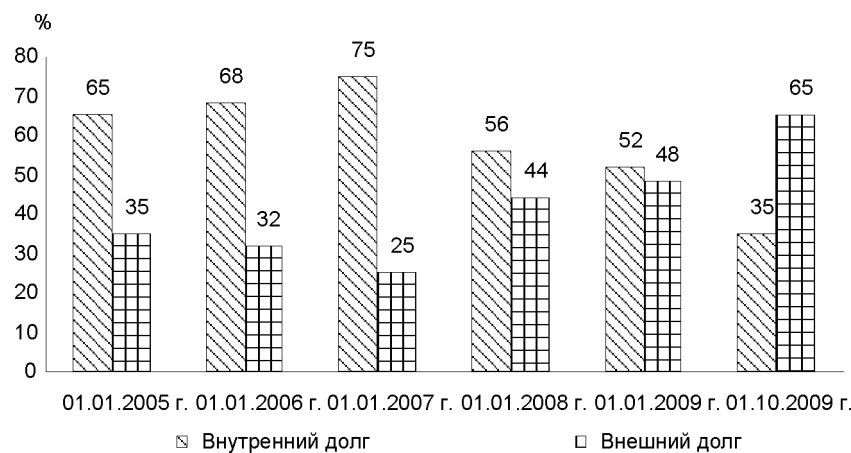


Рис. 1. Динамика соотношения государственного внутреннего и внешнего долга Республики Беларусь, %.

Источник. Составлено на основе данных Министерства финансов Республики Беларусь.

во-экономического кризиса на экономику Республики Беларусь. 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.

Следует отметить, что в современных условиях выявление рисков внешнего долга Республики Беларусь представляет собой достаточно сложный процесс. Это обусловлено существующими недостатками в сложившейся системе управления внешним долгом, одним из которых является отсутствие специальной законодательной базы Республики Беларусь, определяющей сферу валового внешнего долга (ВВД). До 2008 г. основными документами, регулирующими внешнедолговые отношения, являлись Закон Республики Беларусь от 22 июня 1998 г. № 170-З «О внешнем государственном долге Республики Беларусь», Указ Президента Республики Беларусь от 18 апреля 2006 г. № 252 «Об утверждении Положения о внешних государственных займах (кредитах)»². В связи с принятием Бюджетного кодекса Республики Беларусь названные документы были признаны утратившими законодательную силу с 1 января 2009 г.

Бюджетный кодекс своей юрисдикцией охватывает только *государственный*, внутренний и внешний долг. В соответствии с данным документом, «Министерство финансов Республики Беларусь определяет вопросы управления, обслуживания и погашения, ответственности, учета и контроля обязательств, возникающих в результате привлечения внешних заимствований, только от имени Республики Беларусь Правительством Республики Беларусь по решению Президента Республики Беларусь, а также резидентами Республики Беларусь под гарантии Правительства Республики Беларусь». Согласно Кодексу, «внешний государственный долг Республики Беларусь определяется как общая сумма основного долга Республики Бе-

ларусь по внешним государственным займам на определенный момент времени (ст. 2, п. 1.17); внешние государственные займы – государственные займы, привлекаемые от нерезидентов Республики Беларусь» (ст. 2, п. 1.16) [1. С. 5]. Вопросы, связанные с другими формами внешнего долга, в Кодексе не нашли необходимого отражения.

В качестве методологической основы формирования статистики внешнего долга Республики Беларусь выступают Руководство по платежному балансу (5-е издание, 1993 г.) и Руководство по статистике внешнего долга Международного валютного фонда (2003 г.) [5; 9]. Эти Руководства содержат положения, определяющие совокупный, т. е. *валовой внешний долг* (ВВД). В соответствии с данными документами, ВВД Республики Беларусь на любой данный момент времени представляет собой невыплаченную сумму фактических текущих и необусловленных обязательств, которая требует выплаты основного долга и/или процентов дебитором в некоторый будущий период времени и представляет собой обязательства резидентов Республики Беларусь перед нерезидентами.

Национальный банк Республики Беларусь регулярно составляет и публикует статистику валового внешнего долга, классифицированного: по институциональным секторам, по срокам погашения и по типам долговых инструментов.

Структура внешнего долга в разрезе кредиторов, валют, процентных ставок представляется Министерством финансов Республики Беларусь только в отношении внешнего государственного долга.

В результате при анализе рисков внешнего долга Республики Беларусь возникают определенные проблемы сопоставления данных, предоставляемых Министерством финансов и Национальным банком, вытекающие из указанных законодательных и методологических особенностей национальной системы управления внешним долгом.

В настоящее время внешнедолговой портфель Республики Беларусь подвержен следующим видам **рисков**: долгового объема, рефинансирования, процентный, валютный, ликвидности, случайных долгов и операционный.

² Этот указ действует в рамках Указа Президента Республики Беларусь от 12 мая 2009 г. № 241 «О внесении изменений и дополнений в указы Президента Республики Беларусь по вопросам бюджетных отношений и признании утратившими силу некоторых указов Президента Республики Беларусь».

Риск долгового объема связан с воздействием роста объема внешнего долга на макроэкономическое равновесие. Объем долга и расходов на его обслуживание оказывает значительное влияние на бюджет страны, состояние платежного баланса, банковскую систему и денежный рынок. Следовательно, минимизация его негативного воздействия чрезвычайно важна для макроэкономической стабильности и может быть достигнута посредством поддержания долга на экономически безопасном уровне, обеспечивающем своевременное обслуживание и рефинансирование внешнего долга в течение длительного периода времени. Экономически безопасным уровнем может считаться такой объем внешнего долга, при котором резиденты Республики Беларусь в состоянии обеспечить исполнение принятых на себя обязательств. Он предопределяется развитием национальной экономики, ее способностью обеспечивать экономический рост в приемлемых пределах, социальной и политической стабильностью, международными отношениями, развитием внутренних финансовых рынков, доступом к международным рынкам капитала.

