

Гибкие финансовые инструменты как стабилизаторы внешней долговой устойчивости страны

Станислав ПРОФАТИЛОВ



Ведущий специалист Управления исследований Национального банка

Ключевые слова:

условные конвертируемые облигации, связанные с ВВП облигации, внешний долг, долговой кризис, реструктуризация, дефолт, устойчивый уровень внешнего долга.

долга крайне маловероятен в развитых странах, но и значительно повысили интерес к новым видам заимствования. Ряд ведущих центральных банков мира (Банк Англии, Банк Канады, Европейский центральный банк) и международных организаций (МВФ и другие) обратили свое внимание на важность выбора подходящего финансового инструмента заимствования, о чем свидетельствуют их недавние публикации по вопросам устойчивости внешнего долга.

Гибкие финансовые инструменты

Как правило, когда государству необходимо получить дополнительное финансирование каких-либо проектов, оно выпускает облигации. Государственные займы могут классифицироваться по множеству признаков, таких как сроки и способ погашения, технология эмиссии, метод размещения и определения дохода и других, а общим всегда является неизменность сроков и объемов выплат. Но подобные финансовые инструменты не всегда в полной мере отвечают интересам не только заемщика, но и кредитора. В современном мире нередки случаи, когда небольшой период экономической нестабильности¹ перерастает в полноценный кризис, ведущий к дефолту. Если такое происходит, в проигрыше оказываются обе стороны: заемщик несет репутационные потери, приводящие, как правило, к невоз-

можности внешнего заимствования в среднесрочной перспективе, а кредитор – прямые финансовые потери после реструктуризации «плохих» обязательств заемщика. Гибкие финансовые инструменты призваны помочь избежать подобных ситуаций. Рассмотрим государственные условные конвертируемые и связанные с ВВП облигации.

Государственные условные конвертируемые облигации (sovereign contingent convertibles, или сокращенно sovereign cocos). Впервые концепция конвертируемых облигаций была представлена в 1991 г.², но применение на практике нашла лишь после глобального финансового кризиса 2007–2008 гг. в качестве меры повышения устойчивости банковского сектора. Исторически сложилось, что финансирование банков осуществляется в основном за счет привлечения розничных депозитов. Вкладчики, в свою очередь, пользуются защитой депозитов, предоставляемой государством, поскольку большинство населения не имеет времени или возможности активно отслеживать финансовую устойчивость банков. В такой ситуации в выигрыше будет банк, предлагающий наибольшую ставку по депозиту, пусть и с наивысшим риском. В случае кризиса и банкротства банка основные потери держателей депозитов будут покрыты из кармана налогоплательщиков. Подобную систему нельзя назвать справедливой, поэтому правительства стремятся поддерживать

За последние десятилетия произошло несколько кризисов на развивающихся рынках, приведших к суверенным дефолтам. И хотя негативные последствия для экономики отдельной страны, не способной обслуживать свой внешний долг, были значительными, мировой рынок мог этого и не заметить. В такой ситуации интерес к разработке гибких финансовых инструментов государственного заимствования был слабым, их развитие отдавалось на откуп стране, пережившей кризис, иногда – Международному валютному фонду (далее – МВФ). Однако долговые кризисы в Исландии, а также в некоторых странах еврозоны (Греция, Ирландия, Португалия, Кипр) за последние несколько лет не только изменили преваляровавшее мнение, что кризис суверенного

¹ Например, из-за проблем ликвидности или платежеспособности.

² Harvard law review, № 8 (104).

устойчивость банковской системы без большой нагрузки на бюджет. Условные конвертируемые облигации привлекли внимание во время финансового кризиса как негосударственный способ поддержки банковских организаций. Первая условная конвертируемая облигация, выпущенная банком³, появилась в 2009 г.

