



АНАЛИЗ ПРОЦЕНТНОГО РИСКА СТРАН В РАЗРЕЗЕ ДОЛГОВОЙ И БЮДЖЕТНОЙ УСТОЙЧИВОСТИ: ПОТЕНЦИАЛ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ С ПЛАВАЮЩИМИ РАСХОДАМИ

УЛАТОВ С., САМАД Г., ТАЛТАЕВ Д.

Ключевые слова: LIBOR; EURIBOR; обязательства с плавающей ставкой; облигации с индексируемым телом долга; облигации, привязанные к ВВП; ОФЗ-ИН; ОФЗ-П; долговая устойчивость; государственный долг, внешний долг.

Коды JEL: E43, E47, G12, H63, O38.

Контакты авторов:

Сергей Улатов, заместитель исполнительного директора — Главный экономист ЕФСР:
sulatov@efsd.org

Гулам Самад, Ph.D, начальник отдела научных исследований Института ЦАРЭС:
ghulam.samad@carecinstitute.org

Дмитрий Талтаев, экономист отдела макроэкономического анализа и статистики Группы главного экономиста ЕФСР: dtaltaev@efsd.org

Электронная версия документа находится в свободном доступе по электронному адресу: <https://efsd.org/research/working-papers/>

Совместный рабочий документ ЕФСР и Института ЦАРЭС содержит анализ рисков и выгод, связанных с использованием обязательств с плавающей ставкой или индексируемым телом долга в долговых портфелях государств — участников ЕФСР (Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия и Таджикистан), некоторые из них также участвуют в Программе ЦАРЭС (Казахстан, Кыргызстан и Таджикистан). В исследовании рассматриваются следующие темы:

- 1) влияние роста ставок USD LIBOR (SOFR) и EURIBOR на долговую и бюджетную устойчивость, а также основные тенденции использования внешних долговых обязательств с процентным риском в период 2018–2023 годов;
- 2) анализ затрат и выгод выпуска внутренних ценных бумаг с плавающей ставкой или индексируемым телом долга в Казахстане и России;
- 3) возможности повышения эффективности эмиссии государственных ценных бумаг с плавающей ставкой или индексируемым телом долга действующими эмитентами;
- 4) потенциал расширения объема выпуска ценных бумаг с плавающими расходами как для действующих, так и для потенциальных эмитентов.

Примечание:

Перепечатка текста в некоммерческих целях, целиком или по частям, включая крупные фрагменты, и размещение текста на внешних электронных ресурсах разрешены при обязательной ссылке на оригинальный текст.

Содержание

Список сокращений и аббревиатур	2
Введение	4
1. Структура долга и процентный риск в исследуемых странах	6
Портфель внешних обязательств	6
Портфель внутренних обязательств	10
2. Потенциал использования обязательств с плавающими расходами	14
Заключение	30
Список литературы	31
Приложение	33
Республика Армения	33
Республика Беларусь	34
Республика Казахстан	36
Кыргызская Республика	38
Российская Федерация	39
Республика Таджикистан	41

Список сокращений и аббревиатур

COVID-19	респираторная инфекция, вызываемая коронавирусом SARS-CoV-2
ECB	European Central Bank
EURIBOR	необеспеченная межбанковская ставка предложения в евро (Euribor-3 m — трехмесячная ставка)
IMF	International Monetary Fund
LIBOR (London Interbank Offered Rate)	Лондонская межбанковская ставка предложения, рассчитанная на основе оценок, представленных ведущими банками Лондона
RUONIA (Ruble Overnight Index Average)	средневзвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайта
SOFR (Secured Overnight Financing Rate)	средневзвешенная ставка финансирования овернайт в долларах США по займам, обеспеченным трежерис. Установлена в качестве альтернативы USD LIBOR.
TONIA (Tenge OverNight Index Average)	средневзвешенная процентная ставка по сделкам открытия РЕПО с ГЦБ Казахстана на условиях овернайта
АБИИ	Азиатский банк инфраструктурных инвестиций
АБР	Азиатский банк развития
БОФЗ	бескупонные облигации федерального займа Правительства Российской Федерации
ВВП	внутренний валовый продукт
ВБ	Всемирный банк
ГКВ	государственные казначейские векселя
ГКО	государственные казначейские облигации
ГЦБ	государственные ценные бумаги
ГЭС	гидроэлектростанция
ДКП	денежно-кредитная политика
ЕБРР	Европейский банк реконструкции и развития
ЕИБ	Европейский инвестиционный банк
ЕФСР	Евразийский фонд стабилизации и развития
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ИПЦ	индекс потребительских цен
МВФ	Международный валютный фонд

МЕТИКАМ	долгосрочные казначейские обязательства Республики Казахстан, с плавающей ставкой купона, отражающей динамику индикатора TONIA
МЕУЖКАМ	долгосрочные сберегательные казначейские обязательства Республики Казахстан, размещение и погашение которых осуществляется по номинальной стоимости, а процентные платежи индексируются в зависимости от ИПЦ
Минфин РА	Министерство финансов Республики Армения
Минфин РК	Министерство финансов Республики Казахстан
Минфин РФ	Министерство финансов Российской Федерации
МУИКАМ	долгосрочные индексируемые казначейские обязательства Республики Казахстан, размещение и погашение которых осуществляется по номинальной стоимости, а процентные платежи индексируются в зависимости от ИПЦ
МНЗ	модель Нельсона — Зигеля
НБКР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБРБ	Национальный банк Республики Беларусь
НБРК	Национальный банк Республики Казахстан
НПФ	Накопительный пенсионный фонд
ОАКХ	Открытая акционерная холдинговая компания
ОИИ	обязательства с индексацией тела долга на показатели инфляции
ОПС	обязательства с плавающей ставкой
ОФЗ	облигации федерального займа Российской Федерации
ОФЗ-ИН	облигации федерального займа Российской Федерации с индексируемым номиналом в зависимости от ИПЦ
ОФЗ-ПК	облигации федерального займа Российской Федерации с плавающей ставкой купона, отражающей динамику индикатора RUONIA
ПИФ	паевой инвестиционный фонд
СР	ставка рефинансирования
ЦАРЭС	Программа Центральноазиатского регионального экономического сотрудничества
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации
б. п.	базисный пункт
п. п.	процентный пункт
млн	миллион
млрд	миллиард
трлн	триллион

Введение

Важной задачей в управлении рисками государственного долга является балансировка кредитного портфеля, с учетом как временной структуры процентных ставок, так и их типа — «фиксированные/плавающие». Обязательства с плавающей доходностью обычно способствуют снижению стоимости их обслуживания в силу нивелирования части рисков, при этом стоимость такого обслуживания может быть более волатильной. Резкий рост процентных ставок способен привести к существенному разрыву в бюджетном финансировании и увеличению риска ликвидности, что негативно отразится на долговой устойчивости.