Показателем подверженности риску долгового объема может выступать размер *долговой емкости* доходов резидента (для госу-

дарства – бюджета), рассчитываемый как превышение доходов субъекта Республики Беларусь над его текущими расходами без учета расходов на обслуживание существующих долговых обязательств. Фактически, долговая емкость доходов определяет предельные объемы погашения и обслуживания долговых обязательств, которые можно осуществлять за счет доходов резидентов. Долговая емкость бюджета (для государства) определяется в рамках системы бюджетного планирования. 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.

За период 1997–2008 гг. величина ВВД Республики Беларусь увеличилась более чем в десять раз – с 1908,4 в 1997 г. до 19 298,5 млн долл. США в 2009 г. (табл. 1), а темпы роста, как правило, превышали темпы роста ВВП.

Анализируя структуру ВВД по секторам экономики, можно отметить постоянное преобладание и увеличение объема внешнего долга других секторов (так называемого корпоративного сектора), удельный вес которого колебался от 36,0 до 76,2%. Наименьшую долю составляет внешний долг органов денежно-кредитного регулирования,

Таблица 1

Динамика ВВП и валового внешнего долга Республики Беларусь, млн долл. США

Год*	ВВП	Темпы роста	ВВД**	Темпы роста	ВВД/ВВП, %
1996	14333,3	–	1908,4	–	13,3
1997	13847,7	96,6	2146,3	112,5	15,5
1998	15233,1	110,0	2369,5	110,4	15,6
1999	11712,3	76,9	2224,7	93,9	19,0
2000	13088,4	111,7	2091,5	94,0	16,0
2001	12330,1	94,2	2978,6	142,4	24,2
2002	14571,8	118,2	3894,7	130,7	26,7
2003	17755,4	121,8	4174,9	107,2	23,5
2004	23133,3	130,3	4935,4	118,2	21,3
2005	30220,2	130,6	5128,2	103,9	17,0
2006	36970,6	122,3	6844,1	133,5	18,5
2007	45267,2	122,5	12496,5	182,5	27,6
2008	60343,3	133,3	15154,1	121,3	25,1
2009	51988,3*	–	19298,5	127,3	37,1

* Годовой объем ВВП в долларах США рассчитан по состоянию на 1.10.2009 г. как сумма показателей в долларах США за четыре предшествующих квартала. Квартальные показатели в долларах США рассчитаны на основе квартальных ВВП в белорусских рублях (по данным Национального статистического комитета Республики Беларусь) и среднего официального курса белорусского рубля по отношению к доллару США за соответствующий квартал.

** На конец года.

Источник. Составлено на основе данных [3. С. 147; 4. С. 163].

причем наблюдалось его сокращение с 21,7% на 01.01.1997 г. до 2,9% на 01.01.2009 г.³

Доля внешнего долга органов государственного управления вначале уменьшилась с 33,5% на 01.01.1997 г. до 8,2% на 01.01.2004 г., затем вновь возросла до 23,7%. Доля внешнего долга банков на ранних этапах развития долговой ситуации по сравнению с другими секторами была незначительна (8,8% на 01.01.1997 г.), увеличившись к 01.10.2009 г. до 16,2% (рис. 2).

Динамику объема внешнего государственного долга иллюстрирует рис. 3. За период с 1992 г. по октябрь 2009 г. долг вырос с 431,9 до 6191,2 млн долл. США (в 14 раз), что составляет 12,66% ВВП при пороговом уровне в 20%⁴. Основными держателями белорусского государственного внешнего дол-

³ В соответствии с методологией платежного баланса, кредит МВФ, полученный Правительством Республики Беларусь в 2009 г. по программе Stand-by, и сумма распределения специальных прав заимствования (SDR) МВФ включены в сектор органов денежно-кредитного регулирования. В результате их доля в общем объеме валового внешнего долга на 01.10.2009 г. составила 13,1%.

⁴ Пороговые значения показателей экономической безопасности определены Программой социально-экономического развития Республики Беларусь на 2006–2010 гг. [6].

га выступают Россия (50,4%), МВФ (24,4%), Китай (12,7%) и Венесуэла (8%) [13].

Вследствие значительного роста объемов внешнего заимствования, который наблюдается начиная с 2007 г., увеличиваются расходы на обслуживание внешнего долга. При критическом уровне в 20% отношение платежей по обслуживанию внешнего долга к экспорту товаров и услуг на 01.10.2009 г. составило 26%.

Ситуация в сфере обслуживания долга осложняется хроническим дефицитом внешнеторгового сальдо⁵, что обуславливает необходимость сохранения финансирования данного дефицита за счет последующих притоков иностранного капитала в долгосрочной перспективе (рис. 4). Основным источником дефицита внешней торговли являются экспортно-импортные операции с промежуточными товарами (энергонасосители, сырье, ма-

⁵ В мировой практике приемлемым считается уровень дефицита счета текущих операций в 5–8% ВВП. За январь–сентябрь 2009 г. отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса Республики Беларусь составило 12,4% ВВП, сальдо внешней торговли товарами и услугами – 10,6% ВВП [4. С. 51].