Условные конвертируемые облигации идентифицируются двумя основными элементами: триггером и коэффициентом конверсии. Триггер обозначает событие, запускающее механизм конверсии, а коэффициент конверсии определяет фактическую ставку, по которой долг рефинансируется. Если долг может рефинансироваться множеством способов, то триггер обычно выбирается таким образом, чтобы обеспечить автоматическую и бездискуссионную конвертацию.

Под термином «государственные условные конвертируемые облигации» понимаются облигации, автоматически продляющие сроки своего погашения в случае кризиса ликвидности в стране (по аналогии с облигациями, выпускаемыми банками). Существует множество способов оформления государственных условных конвертируемых облигаций.

Например, в качестве триггера продления срока погашения таких государственных облигаций (т. е. признака наступления кризиса ликвидности в стране) Банк Канады предложил считать заключение страной соглашения с МВФ о кредитной поддержке (таблица 1).

Преимущество использования государственных условных конвертируемых облигаций, по крайней мере в представленном выше виде, заключается в повышении устойчивости страны к кризису ликвидности.

Во-первых, снижается необходимость в дорогих аварийных кредитах. Не секрет, что при возникновении проблем у заемщика новые кредиты он сможет получить только предоставив дополнительную премию за риск. Как итог, государство вынуждено тратить дополнительные средства на рефинансирование долга, тогда как могло бы направить их на преодоление кризиса.

Во-вторых, отсутствует необходимость согласования рефинансирования долга. Зачастую кредиторы неохотно идут на реструктуризацию долга, позволяя кризисной ситуации усугубиться, что приводит к необходимости еще большего списания долгов.

Пример. В 2009 г. во время долгового кризиса в Греции кредиторы не поддержали реструктуризацию долга, что привело к необходимости списания 50% долговых обязательств уже через два года [6].

В-третьих, бремя реструктуризации будет распределено более справедливо, поскольку любое списание долга будет содержать большую долю докризисных кредиторов. Кроме того, это должно уменьшить нынешнюю предвзятость кредиторов, которые предпочитают предоставлять только краткосрочную помощь государству, испытывающему растущее финансовое давление.

Связанные с ВВП облигации (GDP-linked bonds). Естественным дополнением государственных условных конвертируемых облигаций являются связанные с ВВП облигации. В то время как конвертируемые облигации предназначены для борьбы с кризисом ликвидности, связанные с ВВП облигации помогают уменьшить вероятность кризиса платежеспособности. И оба вида условий могут быть определены при выпуске облигационных контрактов.

Впервые интерес к связанным с ВВП облигациям возник в 80-х гг. во время долгового кри-

Таблица 1

Конструктивные характеристики государственных условных конвертируемых облигаций, предложенные Банком Канады

Характеристики	Описание
Триггер продления срока погашения (<i>Trigger for maturity extension</i>)	Автоматическое продление срока погашения при наступлении кризиса ликвидности в стране. Признаком наступления кризиса ликвидности Банк Канады предлагает считать момент обращения страны к стабилизационным программам МВФ или схожего регионального объединения
Продолжительность продления срока погашения	Продление срока погашения должно быть достаточным, чтобы государство преодолело проблемы ликвидности, но не слишком долгим, чтобы не ущемлять интересы кредиторов. Стандартная программа МВФ составляет около трех лет
Покрываемые облигации	Предполагается, что все государственные и гарантированные государством облигации и займы будут включать данный пункт. Казначейские векселя со сроком погашения не более года, поскольку они, как правило, исключаются из процесса реструктуризации задолженности
Купонные платежи	При инициировании продления срока погашения купонные выплаты по каждой облигации будут выплачиваться по изначально установленной процентной ставке и с неизменной частотой. Погашение основного долга откладывается на продолжительность продления срока погашения
Количество продлений срока погашения	Продление срока погашения может быть активировано только один раз, чтобы страна, принимающая несколько последовательных программ поддержки, не могла продлить свои обязательства на слишком большой срок

Источник: [3].

³ Lloyds Banking Group, Англия.

