



Workshop on
**Debt Sustainability for
Central and West Asia**

18-21 November 2024
Urumqi, China

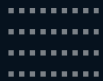


Стратегия управления долгом

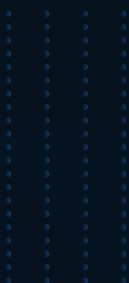
М Джошкун Джангёз

Содержание

- Обзор
- Анализ затрат и рисков
- Заключительные мысли



Обзор



Что такое управление долгом?

Управление государственным долгом – это **процесс** разработки и реализации стратегии управления долгом правительства с целью привлечения необходимого объема финансирования. при минимально возможных затратах в среднесрочной и долгосрочной перспективе, соответствующих разумной степени риска.

Он также должен соответствовать любым другим целям управления государственным долгом, которые может поставить правительство, таким как развитие и поддержание эффективного рынка государственных ценных бумаг.

(Пересмотренные руководящие принципы PDM, 2014 г.)

От целей к реализации



Цели
Долгосрочные

Обеспечить своевременное финансирование

Минимизация затрат с учетом риска

Поддержка развития рынка

Редко пересматривается

Стратегия
Среднесрочная

Анализ альтернативных стратегий заимствования

Обновляется ежегодно

План
заимствования:
краткосрочный

Тактические решения

Календари внутренних аукционов

Планы валютного финансирования

Частые обновления

Стратегия отражает желаемые финансовые характеристики портфеля долговых обязательств

- Доля внутренних и внешних
- Валютная структура внешнего долга
- Доля задолженности с фиксированной и плавающей процентной ставкой
- Профиль сроков погашения
- Доля номинала по сравнению с индексированной на инфляцию (или другой индекс)

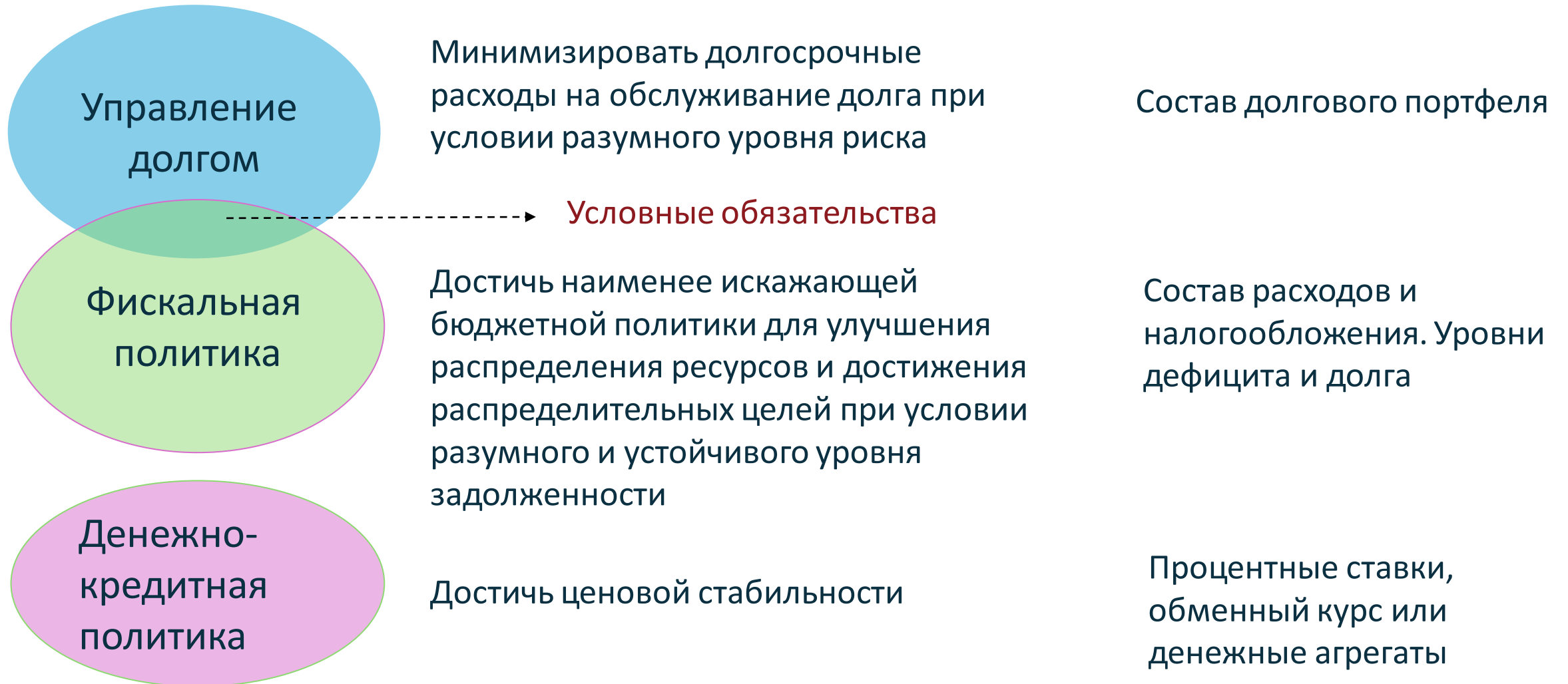
Восемь процессов стратегии управления ДОЛГОМ