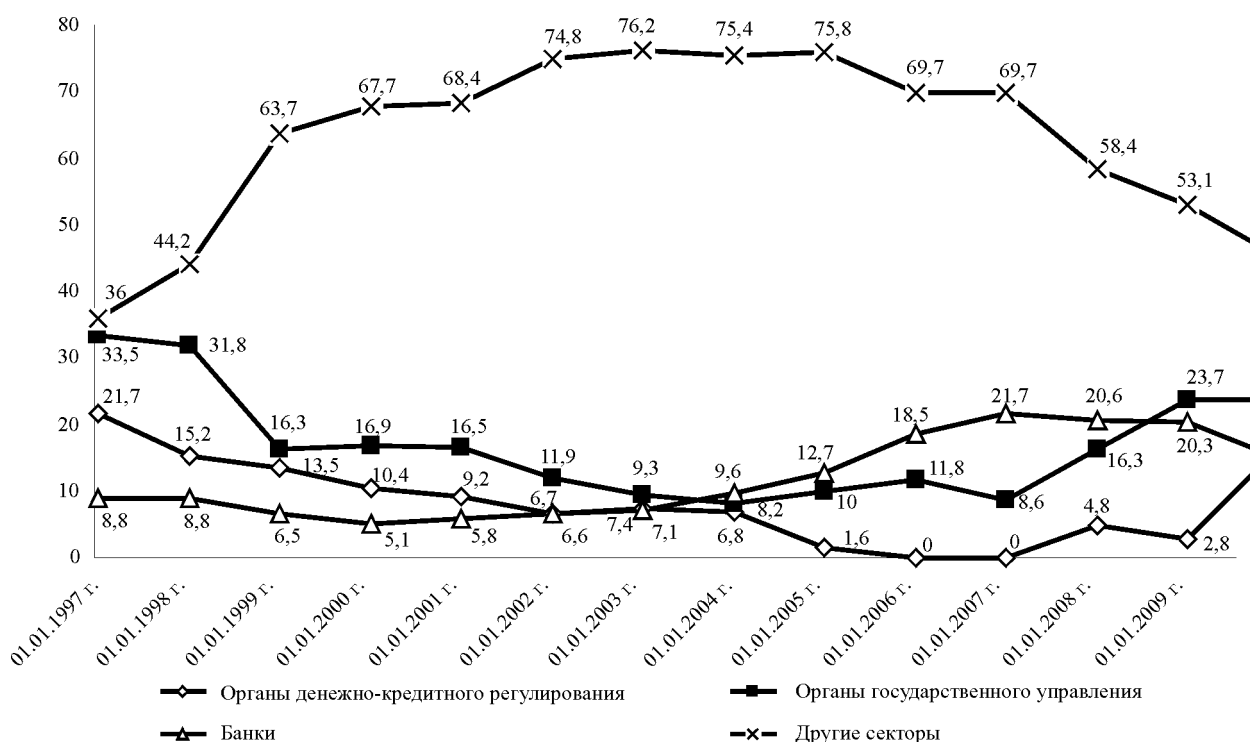


Рис. 2. Динамика структуры внешнего долга Республики Беларусь в разрезе секторов экономики, %.

Источник. Составлено на основе данных [3. С. 146; 4. С. 162].

Идентификация рисков в управлении внешним долгом Республики Беларусь

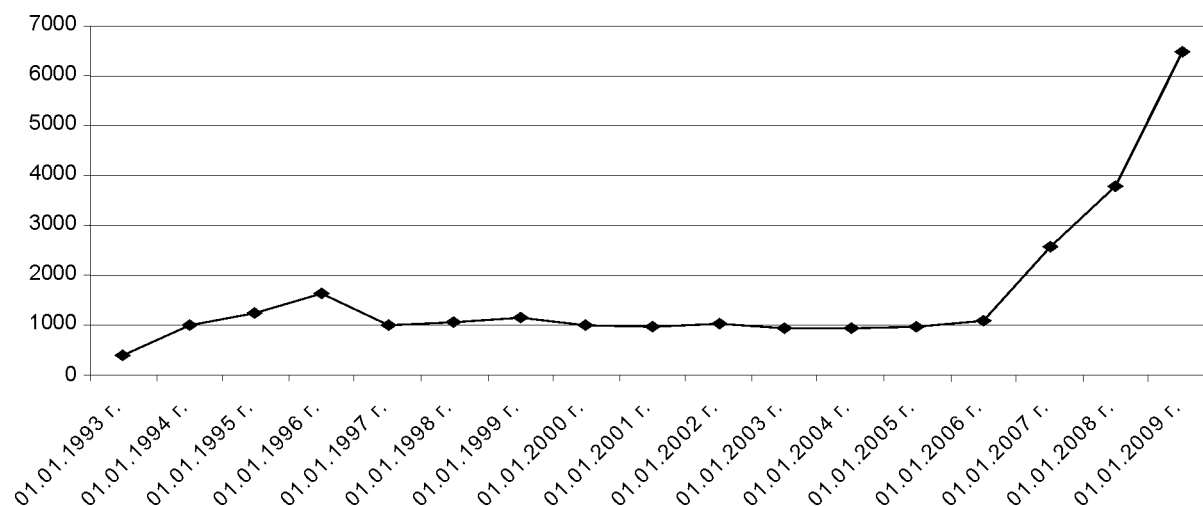


Рис. 3. Динамика объема внешнего государственного долга, млн долл. США.

Источник. Составлено на основе данных Министерства финансов Республики Беларусь.

териалы, комплектующие) и потребительскими товарами.