В течение 2010-х годов ключевые индикативные ставки развитых стран (USD LIBOR и EURIBOR), используемые для перерасчета плавающих процентных выплат, оставались на относительно низком уровне и маловариативными. Поэтому правительства большинства стран и международные финансовые организации не акцентировали внимание на факторе плавающих ставок в рамках оценки рисков для устойчивости долга и бюджета. Прикладные исследования также фокусировались в основном на валютной структуре и структуре сроков погашения (Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, 2012; Diamond and He, 2014; Greenwood et al, 2015; He and Milbradt, 2016). Исследования структуры государственного долга по типам ставок в основном были посвящены методологии перехода на новые базовые ставки, такие как SOFR, €STR, TONA и SONIA (Schrimpf and Sushko, 2019; Held, 2019; Taylor-Brill, 2020; Saavedra and Victor, 2021; Jermann, 2023).

Но в 2022 году, после широкомасштабного роста внешних обязательств из-за бюджетной поддержки в период COVID-19, величина ставок по основным индикативным показателям возросла на порядок, продолжив рост в 2023 году. Ставки центральных банков развивающихся стран также кратно возросли, уменьшая возможность выпуска средне- и долгосрочных ГЦБ с фиксированной доходностью. В ряде стран интенсивное использование инструментов центральных банков по абсорбции избыточной ликвидности приводило к дополнительному росту премии за ликвидность в секторе краткосрочных ГЦБ, еще больше препятствуя выпуску долгосрочных ГЦБ с фиксированной доходностью. В результате тема внешних обязательств с плавающими ставками (ОПС) и их влияния на долговую и бюджетную устойчивость вернула свою актуальность.

Для стран, имеющих высокую долю ОПС во внешнем портфеле, резкий рост индикативных показателей в твердых валютах может значимо увеличить расходы на обслуживание долговых обязательств. Кроме того, сохранение ставок на высоких уровнях длительное время может существенно ограничить бюджетные возможности стран, включая финансирование долгосрочных капитальных расходов и защищенных социальных статей бюджета.

Как показал опыт стран с наиболее развитыми рынками внутренних обязательств с плавающей доходностью (Аргентина, Бразилия, Мексика, Турция и др.), именно в периоды высокой неопределенности и волатильности ставок инструменты с плавающей доходностью быстро находили отклик у инвесторов и даже возвращали ушедших с внутреннего рынка нерезидентов. Для государств-эмитентов инструменты позволяли порой кратно увеличивать срочность портфеля с параллельным снижением стоимости заимствования.

В данном рабочем документе исследованы основные тенденции последних лет в части использования обязательств, представляющих процентный риск, среди государств — участников ЕФСР (Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия и Таджикистан), некоторые из них являются также участниками Программы ЦАРЭС (Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан). Рассмотрен потенциал использования инструментов с плавающими расходами на обслуживание и погашение во внутренних долговых портфелях исследуемых стран.

Рабочий документ имеет следующую структуру:

- **В первом разделе** представлен обзор использования обязательств с плавающими расходами на обслуживание и погашение долга среди рассматриваемых экономик, а также общие тенденции за последние 5 лет. Проведен анализ процентного риска во внутреннем и внешнем долговом портфеле, а также в квазифискальных обязательствах; рассматривается роль процентного риска в стратегиях по управлению госдолгом, даны сценарные оценки потенциального влияния возможного роста индикативных ставок в твердых валютах (USD LIBOR (SOFR), EURIBOR и др.) на бюджетные показатели стран.
- **Во втором разделе** исследуется имеющийся потенциал использования инструментов с плавающими расходами на обслуживание и погашение для исследуемых стран. Рекомендации представляются как на основе фактических показателей по эмитированным ранее выпускам обязательств с плавающей доходностью, так и исходя из релевантного международного опыта применения подобных инструментов.
- **В Приложении** приведена более подробная информация по исследуемым странам в разрезе компонентов процентного риска и их динамике, включая используемые подходы по управлению процентным риском.

1. Структура долга и процентный риск в исследуемых странах

Портфель внешних обязательств

В течение большей части 2010-х и начала 2020-х годов основные индикаторы, используемые при расчете плавающих ставок по внешним суверенным обязательствам рассматриваемых стран, и предполагаемая стоимость таких заимствований оставались маловариативными (Рисунки 1 и 2). Но в 2022 году величина ставок по основным индикаторам в твердых валютах возросла на порядок, вернувшись в 2023 году к максимумам последних двух десятилетий.