- 1 Цели и объем стратегии управления долгом
- 2 Текущая стратегия долга, затраты и риск существующего долга
- 3 Потенциальные источники финансирования
- 4 Макро- и рыночная среда
- 5 Обзор ключевых структурных факторов и рисков
- 6 Анализ альтернативных стратегий управления долгом
- 7 Обзор фискальных, бюджетных и рыночных ограничений
- 8 Предложить и одобрить СУД

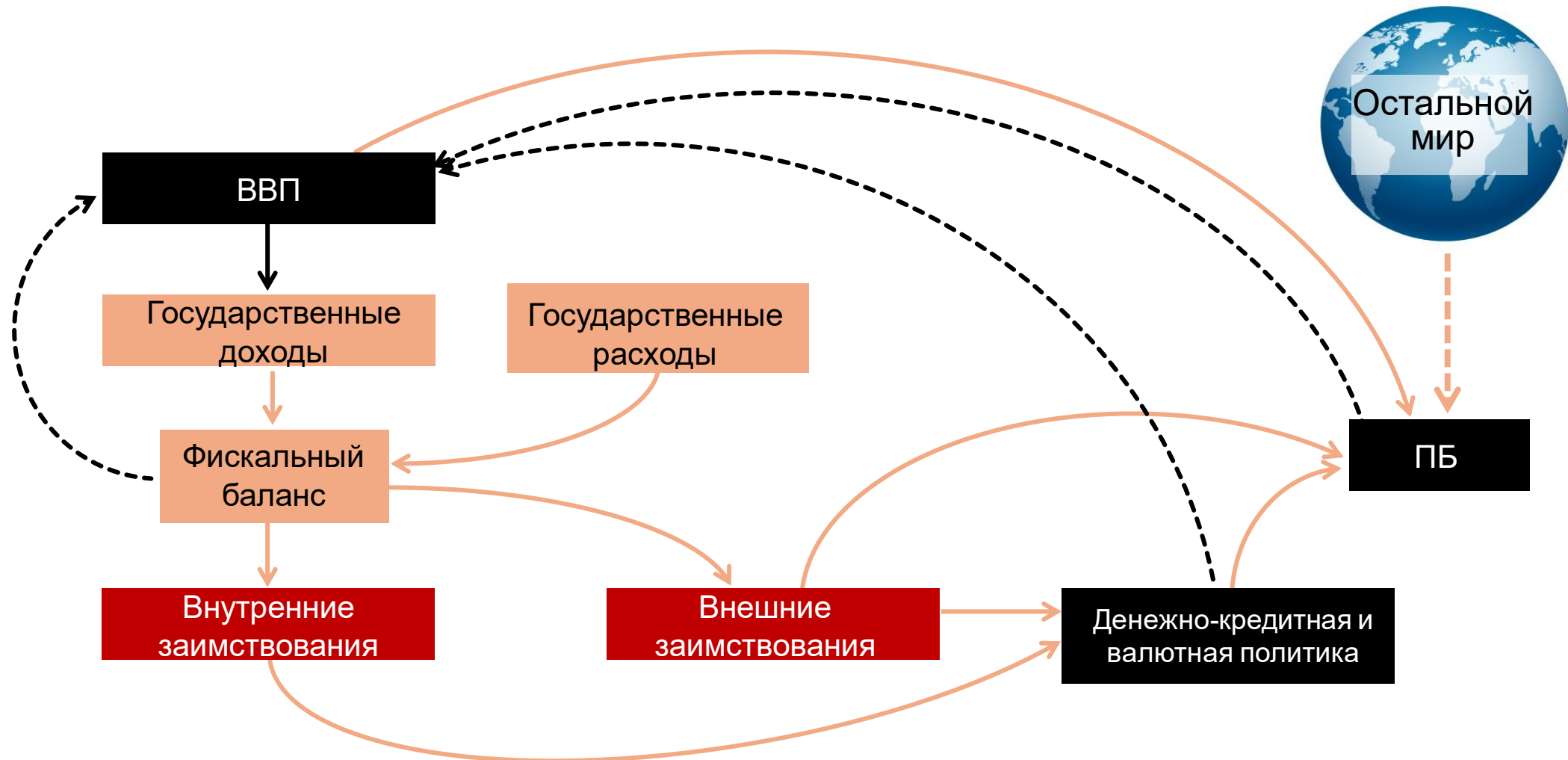
Стратегия управления долгом: итеративный процесс