Результаты внешнеторговой деятельности Беларуси непосредственно влияют на состояние международных резервов страны, поскольку валютные поступления от экспорта являются основным источником пополнения резервных запасов. В сложившейся ситуации увеличение валютных резервов обеспечивается не за счет положительного сальдо внешней торговли, а в результате покупки валюты у коммерческих банков, которые привлекают краткосрочные иностранные креди-

ты, что создает значительные риски для банковской системы.

За период с 1997 г. по сентябрь 2009 г. валовые международные резервы увеличились с 469 до 3878,8 млн долл. США (в 8,3 раза). В структуре резервов на 01.10.2009 г. активы в иностранной валюте занимают 81%, монетарное золото – 19%. Это высоколиквидные активы, которые могут быть использованы для проведения интервенций на валютных рынках, финансирования импорта товаров и услуг, расчетов по погашению и обслуживанию внешнего долга. Од-

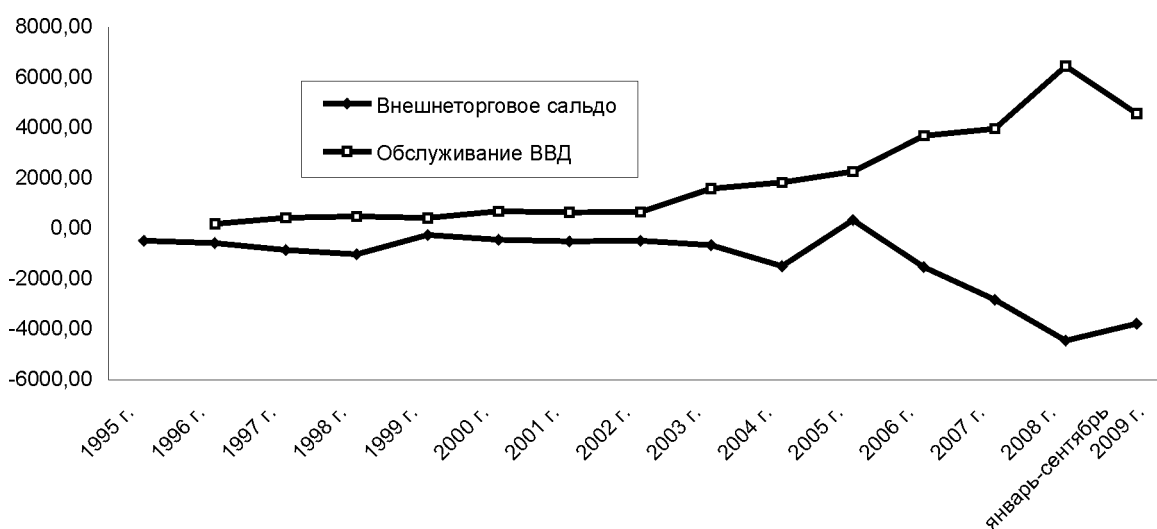


Рис. 4. Динамика сальдо внешнеторгового счета и обслуживания валового внешнего долга Республики Беларусь, млн долл. США.

Источник. Составлено на основе данных [3. С. 137, 147; 4. С. 51, 163].

нако объем резервных запасов Республики Беларусь незначителен. При пороговом значении отношения резервных активов к краткосрочному валовому долгу не менее 100% фактическое значение показателя на 01.10.2009 г. составило 42,2%.

В соответствии с мировой практикой, объем резервов должен превышать трехмесячный объем импорта. Достигнутый же уровень международных резервных активов на 01.10.2009 г. сопоставим со стоимостью импорта товаров и услуг за 1,5 месяца. В настоящее время ежемесячный объем импорта составляет порядка 3 млрд долл. США, а это значит, что золотовалютных резервов у Беларуси должно быть не менее 9 млрд долл. США. В случае неустойчивого экспорта (а белорусский экспорт можно отнести к такой категории из-за его слабой диверсифицированности) эксперты предлагают брать за основу полугодовой объем импорта плюс ежегодные выплаты по госдолгу. В этой ситуации необходимый для обеспечения финансовой безопасности страны объем золотовалютных резервов должен приближаться к 18 млрд долл. США.

Риск рефинансирования заключается в невозможности обслуживания внешнего долга за счет текущих доходов резидентов (бюджета – для государства), что требует привлечения дополнительных средств, чтобы гарантировать обслуживание уже существующего долга. Финансирование внешнего долга за счет новых займов представляется обоснованным, если темпы прироста ВВП устойчиво превышают темпы прироста внешнего долга.

Риск рефинансирования сопоставляется с возможностями возместить текущие доходы с объемом расходов недавно выпущенного долга. Следовательно, существует прямая связь между размером и датой погашения долга. Чем выше объем оплаты текущего долга и чем ближе дата его оплаты, тем больше риск рефинансирования. Объем долга, так же как и его структура по срокам – основные факторы риска рефинансирования. Увеличение срока долга и оптимизация графика его оплаты во времени помогают ограничить этот риск.

В структуре валового внешнего долга Республики Беларусь доля краткосрочного долга постоянно увеличивалась, достигнув

максимума в 2005 г. – 77,8% (пороговое значение – 50%). Такая структура внешнего долга делает его динамику весьма чувствительной к изменениям цены денег – долг повышается быстро в кризисные периоды, когда растут процентные ставки или национальная валюта обесценивается.

Начиная с 2005 г. происходит некоторое сокращение краткосрочной составляющей валового внешнего долга – до 47,6% на 01.10.2009 г. (рис. 5). Основная масса краткосрочных внешних обязательств приходится на обязательства других секторов – от 69,1 до 87,9%. Удельный вес в общем объеме краткосрочного валового внешнего долга органов денежно-кредитного регулирования колеблется от 0,3 до 4,5%; органов государственного управления – от 0,1 до 3,5%; банков – от 8,7 до 18,9%.