Рисунок 1. Динамика USD LIBOR-3 м, %

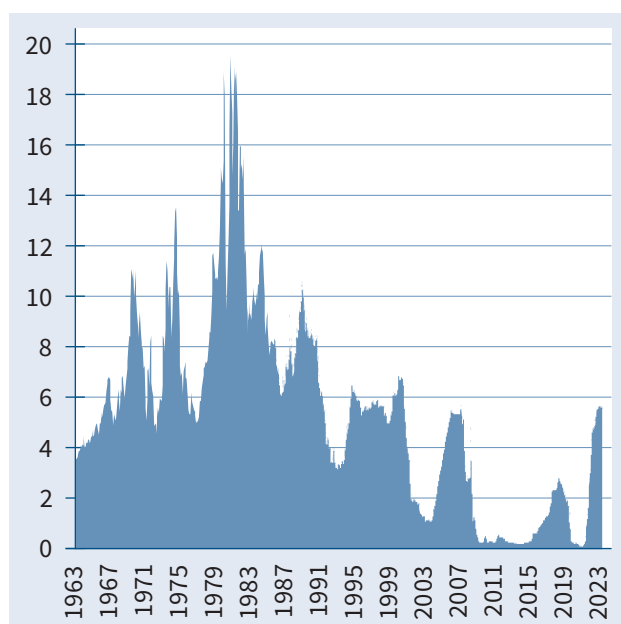
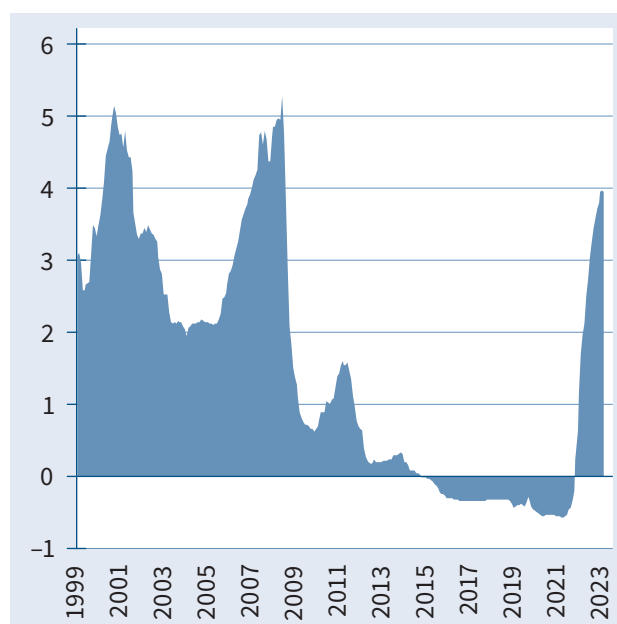


Рисунок 2. Динамика EURIBOR-3 м, %



Source: ECB.

Тем не менее по итогам 2023 года рассматриваемые страны демонстрировали умеренную или низкую степень подверженности возможному дальнейшему росту индикативных ставок в иностранных валютах (Таблица 1).

Максимальная доля обязательств с плавающими ставками (ОПС) наблюдалась в Казахстане (38–41%), компенсируясь низким уровнем внешнего госдолга. Во внешних обязательствах Армении и Беларуси доля ОПС является достаточно высокой (33,1% и 24,5–37,5%¹ соответственно), но в Беларуси она сократилась практически вдвое за последние годы, а в Армении происходит смещение структуры портфеля в сторону внутренних займов с фиксированными ставками. Получатели внешних льготных ресурсов — Кыргызстан и Таджикистан — тоже обладали некоторой долей ОПС.

¹ Официальные данные по Беларуси за 2023 год отсутствуют. Здесь и далее представлены оценки.

Таблица 1. Показатели процентного риска внешнего суверенного долга среди рассматриваемых экономик, на конец 2023 года

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан
Внешний госдолг, % ВВП	28	24,9	5,9	33,7	1,8	26,0
Обязательства с плавающей ставкой (ОПС), % внешнего госдолга	33,1	24,5 ²	37,9 ³	11,9	0–4 ⁴	9,8
ОПС, связанные с USD LIBOR (SOFR), % ОПС	78	46	45	50	н/д	66
Краткосрочные обязательства, % внешнего госдолга	0	0	0,8	0	0	0

Источник: расчеты авторов.

Доминирующей индикативной ставкой для рассматриваемых стран является USD LIBOR (SOFR), занимая от 45 до 78% внешних ОПС. EURIBOR нашел меньшее распространение, занимая от 22 до 50% внешних ОПС. Кроме того, для Беларуси более половины ОПС связано с индикаторами российского рынка капитала.

Изменения структуры внешнего госдолга по типу ставки последних 5 лет носили разнонаправленный характер. Наиболее существенный рост наблюдался в странах с доступом к концессионным ресурсам — в Кыргызстане (с 1,4 до 11,9%) и Таджикистане (с 1,6 до 9,8%), несмотря на кратную разницу стоимости в сравнении с льготным финансированием. Рост также наблюдался в Армении (с 21,9 до 33,1%) в результате получения кредитов МВФ и АБР для поддержки бюджета и платежного баланса. В более крупных экономиках доля ОПС снижалась, в том числе в Казахстане и Беларуси.

По нашим оценкам, возможный последующий рост индикативных ставок окажет существенное влияние на бюджетные показатели рассматриваемых государств, хотя риски для стран — получателей концессионных ресурсов начинают нарастать высокими темпами.

В случае увеличения уровня USD LIBOR (SOFR) на 100 б. п. максимальный прирост расходов на обслуживание в 2023 году наблюдался бы в Армении (0,07% ВВП) и Беларуси (0,06% ВВП) (Таблица 2). Несмотря на кратно меньший рост расходов для Кыргызстана и Таджикистана, действующие получатели льготных ресурсов имеют достаточно низкую среднюю ставку (Таджикистан — 1,2%⁵, Кыргызстан — 1,3%), поэтому даже обладание

² Оценочное минимальное значение, максимальное — 37,5% (принятие всех внешних обязательств в 2022–2023 годах на условиях плавающей ставки). Последние официальные данные на конец 2021 года — 30,2%.

³ Оценочное мин. значение (расчет по данным НБРК), максимальное — 41% (расчет по данным Минфина).

⁴ Официальные данные по структуре внешнего долга по типу ставки отсутствуют. На конец 2023 года в портфеле внешнего госдолга России (без учета гарантий) 96% занимали еврооблигации с фиксированной процентной ставкой, остальные 4% предоставлены двусторонними и многосторонними кредиторами.

⁵ Без учета еврооблигаций.