Разные государственные политики имеют разные цели и инструменты



Разделение политики не означает независимость политики



...и управляющий задолженностью должен знать о взаимосвязях



Валовые потребности в финансировании: в центре внимания

Неожиданное увеличение потребностей в финансировании требует от управляющего долгом поиска финансирования в кратчайшие сроки, но...

- Некоторые рынки могут быть закрыты, или кредитование официального сектора может быть медленным или невозможным
- Поглощающая способность внутреннего рынка может быть ограничена
- При дефиците финансирования может не получиться достичь желаемые условия

Предлагает выгоду от

- диверсификации источников финансирования
- развития внутреннего рынка
- минимизации риска рефинансирования, например предварительное финансирование
- хеджирование рисков стихийных бедствий, и хеджирования цен на сырьевые товары

Доходы и расходы

		УТР м
+	Revenue	16 000
-	Primary expenditure	21 000
=	Primary balance	- 5 000
-	Interest payments	- 3 000
=	Fiscal balance	- 8 000
-	Principal payments	- 6 000
=	Balance	- 14 000
=	Gross borrowing requirement	14 000

- Валовая потребность в заимствованиях (или финансировании) – это сумма финансирования, которую необходимо привлечь посредством выпуска ценных бумаг или выдачи займов, состав которых определяется стратегией финансирования
- Необходимо учитывать процентные и основные платежи как по существующему долгу, так и по новому долгу
- Прогнозы платежей по обслуживанию долга зависят от конкретной структуры заимствований, установленной стратегией.

Базовые требования к финансированию и сценарии фискального риска

- Прогноз потребностей в финансировании должен основываться на прогнозах первичного баланса и экономического роста, подготовленных фискальным органом.
 - Результаты анализа фискальной устойчивости
 - Параметры среднесрочной бюджетной основы (MTFF)
- Сценарии риска для государственных доходов и первичного баланса, а также других потоков, создающих дефицит
 - Риски для прогнозов роста
 - Фискальная жесткость и фискальное пространство
 - Риски условных обязательств

Небюджетные статьи и денежный буфер

- В качестве источника финансирования могут быть доступны внебюджетные активы, такие как депозиты, которые могут быть сняты, другие финансовые активы, которые могут быть конвертированы в наличные, или приватизация и другие поступления от продажи активов. Эти активы снизят валовую потребность в заимствованиях.
- Внебюджетные расходы, такие как условные обязательства, погашение просроченной задолженности по расходам, погашение непогашенных овердрафтов или аналогичных кредитов или приобретение активов, увеличат общую потребность в заимствованиях.
- Для целей управления долгом может быть доступен денежный буфер, который может стать фактором, снижающим или увеличивающим валовую потребность в заимствованиях.

		UTP m
+	Revenue	16 000
-	Primary expenditure	21 000
=	Primary balance	- 5 000
-	Interest payments	- 3 000
=	Fiscal balance	- 8 000
-	Principal payments	- 6 000
=	Balance before other factors	- 14 000
+	Cash inflows (reduce borrowing needs)	1 000
-	Cash outflows (increase borrowing needs)	- 2 000
=	Balance	- 15 000
=	Gross borrowing requirement	15 000

...но если уровень долга неприемлемый, никакая стратегия не решит проблему

При этом если фискальная политика находится на неустойчивом пути, необходима фискальная корректировка.

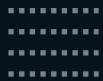
- Управление долгом не является решением проблемы плохого фискального управления
- Краткосрочная фискальная целесообразность снижения затрат может привести к неустойчивому уровню задолженности

Важность включения в бюджет расходов на развитие рынка

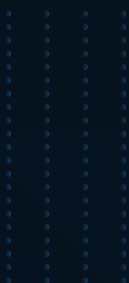
- Анализ затрат и рисков поможет количественно оценить затраты на освоение рынка.