Несмотря на приемлемые текущие уровни индикаторов внешнего долга органов государственного управления (средний срок кредитов – более 11 лет), желательно, чтобы они принимались во внимание. Упрощенные индикаторы риска рефинансирования не учитывают равномерность распределения долговых платежей. Это требует особого контроля графика выплаты, чтобы избежать пиковых долговых платежей (пик платежей по внешнему госдолгу наступит в 2013–2014 гг.), соответственно – поддержания плавного распределения затрат обслуживания долга и платежей амортизации.

Размер риска рефинансирования и чувствительность к будущим изменениям условий привлечения внешних ресурсов могут быть определены на основе анализа графика погашения и сравнения потребностей в рефинансировании с поглощающей способностью рынка. Прямой показатель подверженности риску рефинансирования можно рассчитать на основе суммы долга, которая будет рефинансирована через определенный период времени. Другие показатели подверженности данному риску могут быть определены на основе части долга, которая должна быть погашена через один или два года и на основе среднего срока до погашения. Даже если такие расчеты не являются полностью точными, они позволяют выявить компоненты, которые представляют наибольшую угрозу будущим

Идентификация рисков в управлении внешним долгом Республики Беларусь

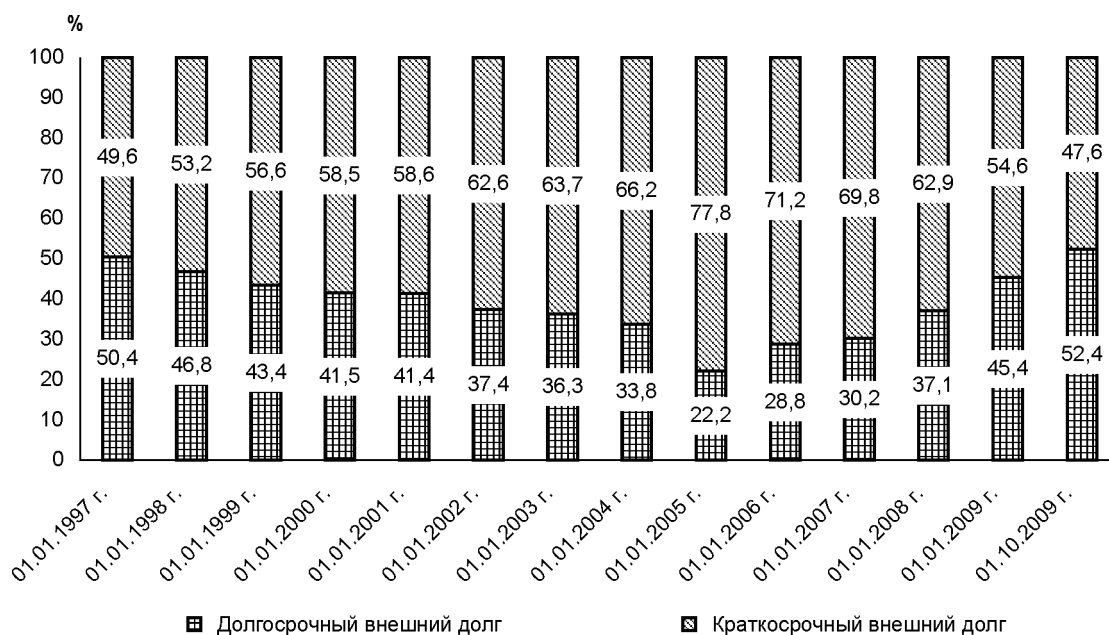


Рис. 5. Структура валового внешнего долга Республики Беларусь по срокам погашения, 1997–2008 гг., %.

Источник. Составлено на основе данных [3. С. 146; 4. С. 162].

денежным потокам, и, следовательно, помочь спланировать превентивные действия.

Снижение риска рефинансирования возможно через изменения в долговой структуре в пользу долгосрочных инструментов. Следует 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, а также принимая во внимание то обстоятельство, что слаборазвитая и более низкая ликвидность рынка предполагает более высокую премию, часть усилий должна быть сосредоточена на постепенном увеличении кривой доходности.

Другой 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 тем, что весь объем обслуживания долга (выплата процентов и погашение основной суммы) должен покрываться за счет текущих доходов на момент платежа. Если это невозможно, то не следует привлекать дополнительные заемные средства. В некоторых странах такой порядок установлен законодательством (на-

пример, в Великобритании, Германии, Франции) [2. С. 16].

Подходом, который мог бы гарантировать стабильность обслуживания внешнего долга и минимизировать риск рефинансирования, 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.

Процентный риск связан с неустойчивостью стоимости обслуживания долга в результате неожиданных изменений рыночных процентных ставок. Данному виду риска подвержена сумма *долга, незащищенного от переустановки процентной ставки* (ППС) в течение определенного периода времени. Он включает: долг по фиксированной ставке, срок погашения которого наступает и который подлежит рефинансированию; сумму долга по плавающей ставке; процентные свопы с оплатой «плеча» плавающей процентной ставки и новые потребности в финансировании. Другие показатели подверженности риску процентной ставки могут определяться исходя из *среднего срока до переустановки, соотношения плавающей*

ставки к фиксированной и средневзвешенного срока до погашения.