небольшим портфелем ОПС может привести к двукратному росту расходов на обслуживание внешнего госдолга (Вставка 1).

Таблица 2. Потенциальное влияние изменения ставки USD LIBOR (SOFR) на бюджетные показатели рассматриваемых стран⁶

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан
Сценарий 1. Увеличение ставки USD LIBOR (SOFR) на 100 б. п.						
Прирост процентных расходов, % ВВП	0,07	0,06	0,01	0,02	0,00	0,02
Прирост процентных расходов, % доходов бюджета ⁷	0,30	0,14	0,05	0,05	0,00	0,06
Сценарий 2. Увеличение ставки USD LIBOR (SOFR) до исторически максимальных значений (1980 год — 19,595%)						
Прирост процентных расходов, % ВВП	1,09	0,86	0,15	0,30	0,00	0,25
Прирост процентных расходов, % доходов бюджета	4,48	2,06	0,72	0,81	0,00	0,85

Источник: расчеты авторов на основе данных министерств финансов стран.

При экстремальном сценарии, подразумевающим достижение USD LIBOR (SOFR) своих максимальных исторических уровней 1980-х годов (Рисунок 1), прирост процентных расходов в Армении составил бы лишь 1,1% ВВП (4,5% доходов бюджета за 2023 год), в Беларуси — 0,9% ВВП (2,1% доходов бюджета). Даже при экстремальном сценарии валовые потребности в финансировании находились на безопасном расстоянии от пограничных значений, установленных МВФ для оценки долговой устойчивости⁸.

Динамика EURIBOR еще менее значима. При росте ставки EURIBOR на 100 б. п. наибольший прирост расходов наблюдался бы в Армении (0,02% ВВП) и Кыргызстане (0,02% ВВП).

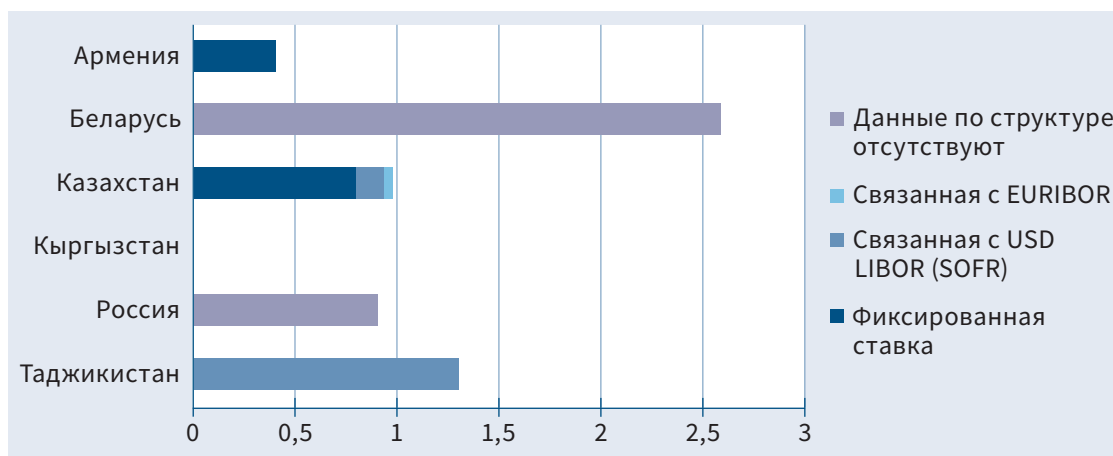
Гарантийные обязательства правительств также не формируют значительных рисков. Размер предоставленных внешних гарантий в четырех рассматриваемых странах находился в пределах 1% ВВП по итогам 2023 года (Рисунок 3), в большей степени гарантии были предоставлены по кредитам с фиксированной ставкой. Только в Таджикистане преобладающая часть гарантийных обязательств была связана с USD LIBOR (SOFR).

⁶ Для Беларуси, Казахстана и России указана минимальная подверженность.

⁷ Доходы консолидированного бюджета за 2023 год.

⁸ Для развивающихся стран с доступом к международным рынкам капитала порог по валовым внешним потребностям — не более 20% ВВП (IMF, 2013). Для остальных развивающихся стран предусмотрен порог по валовым внешним потребностям — не более 23% бюджетных доходов (IMF, 2018).

Рисунок 3. Гарантированные правительством внешние обязательства по итогам 2023 года, % ВВП



Источник: министерства финансов исследуемых стран.

Вставка 1. Внешние обязательства с плавающей ставкой в странах — получателях концессионных ресурсов МВФ и ВБ.

Странам — получателям льготных ресурсов — Кыргызстану и Таджикистану — предпочтительнее по возможности ограничивать долю ОПС во внешнем портфеле по ряду причин.

Во-первых, даже небольшой доли ОПС может быть достаточно для кратного роста средней ставки по портфелю внешних обязательств. В качестве примера представлены комбинации доли ОПС и уровня индикативной ставки, ведущие к двукратному росту процентных расходов по внешнему госдолгу Таджикистана⁹ (см. [Рисунок](#) ниже). В условиях текущих уровней USD LIBOR (SOFR)¹⁰ республике нужно довести долю ОПС лишь до 23% внешнего госдолга для увеличения средней ставки вдвое (с 1,2 до 2,4%). В случае последующего роста ставки SOFR до максимумов USD LIBOR 1980 года при текущей структуре внешнего госдолга Таджикистан будет платить в 2,5 раза больше, чем при отсутствии ОПС.

Во-вторых, в периоды масштабных кризисов предпочтительнее оставлять буфер для возможного непредвиденного роста доли ОПС, как для снижения операционного риска по крупнейшим инвестиционным проектам (например, Рогунская ГЭС), так и в силу возможного изменения условий кредитования со стороны крупнейших МФО. В частности, МВФ по результатам обзора достаточности ресурсов целевых фондов для бедных стран заключил, что все целевые фонды, предоставляющие гранты и кредитование наиболее уязвимым странам с низким доходом, испытывают острый недостаток финансирования, находясь под давлением ввиду значительного повышения спроса на кредиты и резкого роста процентных ставок (IMF, 2023).