Также следует рассмотреть планы страховых премий и снижения рисков, например:

- Хеджирование рисков стихийных бедствий
- Инвестиции в орошение для смягчения последствий засухи



Анализ затрат и рисков



Затраты и риски заложены в цели управления долгом

- Таиланд: «Наблюдать за операциями по управлению государственным долгом в рамках приемлемой стоимости финансирования и рисков и продвигать тайский рынок облигаций к центру Азии» [» และยุทธศาสตร์ - PDMO - Офис по управлению государственным долгом](#)
- Грузия: «Покрытие государственных финансовых потребностей при минимизации среднесрочных и долгосрочных затрат в соответствии с разумной степенью риска» [სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია 2017-2020 წლებისთვის \(mof.ge\)](#)
- Кыргызская Республика: «...обеспечение потребностей Правительства КР в финансировании путем привлечения заемных средств с минимально возможными затратами и разумными рисками, развитие рынка государственных ценных бумаг и поддержание устойчивости государственного долга КР». [«Стратегия управления государственным долгом КР на 2020-2023 годы» – Новости министерства – Министерство финансов КР \(minfin.gov.kg\)](#)

...поэтому необходимо четкое определение стратегии

«Затраты» – процентные платежи по долгу? А как насчет амортизации?

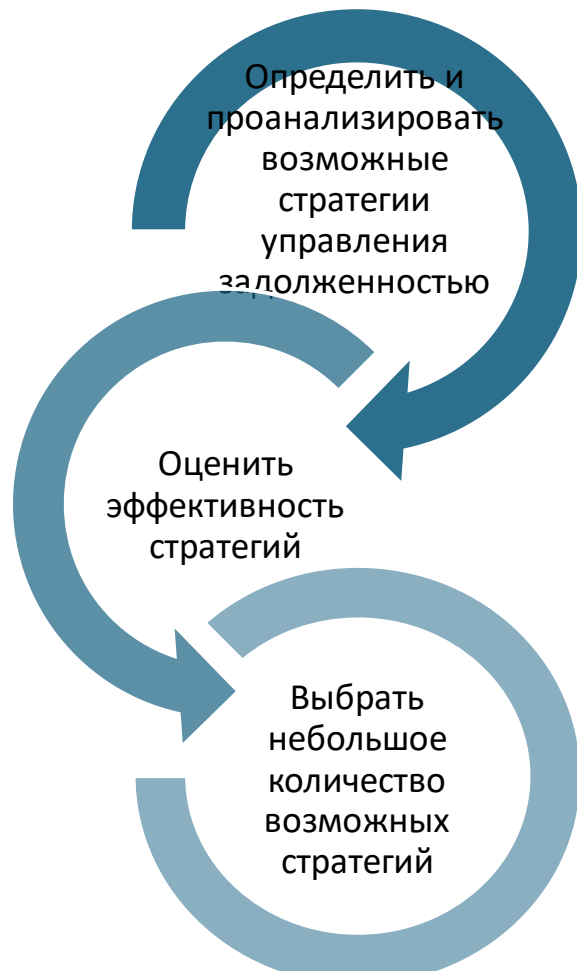
«Риск» – негативные бюджетные последствия, которые могут возникнуть в результате нежелательного результата.

Для управляющего государственным долгом нежелательным результатом является увеличение стоимости обслуживания долга; последствия будут более серьезными, если это произойдет при низком доходе.

Чтобы оценить риск, возникающий из государственного долга, нам необходимо понимание государственных активов и доходов.

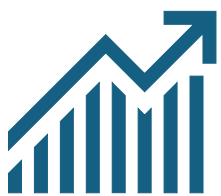
Формулирование стратегий

Цель: выбрать небольшой набор стратегий



- Определить набор соответствующих стратегий и оценить их в соответствии с
 - ▶ ограничениями
 - ▶ будущими сценариями первичного баланса и рыночных ставок
 - ▶ соответствующими сценариями риска/стресса
- Оценить эффективность – качественно или количественно – ряда альтернативных стратегий с точки зрения затрат и риска.

На практике УД необходимо лишь детально проанализировать небольшой набор стратегий



Метрики: местная валюта в среднесрочной/долгосрочной перспективе

- **Расходы:**
- Ежегодные выплаты процентов + влияние изменений валютных курсов и инфляции
- **Риск:**
- Изменения будущих затрат и влияние на бюджет

Цели управления долгом обычно предусматривают рассмотрение расходов на обслуживание долга в долгосрочной перспективе.