Полноценный анализ подверженности рискам изменения процентных ставок и управление ими с использованием современных инструментов хеджирования рисков требуют сложной и надежной базы данных и доступности таких инструментов. Если это невозможно, попытки внедрения указанных 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 (из-за неадекватной информации о реальном положении дел и ненадежных инструментов). Поэтому в качестве промежуточной меры можно применять приблизительную оценку чувствительности к риску процентной ставки, которая рассчитывается путем умножения *долга, подверженного переустановке процентной ставки*, на заданное увеличение релевантной процентной ставки над ее ожидаемой стоимостью. Может быть разработан более сложный показатель, который позволит сделать вывод о распределении процентных ставок и возможности определенного увеличения процентной ставки. Этот подход помогает определить риск как максимальное увеличение платежей по выплате процентов по долгу, которые могут происходить с определенной степенью уверенности.

Анализ текущей долговой структуры внешнего государственного долга Республики Беларусь в разрезе процентных ставок показывает, что процентные риски имеют относительно высокое влияние на затраты обслуживания внешнего долга. Причиной такого состояния является постепенное увеличение доли инструментов с плавающими ставками, достигшее по состоянию на 01.10.2009 г. около 80%, а также сокращение среднего периода до переустановки процентной ставки до одного года.

Следует отметить, что статистика по процентным ставкам кредитов, привлекаемым белорусским корпоративным сектором и банками на международном рынке, в настоящее время не публикуется. Обычно уровень процентных ставок по этим кре-

дитам формируется из ставки LIBOR и риск-премии, которая устанавливается исходя из кредитного рейтинга страны и других ее экономических характеристик. В условиях мирового финансово-экономического кризиса процентная ставка LIBOR снизилась. Если по состоянию на 2 декабря 2008 г. она составляла 2,7125% годовых для кредитов, предоставляемых на год, то по состоянию на 30 ноября 2009 г. ее уровень понизился до 1,175% годовых. Однако данное обстоятельство не может трактоваться однозначно как удешевление кредитных ресурсов для белорусских резидентов, поскольку в каждом конкретном случае нерезиденты – потенциальные кредиторы при принятии решений о выделении заемных средств исходят из своих оценок рисков, перспективности экономической конъюнктуры, политических факторов и др. Таким образом, давать определенные оценки по изменению уровня доступности заемных средств для резидентов республики на международном рынке и степени подверженности процентному риску в настоящее время не представляется возможным. Тем не менее с целью минимизации данного вида риска целесообразно рекомендовать ведение переговоров о фиксированных процентных ставках при получении новых ссуд, использование прогноза колебаний процентных ставок на международных рынках капитала.

*Валютный риск*⁶ – вероятность валютных потерь в результате изменения курса валюты, которое может произойти в период между привлечением внешнего долга и фактическим проведением расчетов по нему (выплата процентов и/или погашение основной суммы). Это происходит, когда долг привлекается в иностранной валюте, в то время как доходы и расходы (генерирующие денежные потоки, необходимые для обслуживания долга) номинированы в национальной валюте. В результате вследствие изменения валютного курса изменится и объем рублевых средств, необходимых для обслуживания существующего долга.

Как и в случае с рисками процентной ставки, сложные технологии минимизации

⁶ В специальной литературе процентный и валютный риски часто объединяют в рыночный [7; 10].

риска, которые обычно используют в других странах – форварды, фьючерсы и др., не могут быть использованы в современных белорусских условиях. Многие из этих инструментов не доступны или они сами создают недопустимые риски для участвующих сторон. В данной ситуации долг в иностранной валюте можно привлекать с условием его хеджирования в местной валюте по цене, дающей некоторую экономию (обычно небольшую) по сравнению с прямым заимствованием в национальной валюте.

Необходим также тщательный анализ колебаний на международном валютном рынке курсов тех валют⁷, из которых сформирован портфель долга.

Учитывая рост волатильности обменных курсов в условиях кризиса, и в частности курса доллара США, а также нестабильность на валютном рынке Республики Беларусь, которая сопровождается наличием понижающего давления на обменный курс белорусского рубля к доллару США, существующий валютный состав внешнего государственного долга несет в себе значительные риски роста объемов его погашения и обслуживания в рублевом эквиваленте. В связи со сделанными в последнее время заимствованиями у Российской Федерации и возможным продолжением сотрудничества в ближайшей перспективе, а также принятым Национальным банком Республики Беларусь составом валютной корзины, в которой в равных долях учитываются доллары США, евро и российские рубли, представляется целесообразным осуществление трансформации валютного состава внешнего государственного долга в направлении этих пропорций.

Риск ликвидности определяется способностью (возможностью) своевременно и полностью обслуживать конкретные внешние долги. Управление риском ликвидности и его сокращение предполагает действия, направленные на предотвращение «связывания» платежей во времени, а также приводящие к своевременному обслуживанию долга независимо от непредви-

денных обстоятельств. В связи с этим возможно создание финансового запаса, который был бы своего рода «буфером» в случаях появления возможных трудностей с ликвидностью и инструментом для минимизации потенциальных отрицательных эффектов, являющихся результатом данного риска, а также использование внутренних источников финансирования долга. Это, в свою очередь, 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 резервами, может также играть ценную роль в увеличении маневра для правительства при наступлении непредвиденных негативных обязательств, связанных с обслуживанием внешнего долга.

Риск случайных (условных) долгов обусловлен выдачей государственных гарантий и возникает при нарушении должником своих обязательств, превращая потенциальные долги в фактические. Условные обязательства могут быть явными или неявными. Важнейшей особенностью таких обязательств, отличающей их от текущих финансовых обязательств (и внешнего долга), является то, что соответствующая финансовая операция произойдет лишь после выполнения одного или нескольких условий или наступления одного или нескольких событий. *Явные* условные обязательства – это договорные финансовые соглашения, приводящие к образованию обусловленных требований (т. е. требований, вступающих в силу лишь при выполнении одного или нескольких оговоренных условий) об осуществлении выплат, обладающих экономической ценностью [9. С. 83]. Иными словами, явное условное обязательство возникает из юридического или договорного соглашения.