зиса в развивающихся странах. Основной особенностью облигаций, связанных с ВВП, является привязка размера выплат (как по купону, так и по основному долгу) к экономическому росту страны. Это означает, что в случае низкого или отрицательного роста ВВП снизится и долговая нагрузка, а при повышенных темпах экономического роста кредиторы получают дополнительные дивиденды. Преимущества данного инструмента для страны-заемщика очевидны:

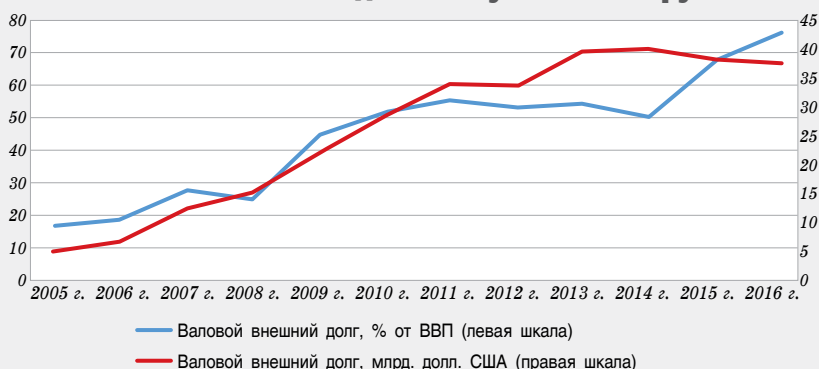
- во-первых, в случае резкого сокращения номинального ВВП рост отношения долга к ВВП не будет значительным. В Республике Беларусь в 2015 г., когда номинальный ВВП Беларуси снизился на 30%, наблюдался рост внешнего долга относительно ВВП с 50% до 68%;
- во-вторых, увеличение доли связанных с ВВП облигаций в кредитном портфеле страны автоматически повысит устойчивый уровень государственного долга;
- в-третьих, в случае позитивного сценария роста экономики заемщик всегда сможет позволить себе повышенные выплаты по облигациям.

Для кредитора явным преимуществом данного финансового инструмента является снижение риска дефолта эмитента, так как кроме оговоренного выше ослабления долговой нагрузки во время кризиса использование связанных с ВВП облигаций снижает риск накопления внешнего долга.

С точки зрения поддержания устойчивого роста экономики преимуществом инструмента является то, что он сдерживает стремление «разогнать» экономический рост за счет внешнего заимствования, поскольку это чревато не только снижением потребления в будущем, но и повышенными выплатами сейчас по уже принятым обязательствам. Наиболее эффективной экономической политикой в данном случае будет поддержание роста экономики на стабильном уровне.

К отрицательным особенностям можно отнести потенциальные политические проблемы в

Валовой внешний долг Республики Беларусь



Примечание. Составлено автором на основе статистики Национального банка Республики Беларусь.

Рисунок

«хорошие» времена, когда приходится выплачивать повышенные ставки по купонам. Граждане могут начать жаловаться на то, что государственные деятели приняли невыгодные для страны условия в пользу кредиторов. Другим недостатком является корректность статистических данных: данные по ВВП часто пересматривают, а у политиков может возникнуть желание исказить статистические показатели ради снижения выплат.

Если государственные условные конвертируемые облигации пока существуют только в теории, связанные с ВВП облигации уже нашли применение, но зачастую они используются как «подсластители» при реструктуризации долговых обязательств (таблица 2).

Ситуация с внешним долгом в Республике Беларусь на текущий момент

За последние десять лет отношение валового внешнего долга к ВВП в Республике Беларусь выросло более чем в два с половиной раза (рисунок) и на 1 января 2017 г. составило 78,6%. Это гораздо выше установленного в Республике Беларусь критерия «безопасного уровня» в 55% от ВВП и, естественно, вызывает озабоченность относительно устойчивости внешнего долга. Отсутствие стабильного роста производства, негативные шоко-

вые изменения внешней конъюнктуры, а также постоянные риски рефинансирования иностранных обязательств только усугубляют проблему.