- Меры, ограничивающиеся обслуживанием долга в течение следующего бюджетного цикла, нецелесообразны

Цели управления долгом обычно сосредоточены на экономических затратах

- Меры, ориентированные исключительно на преобладающую практику бухгалтерского учета/бюджетирования, также могут оказаться недостаточными.



Существуют различные показатели затрат

- Процентные платежи в номинальном выражении
- Процентные платежи, скорректированные с учетом нереализованного прироста/убытка капитала
- Процентные выплаты в реальном выражении
- Процентные платежи в процентах от ВВП
- Процентные платежи как процент от выручки
- Долг к ВВП

- *Различные показатели затрат предоставляют разную информацию о стоимости – не полагайтесь на один показатель затрат.*

Модели анализа сценариев



Расчеты новых заимствований производятся при различных сценариях/шоках

Макроэкономические и рыночные данные



Переменная	Для чего он используется
Доходы и первичные расходы	Определение суммы нового заимствования, необходимого в дополнение к заимствованию, необходимому для рефинансирования существующего долга, срок погашения которого наступает
Другие факторы, влияющие на потребность в заимствованиях, такие как выручка от продажи активов или реализация условных обязательств.	Увеличение или уменьшение потребности в заимствованиях
Номинальный ВВП	Анализ затрат и рисков
Международные резервы	Анализ риска внешнего долга
Прогнозы процентных ставок по базовому и шоковому сценариям	Определение процентных платежей, связанных с новым долгом (и существующим долгом с переменной процентной ставкой)
Прогнозы обменных курсов по базовому и шоковому сценариям	Определение стоимости обслуживания внешнего или выраженного в иностранной валюте долга и стоимости выраженного в иностранной валюте долга, переведенной в местную валюту

Прогнозы этих входных данных в рамках исходных условий должны быть реалистичными. В противном случае существует риск того, что анализ может быть смещен в сторону одной конкретной стратегии финансирования и что выбранная стратегия финансирования может оказаться нереализуемой.