Неявные условные обязательства не возникают из юридического или договорного источника, а появляются в результате того или иного условия или наступления какого-

⁷ Преобладающими валютами в государственном внешнедолговом портфеле Беларуси являются доллары США – около 67%, СДР – 24%, евро – примерно 7%, китайские юани – 2%.

либо события [9. С. 84]. Например, обеспечение системной платежеспособности банковского сектора может рассматриваться в качестве неявного условного обязательства центрального банка. Аналогичным образом и покрытие обязательств местных органов государственного управления или обязательств центрального банка в случае дефолта может рассматриваться как неявное условное обязательство центрального правительства. Неявные условные обязательства имеют важное значение для макроэкономических оценок, анализа налогового бремени и экономической политики в целом. Однако оценить их сложнее, чем явные. Кроме того, до тех пор, пока не будут разработаны методики их оценки, распространение информации о неявных условных обязательствах будет сопряжено с опасностью возникновения риска нанесения морального ущерба.

Доля *явных* условных обязательств в структуре государственного внешнего долга Беларуси не превышает 2%. Чтобы устранить этот риск или еще больше его снизить, необходимы: 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 выданы государственные гарантии.

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

Операционный риск возникает, если неадекватно осуществляются ежедневные операции долгового управления или со стороны человеческих ресурсов, или со стороны

самого органа, отвечающего за долговое управление. Анализ соответствующего материала [7; 10; 11; 13] показал, что большая сложность в управлении внешним долгом требует высокой степени профессионализма и независимости долговых менеджеров, которую легче достигнуть специальному органу. В пользу делегирования полномочий независимой организации свидетельствует такой фактор, как снижение издержек по его обслуживанию⁸. Практическая организация долгового управления отличается по странам. Как правило, функции управления долгом (как внутренним, так и внешним) делегированы независимым подразделениям (долговым агентствам) в составе министерства финансов, несущего общую ответственность [13. С. 21].

С целью минимизации операционного риска в первую очередь необходимо сформировать оптимальную институциональную модель, предполагающую четкое разграничение деятельности в рамках данной системы управления, обеспечив реальное разделение сфер компетенции и ответственности всех структурных единиц системы за принимаемые решения. Кто бы ни был ответственен за процесс управления внешним долгом, последний будет всегда требовать значительных ресурсов. Поэтому в ситуации, когда участниками процесса управления внешним долгом являются несколько ведомств (как, например, в Республике Беларусь), их усилия должны быть согласованными, позволяющими избежать дублирования действий на одном и том же сегменте рынка в одно и то же время и добиться по возможности полной согласованности подходов, применяемых в отношении управления долгом. Благодаря современным информационным технологиям, различные ведомства могут связываться между собой с помощью компьютерной сети, что способствует специализации различных учреждений без ущерба процессу согласования долговой и макроэкономической политики. В этой связи важное значение приобретают процедуры обеспечения по возможности бесперебойного и своев-

⁸ Централизация долгового управления в Германии в 2001 г. позволила сэкономить на обслуживании внешнего долга до 0,75 млрд евро ежегодно [13. С. 8].

ременного обмена информацией между ведомствами-соисполнителями.

Целесообразно сделать все необходимое для налаживания прочных связей между сотрудниками различных ведомств, с тем чтобы любые проблемы и сложности могли преодолеваться в оперативном порядке, а также для недопущения дублирования соответствующих решений и действий. Организация регулярных встреч на рабочем уровне является одним из путей развития такого взаимодействия, а также дает возможность для информирования друг друга о предстоящих событиях и возможных будущих мерах по совершенствованию или модификации управления долгом. Такое сотрудничество способствует распространению идей, внесению усовершенствований, лучшему пониманию точек зрения других учреждений⁹ и налаживанию важных личных контактов.

Выполнение вышеуказанного условия не только создаст атмосферу предсказуемости и поможет определить национальные приоритеты в области управления внешним долгом, но также приведет к уменьшению макроэкономических рисков, связанных с относительно высоким темпом роста внешнего долга и дефицитом текущего счета.

Дополнительную поддержку в снижении потерь от неадекватного управления операционным риском оказывает прозрачная практика деловых отношений, включая четко сформулированные обязанности штата управления долгом, инструкции о процедурах для первичного и вторичного распределения государственных и корпоративных ценных бумаг, аукционный формат, правила для участия, предложение цены, объема распределения, правила, определяющие порядок лицензирования первичных дилеров (если они есть) и других официально назначенных посредников по размещению правительственных ценных бумаг, включая критерии для их выбора, права и обязанности.

⁹ Например, чрезвычайно необходима информация, связанная с правительственными финансовыми потоками, для принятия мер центральным банком по уменьшению темпа роста кредитов, предоставляемых банком экономике. С другой стороны, полученная информация от центрального банка о ликвидности в банковской системе позволяет лучше структурировать проблемы внешнего долга и операций, связанных с их управлением.

Независимо от установленной институциональной структуры управления внешним долгом способность привлечь и сохранить квалифицированный штат управления также является необходимым условием для смягчения операционного риска.