⁹ Для Таджикистана средняя ставка по льготным заимствованиям составляла порядка 1,2% (без учета еврооблигаций).

¹⁰ Для простоты предполагая, что все ОПС будут на 100% связаны с USD LIBOR (SOFR). Фиксированная маржа к индикативной ставке останется на среднем уровне прошлых лет — 95 базисных пунктов.

Рисунок. Комбинации доли внешних обязательств с привязкой к USD LIBOR (SOFR) и уровня USD LIBOR (SOFR), ведущие к двукратному росту ставки по внешнему госдолгу Таджикистана (относительно 100% льготных привлечений)



Источник: расчеты авторов.

Портфель внутренних обязательств

Во внутреннем государственном долге инструменты с плавающими расходами нашли применение пока среди трех¹¹ рассматриваемых стран — Беларуси, Казахстана и России (Таблица 3). В большинстве случаев ставки привязаны к индикаторам национальных денежных рынков (Беларусь — СР НБРБ, Казахстан — TONIA, Россия — RUONIA). Только в Беларуси часть внутренних ГЦБ с плавающей ставкой связана с индикатором EURIBOR.

Среди индикаторов денежного рынка (Рисунок 4) наибольший прирост показал TONIA (с 9,4 до 15,1% за 2018–2023 годы), тогда как динамика RUONIA носила более сдержанный характер (с 7,1 до 9,8%). Ставки рефинансирования (ключевые ставки) в национальных валютах рассматриваемых стран демонстрировали разнонаправленную динамику в последние годы. Только в Беларуси и Таджикистане наблюдалось снижение основной ставки центрального (национального) банка, тогда как в остальных странах произошло ее повышение, особенно в Казахстане и Кыргызстане.

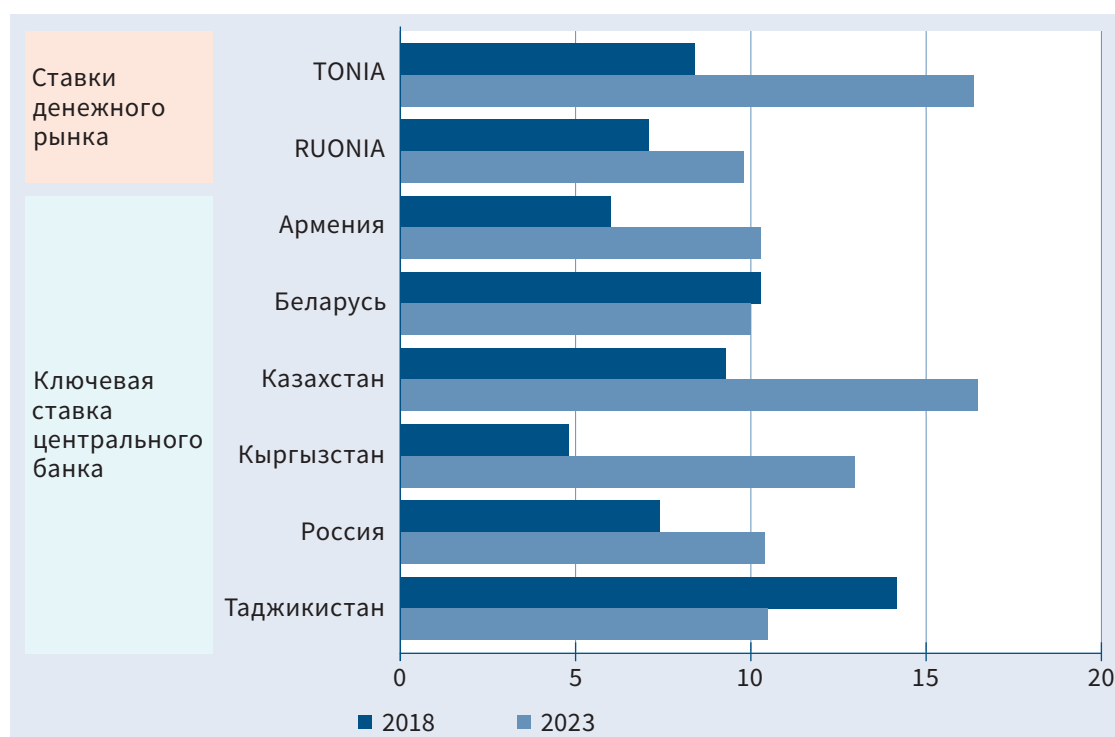
¹¹ За исключением Таджикистана, погасившего в 2021 году единственные ОПС, купонная ставка по которым была связана с уровнем инфляции (порядка 2% внутреннего госдолга).

Таблица 3. Показатели процентного риска внутреннего суверенного долга, на конец 2023 года

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан
Внутренний госдолг, % ВВП	22,0	8,3	14,8	11,8	11,8	3,3
Краткосрочные обязательства, % внутреннего госдолга	6,2	3,1	3,5	0,5	0	1,2
Обязательства с плавающей ставкой (ОПС), % внутреннего госдолга	0	4,9	9,4	0	38,4	0
Обязательства с индексацией тела долга (ОИИ), % внутреннего госдолга	0	0	0	0	5,8	0
Структура используемых ставок (% внутренних ОПС)	н/п	СР НБРБ (51%), EURIBOR (49%)	TONIA (56%), ИПЦ (44%)	н/п	RUONIA (100%)	н/п

Источник: расчеты авторов.

Рисунок 4. Динамика основных индикативных и базовых ставок исследуемых стран в национальных валютах, среднегодовой уровень в %



Источник: ЦБ РФ, НБРБ, Казахстанская фондовая биржа.