Безусловно, повышение устойчивости внешнего долга Республики Беларусь – задача сложная, требующая комплексного подхода к ее решению, в основе которого должны лежать меры структурного реформирования экономики, обеспечивающие существенное повышение результативности функционирования последней. Вместе с тем не менее важным элементом данной работы является повышение эффективности управления внешним долгом, в том числе государственным, на долю которого (в расширенном определении) приходится почти 60% валового внешнего долга.

Согласно исследованию банка Англии [1], использование гибких финансовых инструментов способно значительно повысить устойчивый уровень внешнего долга без необходимости проводить серьезные структурные изменения. Так, текущий уровень внешнего долга Республики Беларусь являлся бы устойчивым, если бы индексировался к ВВП хотя бы на 60%⁴ (таблица 3).

Если преимущества использования гибких долговых инструментов явно перевешивают недостатки, тогда почему их применение столь ограничено? Видимо, самый простой и верный ответ – нельзя просто так взять и выпу-

⁴ Согласно исследованию [1], при рынке заимствований, не склонном к риску, допустимый уровень долга увеличивается приблизительно в 1,64 раза. Необходимо отметить, что данный показатель может меняться в обе стороны в зависимости от итоговых условий, связанных с ВВП облигаций.

Таблица 2

Основные примеры выпуска связанных с ВВП государственных облигаций

Страна	Особенности
Аргентина	<p>Связанные с ВВП 30-летние облигации стоимостью 62 млрд. долл. США были включены в пакет реструктуризации долга в 82 млрд. долл., по которому страна объявила дефолт в 2005 г. Дополнительный выпуск был осуществлен в 2010 г. для кредиторов, отказавшихся от данного предложения в 2005 г. Согласно условиям выплаты по облигациям осуществляются в случае, если:</p> <ul style="list-style-type: none"> • уровень реального ВВП превышает уровень показателя по базовому сценарию (<i>base-case</i>); • темп роста реального ВВП превышает темп роста показателя по базовому сценарию. Пороговое значение темпа роста реального ВВП изменяется с 4,26% в 2005 г. до 3% в 2015 г. и далее постепенно снижается; • общий объем купонных выплат не превышает заданного уровня в 48 центов на 1 доллар. Обязательства истекают в 2035 г. или после достижения заданного уровня выплат. <p>При выполнении всех условий государство обязано производить платежи в следующем объеме: $\text{Платеж} = ((0,05 \times \text{избыточный ВВП}) \times \text{единица коэффициента валюты} \times \text{условная стоимость связанной с ВВП ценной бумаги}),$ где <i>избыточный ВВП</i> отражает величину превышения фактическим ВВП своего уровня по базовому сценарию. <i>Единица коэффициента валюты</i> принимает значение в зависимости от валюты облигации. <i>Условная стоимость связанных с ВВП ценных бумаг</i> учитывает вид исходной ценной бумаги и ее долю в общем объеме реструктуризированного долга. Принимая во внимание лаг выхода статистических данных, платежи происходят в конце года, следующего за расчетным.</p> <p>Важным нюансом этих обязательств является их базирование не на росте ВВП, а на уровне ВВП. За счет высоких темпов экономического роста Аргентины в первые годы после реструктуризации долга (суммарный рост ВВП с 2005 г. по 2008 г. составил более 32%) базовый сценарный уровень был серьезно превышен, что привело к высоким выплатам в последующие годы (например, 3,5 млрд. долл. в 2012 г.)</p>
Греция	<p>В феврале 2012 г. как часть большого списания долгов в общей сложности 172 млрд. евро обменяли на связанные с ВВП облигации. Выплаты осуществляются 15 октября с 2015 г. по 2042 г. при выполнении следующих условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> • номинальный ВВП равен или превышает заданный уровень; • рост реального ВВП положителен и превышает заданный уровень. Пороговое значение роста стартует с 2,9% для 2015 г. и снижается до 2% к 2021 г.; • каждый годовой платеж не может превышать 1% от номинальной стоимости облигаций. <p>При выполнении всех условий платежи происходят в следующем объеме: $\text{Платеж} = (1,5 \times (\text{рост реального ВВП} - \text{сценарный рост реального ВВП})) \times \text{условная стоимость связанной с ВВП ценной бумаги}.$</p> <p>Как и в примере с Аргентиной, платежи происходят на следующий год после расчетного</p>
Украина	<p>В сентябре 2015 г. был реструктуризирован государственный долг на сумму 15 млрд. долл. США, пятую часть которого обменяли на связанные с ВВП облигации. Выплаты должны начаться в 2021 г. и будут продолжаться 20 лет при следующих условиях:</p> <ul style="list-style-type: none"> • при росте реального ВВП выше 3% и только если номинальный ВВП Украины в рассматриваемый год превысит 125,4 млрд. долл.; • при росте реального ВВП в 3–4% выплаты составят 15% от значения, превышающего 3%; • при росте реального ВВП более 4% выплаты дополнительно увеличатся на 40% от роста ВВП, превышающего 4%; • до 2025 г. включительно годовые выплаты не могут превышать 1% от ВВП