Важно, чтобы в условиях либерализации международного движения капитала управляющие внешним долгом органы обладали возможностями в области мониторинга не только государственного внешнего долга, но и внешней деятельности частного сектора. Поскольку иностранные контракты заимствования обычно включают пункт, согласно которому заемщик подчиняется юрисдикции страны-кредитора или международного арбитража, необходимо также и парламентское одобрение внешних заимствований корпоративного сектора (как минимум валообразующих внешний долг предприятий). Возможно, это потребует создания официально утвержденного порядка взаимодействия ведомств, обеспечивающих поступление полной и своевременной информации в органы управления внешним долгом. В противном случае и экономические органы, ответственные за принятие решений, и инвесторы из частного сектора могут быть введены в заблуждение относительно объема накопленной внешней задолженности частных предприятий, что обернется отрицательными последствиями для экономики на более позднем этапе.

Принимая во внимание тот факт, что непрерывный рост валового внешнего долга страны поддерживается в большей степени за счет роста внешнего долга корпоративного сектора, в том числе за счет долга банковского сектора, а также ограниченность прямого вмешательства государства в хозяйственную деятельность данного сектора, представляется целесообразной разработка методических рекомендаций по управлению внешним долгом корпоративного и банковского секторов, способствующих ограничению внешнего заимствования резидентами республики.

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод о том, что в настоящее время валовой внешний долг Республики Беларусь подтвержден следующим видам рисков (табл. 2):

Степень подверженности рискам валового внешнего долга Республики Беларусь
(+++ высокая, ++ средняя, +- низкая, --- отсутствует)

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

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

- риск долгового объема, в наибольшей степени характерный для корпоративного сектора, с 2007 г. – органов государственного управления. Увеличение объема внешнего долга и расходов на его обслуживание негативно отражается на состоянии платежного баланса, накоплении официальных золотовалютных резервов, ликвидности и устойчивости банковской системы и корпоративного сектора;

- 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, усугубляемый недостаточными золотовалютными резервами и зависимостью белорусского экспорта от конъюнктуры на международных товарных рынках, что наглядно подтвердили после-

дние события мирового финансового кризиса. Его развитие вызвало снижение мирового спроса на товары и услуги, что привело к падению мировых цен на основные статьи белорусского экспорта (нефтепродукты, продукцию машиностроения и металлообработки, продовольствие, транспортные услуги, за исключением трубопроводного транспорта, а также, возможно, на калийные удобрения). В результате следует ожидать не только уменьшения валютной выручки, но и сокращения поступления в бюджет экспортных пошлин на нефтепродукты, размер которых привязан к мировым ценам на нефть;

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

- операционный риск, связанный с недостаточно скоординированной и результативной деятельностью отдельных институтов исполнительной власти в данной области (Министерства финансов, Национального банка), отсутствием законодательной базы, регулирующей сферу валового внешнего долга. Таким образом, на наш взгляд, объективно возникает потребность создания в Республике Беларусь единой системы управления внешним долгом в рамках создания Долгового агентства.

Перечисленные риски не позволяют выполнить исчерпывающий анализ проблем, связанных с внешним долгом, но являются

основанием для выбора приоритетов в долговом управлении. Количественная оценка рисков, которая проводится с помощью анализа чувствительности обязательств по отношению к различным внешним факторам, дает возможность сформировать оптимальный портфель внешнего долга, определяемый в виде желаемой структуры долгового портфеля по ключевым показателям риска (валютный состав, средневзвешенный срок, сочетание фиксированной и плавающей ставок, доля долга со сроком погашения в течение следующего года). Кроме того, на основании выявленной системы рисков определяется экономически безопасный уровень внешнего долга путем разработки относительных показателей валового внешнего долга Республики Беларусь на среднесрочную перспективу, выступающих в качестве «сигнальных» пороговых значений, согласно которым государственные органы могут принимать определенные ограничительные меры для недопущения превышения валовым внешним долгом данных «порогов».

ЛИТЕРАТУРА

1. *Бюджетный кодекс Республики Беларусь*. Минск: Нац. центр правовой информации Респ. Беларусь, 2008.
2. *Добсон Э.* Долг и инвестиции для субъектов Российской Федерации. М.: ИЭПП, 2000.
3. *Платежный баланс Республики Беларусь за 2008 г.* Минск: Национальный банк Республики Беларусь, 2009.

4. *Платежный баланс Республики Беларусь за январь–сентябрь 2009 г.* Минск: Национальный банк Республики Беларусь, 2009.
5. *Руководство по платежному балансу*. 5-е изд., 1993. Вашингтон, МВФ, 1995.
6. *Тур А.Н.* Цели, задачи и приоритеты в Программе социально-экономического развития Республики Беларусь на 2006–2010 годы: пособие для студентов и учащихся / А.Н. Тур, М.И. Плотницкий. Минск: Мисанта, 2007.
7. *Blommestein Hans J.* Overview of Risk Management Practices in OECD Countries // OECD: *Advances in Risk Management of Government Debt*. 2005. P. 27–37.
8. *Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*. Washington, D.C.: The World Bank, 2007.
9. *External debt statistics: guide for compilers and users*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2003.
10. *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.
11. *Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation*. Washington, D.C.: The World Bank, 2007.
12. *Public Debt and Its Determinants in Market Access Countries*. Results from 15 Country Case Studies. Washington, D.C.: The World Bank, 2004.
13. *Wolszijk G., Haan J.* Government Debt Management in the Euro Area. Recent Theoretical Developments and Changes in Practices. Frankfurt am Main: European Central Bank, Occasional Paper Series. 2005. № 25.
14. *Кому и сколько должна Беларусь*. Режим доступа: <http://news.tut.by/152195.html>. Дата доступа: 11 ноября 2009 г.



Материал поступил 24.11.2009 г.

□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□. □□□□□□□□.
□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.

BSEU Belarus State Economic University. Library.
<http://www.bseu.by> elib@bseu.by