За последние годы наблюдалось снижение доли обязательств с плавающими расходами во внутреннем госдолге. Так, в Беларуси с конца 2016 года прекращена эмиссия внутренних обязательств с привязкой к EURIBOR, а в 2022 году возвращена эмиссия обязательств

в национальной валюте с фиксированным типом дохода. В Казахстане большая часть МЕУЖКАМ¹² замещена долгосрочными обязательствами с фиксированной ставкой, при этом в 2022 году произошел дебютный выпуск обязательств с привязкой к TONIA (МЕТИКАМ). В Таджикистане в 2021 году погашен единственный выпуск ОПС. Только в Российской Федерации наблюдался существенный прирост доли инструментов как с плавающей ставкой, так и с индексируемым телом долга (с 25,6 до 44,2% внутреннего госдолга за 2018–2023 годы).

Инструменты с индексацией тела долга (на инфляцию) есть только в Российской Федерации, занимающие 5,8% общего портфеля госдолга (2018 год — 3,3%).

Таблица 4. Потенциальное влияние динамики основной внутренней индикативной ставки на бюджетные показатели, прирост ставки на 100 б. п.

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан
Основная индикативная ставка по ОПС	н/п	СР НБРБ	TONIA	н/п	RUONIA	н/п
Прирост процентных расходов, % ВВП	н/п	0,003	0,008	н/п	0,045	н/п
Прирост процентных расходов, % доходов бюджета ¹³	н/п	0,006	0,038	н/п	0,131	н/п

Источник: расчеты авторов на основе данных министерств финансов.

По нашим оценкам, возможный прирост уровня локальных индикаторов не окажет практически никакого влияния на бюджетные показатели исследуемых государств (Таблица 4). В России низкий уровень госдолга в целом способствует ограниченному влиянию потенциального роста RUONIA: рост трехмесячного индикатора на 100 б. п. увеличит расходы лишь на 0,05% ВВП. В Казахстане МЕТИКАМ были внедрены только в 2022 году, поэтому влияние ограничивается 0,01% ВВП в случае роста TONIA на 100 б. п. В Беларуси наблюдается минимально возможное влияние в силу превалирования внешних обязательств — 0,003% ВВП за счет роста ставки рефинансирования НБРБ на 100 б. п.

Иные компоненты процентного риска также не представляют существенной угрозы для долговой устойчивости рассматриваемых стран (см. Таблицу 3). Краткосрочные обязательства, являющиеся близким аналогом обязательств с плавающими ставками, во всех странах, кроме Армении (2,7% госдолга или 6,2% внутреннего госдолга), не превышают 1% портфеля государственных обязательств. В Армении доля краткосрочных обязательств кратно увеличилась в том числе в силу характерной для страны высокой чувствительности срочной структуры ставок к динамике макроэкономических переменных (подробнее — вставка 5 в разделе 2).

В рамках стратегий управления госдолгом исследуемых стран пока отводится ограниченное внимание процентному риску. Количественные ориентиры, связанные с внешними или внутренними ОПС, установлены в трех странах — Армении, Беларуси и Таджикистане

¹² Обязательства с фиксированным телом долга и ставкой, индексируемой на динамику ИПЦ.

¹³ Консолидированных доходов бюджета за 2023 год.

(начиная с последней версии стратегии), а связанные с краткосрочными обязательствами — в Армении и Кыргызстане.

В стратегии управления госдолгом Армении представлена наиболее полная из возможных система ковенантов. В стратегии Таджикистана подразумевается возможность почти двукратного роста портфеля ОПС, несмотря на их кратно более высокую текущую стоимость относительно льготных ресурсов. В стратегии Кыргызстана существует ограничение по минимальному грант-элементу в силу доступа к концессионным ресурсам, тем не менее происходит наращивание ОПС.

Более подробная информация по каждой из исследуемых стран представлена в [Приложении](#).

2. Потенциал использования обязательств с плавающими расходами

На основании информации, представленной в [разделе 1](#) и [Приложении](#), можно сделать вывод, что среди рассматриваемых стран процентный риск по внешним и внутренним обязательствам, связанный с плавающими расходами на обслуживание и погашение, находится в рамках, позволяющих сохранить устойчивость государственного долга даже в условиях реализации наиболее неблагоприятного сценария.

С одной стороны, это свидетельствует о наличии потенциала для дальнейшего накопления внешних ОПС в среднесрочной перспективе. С другой стороны, у большинства исследуемых стран имеются различные ограничения по выходу на международный рынок внешних государственных заимствований (ожидаемое длительное сохранение ставок по валютным займам на высоких уровнях, санкционные ограничения, высокие риск-премии и т. п.). В результате Правительства рассматриваемых стран нацелены на активное развитие внутреннего финансового рынка и внедрение новых инструментов. В частности, Казахстан и Россия в целом рассматривают внутренний рынок как основной источник размещения государственных обязательств.

На основе изучения международного опыта и ретроспективного анализа характеристик выпущенных ранее ГЦБ и политики по управлению госдолгом рассматриваемых стран можно выделить несколько возможных путей развития их финансовых рынков.

У стран, уже выпускающих обязательства с плавающими расходами на обслуживание и погашение долга, есть возможность расширить эмиссию и набор инструментов как с целью развития внутреннего финансового рынка, так и для удовлетворения потребностей отдельных групп внутренних инвесторов.

В частности, выгоду от использования ОПС с привязкой к показателям денежного рынка продемонстрировали Россия и Казахстан¹⁴. В России все пять погашенных выпусков ОФЗ-ПК показали меньшую доходность¹⁵ в сравнении со схожими фиксированными инструментами, в особенности выпуски с наибольшей срочностью ([Вставка 2](#)).

Вставка 2. Доходность инструментов с плавающей ставкой и индексируемым телом долга в Российской Федерации

В России к концу 2023 года было погашено пять выпусков ОПС, связанных со ставкой RUONIA (ОФЗ-ПК), и один выпуск ОИИ (ОФЗ-ИН) с фиксированной ставкой и индексируемым на ИПЦ телом облигации. Все шесть выпусков продемонстрировали меньшую стоимость привлечения в сравнения с сопоставимыми ГЦБ с фиксированной доходностью ([Таблица 2.1](#)).