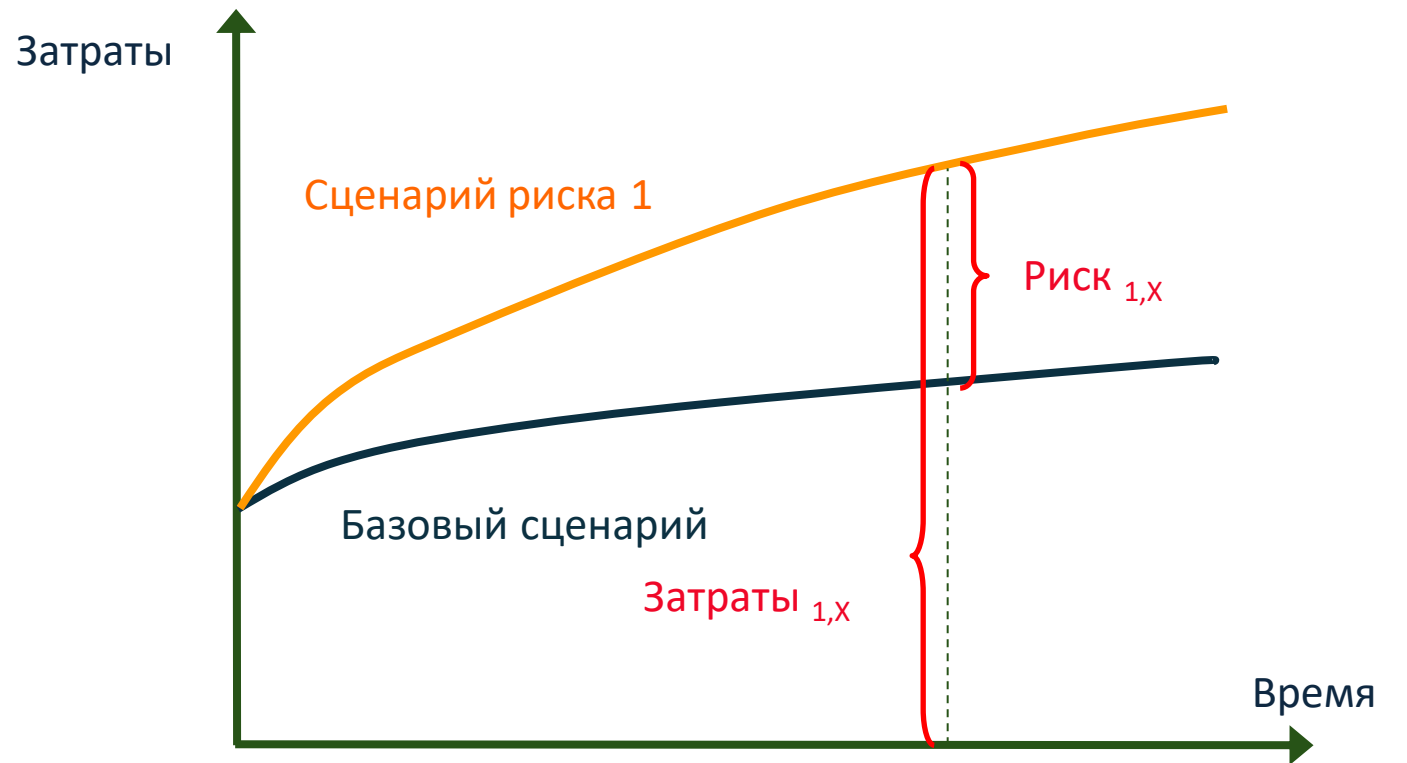
Базовые процентные ставки

- Денежные потоки и, следовательно, затраты и риск стратегии финансирования зависят от будущего пути процентных ставок и обменных курсов
- Анализ СУД требует прогнозов процентных ставок, по которым будет выпущен новый долг, и, в случае долга с переменной ставкой, процентных ставок, по которым как существующий, так и новый долг будут пересматриваться.
- **Прогноз** требуется для каждого долгового инструмента на каждый год.
- Эти прогнозы могут быть подготовлены с использованием методологий, предположений и источников данных, которые могут быть подходящими для каждого инструмента.

Базовые обменные курсы

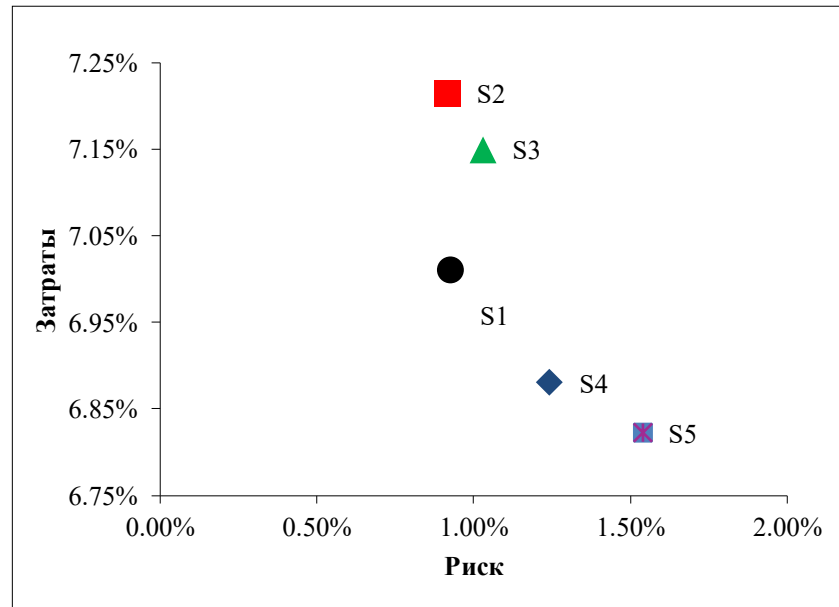
- Стратегия управления долгом требует прогнозирования обменного курса местной валюты по отношению к каждой иностранной валюте по годам.
- Прогнозы обменного курса могут быть предоставлены в качестве внешних данных.
 - Среднесрочные фискальные прогнозы дают предположение о траектории обменного курса местной валюты по отношению к доллару США и другим валютам.
 - Центральный банк может быть источником прогнозов обменного курса.
- Прогнозы обменного курса также можно формировать с использованием некоторых моделей, таких как подход паритета покупательной способности (ППС), где изменение обменного курса соизмеримо с разницей между уровнем инфляции внутри страны и уровнем инфляции в другой стране.