Источники: [5; 6].

стить государственные условные конвертируемые или связанные с ВВП облигации. Если рынок ценных бумаг постоянно развивается, рождая все новые финансовые инструменты, то государственные облигации всегда были достаточно консервативны. Даже если какие-то попытки нововведений и происходили, то только в моменты кризиса, а варианты, требующие длительной подготовки, не рассматривались вовсе.

Для внедрения гибких финансовых инструментов потребуются тесное международное сотрудничество, которое сделает прозрач-

Таблица 3

Ожидаемый эффект от перевода внешних долговых обязательств в связанные с ВВП облигации

Процент внешнего долга, номинированного в связанных с ВВП облигациях	«Безопасный уровень» внешнего долга, в процентах от ВВП
0	55
20	62
40	69
60	76
80	83
100	90

Примечание. Составлено автором на основе [1].

ным и более понятным процесс их выпуска и обращения и поможет перебороть опасения «первопроходцев» относительно недостатков новых инструментов, а также способствует быстрому набору критической массы на финансовых рынках, после чего

гибкие государственные финансовые инструменты станут ликвидными.

Очевидно, что если интерес к данной теме не ослабевает, то в ближайшем будущем мы увидим первые массовые выпуски гибких государственных долговых обли-

гаций, не связанные с реструктуризацией. Хотелось бы, чтобы Беларусь не отставала в этом направлении.

* * *

Материал поступил 05.06.2017.

Источники:

1. Barr, D. *GDP-linked bonds and sovereign default* / D. Barr, O. Bush, A. Pienkowski // *Bank of England working paper*. – 2014. – № 484. – P. 36.
2. Bjorn, K. *Contingent Convertible Bonds (Cocos) Issued by European Banks* / K. Bjorn, Nordal Stefano, Nicolas Stefano // *Norges Bank staff memo*. – 2014. – № 19. – P. 18.
3. Brooke, M. *Sovereign default and state-contingent debt* / M. Brooke, R. Mendes, A. Pienkowski, E. Santor // *Bank of Canada discussion paper*. – 2013. – № 3. – P. 19.
4. Costa, A. *Is there a novelty premium on new financial instruments? The Argentine experience with GDP-indexed warrants* / A. Costa, M. Chamon, L.A. Ricci // *IMF working paper*. – 2008. – № 109. – P. 40.
5. Griffirh-Jones, S. *Growth-linked bonds* / S. Griffirh-Jones, D. Hertova // *CESifo DICE report*. – 2013. – № 3. – P. 33–38.
6. Zettelmeyer, J. *The Greek debt restructuring: an autopsy* / J. Zettelmeyer, C. Trebesch, M. Gulati // *Economic policy*. – 2013. – № 28 (75). – P. 513–563.