¹⁴ В Беларуси провести сравнительный анализ не представляется возможным из-за недостаточной представленности инструментов с фиксированной доходностью в местной валюте.

¹⁵ Эффективная доходность к погашению (с учетом реинвестирования полученных купонов).

Среди выпусков ОФЗ-ПК наибольшую экономию (64–193 б. п.) показали бумаги с наибольшей срочностью (5–7 лет), тогда как трехлетние выпуски показали малый спред к расчетной доходности сопоставимых ГЦБ с фиксированной ставкой¹⁶. С позиции реальной эффективной доходности¹⁷ единственный погашенный выпуск ОФЗ-ИН (3,07%) также демонстрировал значительную экономию (109 б. п.) относительно теоретического выпуска ГЦБ с фиксированным купоном и схожим сроком до погашения (4,16%).

Таблица 2.1. Характеристики погашенных ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН

ГЦБ	Дата размещения	Срочность, лет	Цена при размещении ¹⁸ , %	Фиксированная маржа, п. п.	Эффективная доходность к погашению, % (А)	Расчетная эффективная доходность ГЦБ с фиксированной ставкой, % (Б)	Спред доходности, п. п. (А–Б)
ОФЗ-ПК							
ОФЗ 24018	28.01.15	3	94,05	0,74	15,09	15,41	-0,32
ОФЗ 24019	30.11.16	3	101,66	0,3	8,35	8,84	-0,49
ОФЗ 29011	28.01.15	5	93,59	0,97	12,91	14,84	-1,93
ОФЗ 24020	21.08.19	3	100,18	0	6,83	6,96	-0,13
ОФЗ 29012	30.11.16	7	100,02	0,4	8,22	8,86	-0,64
ОФЗ-ИН							
ОФЗ 52001	17.07.15 ¹⁹	10	97,91	н/п	8,75	н/п ²⁰	н/п

Источник: Минфин РФ, Мосбиржа, расчеты авторов.

Стоит также отметить, что выпуски ОФЗ-ПК до 2019 года характеризовались дополнительной фиксированной премией к RUONIA в зависимости от срочности (от 0,4 до 1,6 п. п.) и полугодовым купоном, расчет которого происходил с полугодовым лагом²¹. После 2019 года дополнительная премия была отменена, взамен выплата купонов стала ежеквартальной, а купонный доход стал рассчитываться с минимальным лагом. Как результат — расчетная премия оказалась кратно меньше фактической по прошлым выпускам, по ряду выпусков — в области нуля (Таблица 2.2).

¹⁶ Паритетная (par yield) доходность, рассчитанная на основе кривой бескупонной доходности Мосбиржи.

¹⁷ Номинальная эффективная доходность ОФЗ-ИН также была ниже и составила 9,06% (ГЦБ с фиксированным купоном — 9,96%).

¹⁸ Указана средневзвешенная цена аукционов в первый месяц размещения. В действительности средневзвешенная цена по совокупности аукционов 2015 года была значительно выше (ОФЗ 24018 — 98,45; ОФЗ 29011 — 97,53), но период доразмещения мог превышать год.

¹⁹ Даты размещения и первого успешного аукциона (14.10.2015) ОФЗ-ИН отличаются, в расчете доходности в качестве даты соглашения используется дата первого успешного аукциона.

²⁰ Из-за более высокой дюрации сравнение номинальной доходности с ГЦБ с фиксированной ставкой даст смещенные оценки. В тексте указана разница в реальной доходности.

²¹ Для примера: при начислении купона в декабре 2023 года период расчет RUONIA мог составлять январь — июнь 2023 года.

Таблица 2.2. Премия по ОФЗ-ПК

ОФЗ	Погашение	Рыночная цена, на 29.12.2023	Фактическая пре- мия к RUONIA	Расчетная премия к RUONIA ²²
ОФЗ 24021	24.04.2024	99,9	0	0,31
ОФЗ 29013	18.09.2030	98,6	0	0,21
ОФЗ 29014	25.03.2026	100,036	0	-0,02
ОФЗ 29015	18.10.2028	99,818	0	0,04
ОФЗ 29016	23.12.2026	100,23	0	0,08
ОФЗ 29017	25.08.2032	99,292	0	0,08
ОФЗ 29018	26.11.2031	99,34	0	0,08
ОФЗ 29019	18.07.2029	99,538	0	0,08
ОФЗ 29020	22.09.2027	99,94	0	0,02
ОФЗ 29006	29.01.2025	100,392	1,2	0,84
ОФЗ 29007	03.03.2027	100,24	1,3	1,22
ОФЗ 29008	03.10.2029	101,917	1,4	1,07
ОФЗ 29009	05.05.2032	103,305	1,5	1,10
ОФЗ 29010	06.12.2034	104,206	1,6	1,22

Источник: Минфин РФ, Мосбиржа, расчеты авторов.

Казахстан тоже продемонстрировал возможность снижения стоимости заимствования по достаточно долгосрочным ГЦБ за счет выпуска МЕТИКАМ, хотя стоимость выпущенных МЕТИКАМ с небольшой срочностью, вероятно, окажется выше сопоставимых инструментов с фиксированной доходностью (Вставка 3).

Вставка 3. Доходность инструментов с плавающей ставкой в Республике Казахстан

В портфеле внутренних обязательств Казахстана в обращении находятся два инструмента с плавающими ставками: 1) МЕТИКАМ с привязкой ставки к показателю денежного рынка TONIA; 2) МЕУЖКАМ с индексацией ставки на динамику ИПЦ.

МЕТИКАМ впервые были выпущены в августе 2022 года. К концу 2023 года в обращении находилось шесть выпусков срочностью от трех до восьми лет. Сравнительный анализ по шести выпущенным МЕТИКАМ показал, что только наиболее короткие по срочности выпуски, вероятнее всего, окажутся дороже схожих ГЦБ с фиксированной доходностью²³ (Таблица 3.1). Для 3-летнего выпуска МЕТИКАМ требуется снижение TONIA примерно до 4,7% в 2025 году, тогда как для 4-летнего — снижение TONIA уже до средних значений 2018–2019 годов. Долгосрочные выпуски с большей вероятностью покажут доходность ниже сопоставимых ГЦБ с фиксированным купоном, учитывая уровни TONIA предыдущих лет (см. Рисунок ниже) и среднесрочную цель НБРК по инфляции 5%.