Применение сценариев и получение параметров стоимости и риска

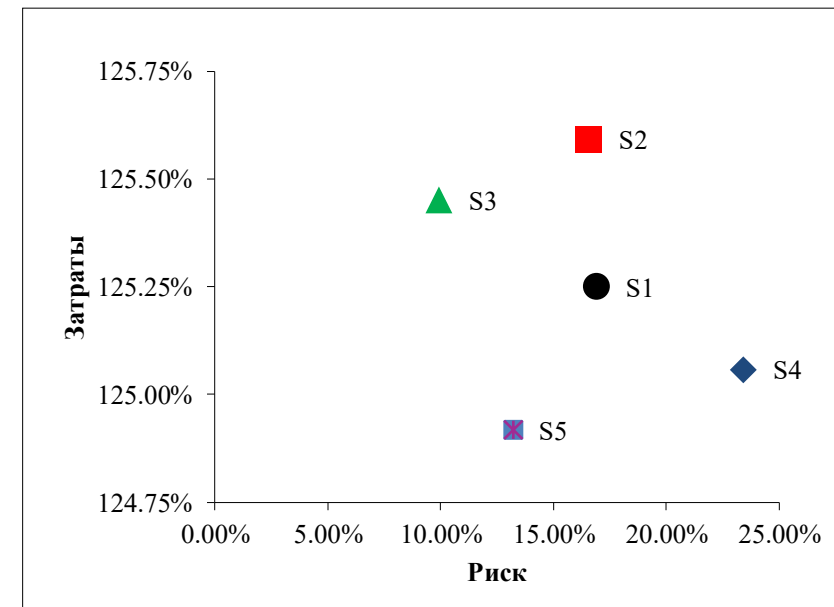


... сравнить различные стратегии

Проценты к ВВП, 2025 г.



Долг к ВВП, 2025 г.



Выходные данные модели

Выходные данные модели позволяют управляющим долгом сравнивать характеристики риска и стоимости портфелей долговых обязательств и денежные потоки по долговым обязательствам при различных стратегиях финансирования.

Для каждой стратегии инструмент выдает следующие данные за все годы стратегического периода:

- валовое финансирование,
 - чистое финансирование,
 - уровни задолженности,
 - основные платежи,
 - процентные платежи,
 - платежи по обслуживанию долга,
- и показатели соотношения затрат и риска на конец периода стратегии.



Типичные показатели стоимости и риска

Risk Indicators		2020	As at end 2025			
		Current	S1	S2	S3	S4
Nominal debt as percent of GDP		66.1	64.3	64.7	63.0	64.9
Present value debt as percent of GDP		53.5	53.4	53.9	49.1	54.0
Interest payment as percent of GDP		3.2	4.6	4.8	3.4	3.9
Implied interest rate (percent)		4.8	7.5	8.2	5.6	6.7
Refinancing risk	Debt maturing in 1yr (percent of total)	19.8	40.0	28.6	19.4	18.7
	Debt maturing in 1yr (% of GDP)	18.9	25.7	18.5	12.3	12.2
	ATM External Portfolio (years)	11.4	11.5	11.5	12.0	10.3
	ATM Domestic Portfolio (years)	1.8	0.8	1.29	1.34	1.3
	ATM Total Portfolio (years)	9.3	6.9	7.1	9.0	7.9
Interest rate risk	ATR (years)	9.3	6.9	7.1	9.0	7.9
	Debt refixing in 1yr (percent of total)	19.8	40.0	28.6	19.4	18.7
	Fixed rate debt incl T-bills (percent of total)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	T-bills (percent of total)	14.0	33.5	19.4	11.8	11.8
FX risk	FX debt as % of total	69.0	56.9	56.5	71.7	73.4
	ST FX debt as % of reserves	19.7	25.5	25.5	25.5	25.5

Качественная оценка

- **Что подразумевается под качественной оценкой?**
 - *«Подробные описания ситуаций, событий, людей, взаимодействий и наблюдаемого поведения; использование прямых цитат людей об их опыте, отношениях, убеждениях и мыслях; и анализ исключений или целых отрывков из документов, журналов или историй болезни...» (Патон, 1980)*
- **Качественная оценка достижима и ценна:**
 - Квалифицировать основные источники волатильности или обеспечить буфер для воздействия выявленных рисков
 - Рассмотреть потенциальные затраты на достижение этой структуры долга и апробировать альтернативы.
 - Может помочь определить предпочтительное стратегическое направление и конкретные индикаторы риска.



Качественная и количественная оценка в стратегии управления долгом

- При выборе подходящей стратегии результаты количественного анализа **не должны** быть единственным определяющим фактором. Необходимо будет учитывать существенные качественные факторы, которые не отражены в АТ (например, фокус на развитии внутреннего рынка)
- **Модель** следует использовать для **дополнения** качественного анализа, **информирования** лиц, принимающих решения, о **компромиссах между затратами и рисками между** жизнеспособными стратегиями финансирования и предоставления характеристик затрат и рисков предпочтительной стратегии.

В Латвии используются определенные параметры для управления портфелем государственного долга

- непогашенная сумма государственных ценных бумаг, проданных на конец 5-летнего периода, не меньше непогашенной суммы на начало 5-летнего периода
- Профиль погашения (%) государственного долга
 - до 1 года 25%
 - до 3 лет 50%
- Минимальная доля фиксированной процентной ставки
 - 60%
- Дюрация Маколея (лет)
 - от 5,0 до 9,0
- Чистый долг: валютная структура
 - 100% евро
 - общее допустимое отклонение +/- 5%
 - допустимое отклонение для одной валюты +/- 5%

Стратегия управления долгом Бутана имеет меньше целей

- Максимизировать льготные заимствования от многосторонних и двусторонних кредиторов, чтобы минимизировать финансовые затраты и риски правительства;
- Удовлетворить некоторую часть общих потребностей правительства в финансировании за счет выпуска казначейских векселей и облигаций с различными сроками погашения для содействия развитию внутреннего рынка долговых обязательств в стране; а также
- Поддерживать показатели бремени внешнего долга в пределах пороговых значений, установленных Политикой управления государственным долгом 2016 года.

...сопровожаемые четкими и конкретными действиями

Цели на период стратегии управления долгом

60%-80% валовой потребности в финансировании из льготных программ

Поддерживать фиксированную процентную ставку долга на уровне более 95% от общей суммы долга



20%-40% казначейских облигаций GFN

Принять аукционы по размещению казначейских облигаций
Розничный долг расширит базу инвесторов

Сокращение выпуска казначейских векселей для финансирования дефицита; использование для покрытия дефицита доходов

Моделирование риска полезно

Позволяет анализировать множество сценариев и стратегий – отслеживать и пересматривать стратегии для изменения риска

Поддерживать целостность в различных сценариях/стратегиях

Дает более глубокое понимание процесса

Основные потребности должны быть в порядке: доступ к высококачественным и своевременным данным

... но стратегию управления долгами можно разработать и без этого

Некоторые страны разработали и внедрили стратегии без какой-либо модели

- Индонезия, Перу, Бразилия, Колумбия

В приведенных выше случаях стратегия изначально формулировалась как общие рекомендации, основанные на «интуиции».

- Больше внутреннего долга
- Более длительный срок погашения и т.д.

Моделирование портфеля долга не может быть простым

Предварительные условия для моделирования:

- Высококачественные и актуальные данные о портфеле непогашенной задолженности
- Преданный своему делу персонал с хорошими знаниями электронных таблиц и финансов

Вопросы для моделирования

- Выбор сценариев рыночных переменных или периода истории для параметризации моделирования может быть затруднен, когда экономика переживала периоды нестабильности
- Процесс разработки модели требует значительных инвестиций

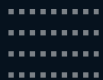
Обычный опыт работы с моделями риска

Не является главной основой для принятия решений, а скорее дополнением к опыту, здравому суждению и т. д. – предоставляет дополнительную информацию для принятия более обоснованного решения.

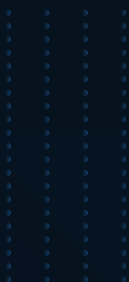
Расширяет знания о соотношении затрат и рисков

Требует выделенных ресурсов, отнимает много времени

Разъясняет рамки принятия решений



Заключительные мысли



Заключительные мысли

- Стратегия управления долгом нацелена на желаемый состав портфеля государственного долга и обычно выражается в виде целевых показателей для выбранных индикаторов риска
- Он отличается от анализа приемлемого уровня долга тем, что фокусируется на качестве, а не размере портфеля
- Стратегия управления долгом должна соответствовать другим направлениям макроэкономической политики
- Четкое определение затрат и рисков имеет решающее значение для разработки стратегии; выбранные меры будут специфичны для страны
 - Обычно измеряется в местной валюте в среднесрочной и долгосрочной перспективе
 - Часто требуется более одной меры стоимости и риска.
- Анализ сценариев помогает «представить» будущее и вывести затраты и риски из альтернативных путей обслуживания долга
 - Базовый вариант: ожидаемая стоимость
 - Сценарии риска: нежелательные пути рыночных ставок и шоков
- Модели полезны, но не обязательны для разработки стратегии управления долгом
 - Не являются главной основой для принятия решений, а скорее дополнением к опыту
 - Требуют вложения времени и ресурсов