²² Расчетная дисконтная маржа для приведения рыночной цены к номинальной стоимости.

²³ С соответствующей датой выпуска и срочностью. При отсутствии сопоставимой ГЦБ использовалась схожая по дате выпуска ГЦБ с поправкой эффективной доходности на разницу в срочности с использованием форвардных ставок, полученных по параметрической модели Нельсона — Зигеля (в качестве расчетных параметров использованы данные Казахстанской фондовой биржи).

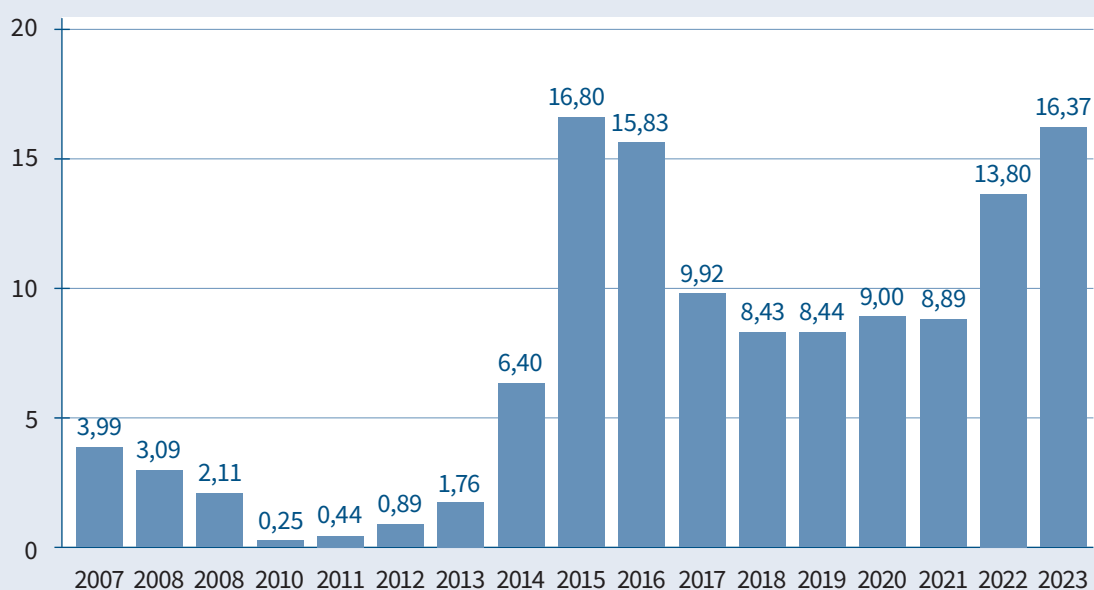
Таблица 3.1. Оценка доходности к погашению МЕТИКАМ²⁴

ГЦБ	Дата размещения	Срочность, лет	Цена при размещении, %	Фиксированная маржа, п. п.	Расчетная доходность к погашению ²⁵ , %	Теоретическая доходность ГЦБ с фиксированной ставкой, %	Расчетная форвардная ставка TONIA, % (без маржи)
МТМ036_0001	05.08.22	3	99,99	0,75	17,4	13,9 (Ф)	4,7
МТМ048_0001	09.09.22	4	н/д ²⁶	0,85	17,5	14,4 (Ф)	8,4
МТМ060_0001	14.10.22	5	н/д	1,0	17,7	13,6 (Ф)	8,6
МТМ072_0001	18.11.22	6	99,97	1,2	17,9	13,2 (МНЗ)	8,4
МТМ084_0001	04.03.23	7	н/д	1,3	18,1	13,4 (Ф)	9,4
МТМ096_0001	13.01.23	8	н/д	1,4	18,0	12,4 (МНЗ)	8,9

Примечание: Ф — данные по фактическому выпуску с фиксированной ставкой, МНЗ — расчетные данные с поправкой на срочную структуру ставок (модель Нельсона — Зигеля)

Источник: НБРК, Казахстанская фондовая биржа, расчеты авторов.

Рисунок. Среднегодовой уровень TONIA, %



Источник: Казахстанская фондовая биржа.

²⁴ Для сравнения использовались следующие ГЦБ: МТМ036_0001 — ММ036_0092, МТМ048_0001 — ММ048_0054, МТМ060_0001 — ММ060_0054, МТМ084_0001 — ММ096_0014.

²⁵ Эффективная доходность к погашению на момент последней фактической купонной выплаты в 2023–2024 годах (yield to date), предполагая покупку ГЦБ по средневзвешенной цене первичного размещения.

²⁶ Принимается за 99,9%.

Результаты последних эмиссий²⁷ ГЦБ с фиксированной доходностью тоже демонстрируют потенциал экономии от использования МЕТИКАМ. Было выделено семь выпусков с объективно завышенной доходностью, а именно наибольшим отклонением фактической доходности от данных кривой доходности ГЦБ (Таблица 3.2). По трем выпускам срочностью 8–10 лет наблюдался потенциал снижения эффективной доходности за счет замены фиксированной ставки на плавающую. В частности, замена 9-летней ГЦБ на МЕТИКАМ была бы эффективным решением при ожидаемом среднем (за 2025–2032 годы) уровне TONIA ниже 11,7% (равносильно ежегодному снижению на 0,9 п. п.).

Таблица 3.2. Потенциал замены ГЦБ с фиксированным купоном на ОПС (МЕТИКАМ)

ГЦБ	Дата размещения	Срочность, лет	Цена при размещении, %	Ставка, %	Эффективная доходность к погашению, %	Отклонение от спот-кривой, ²⁸ п. п.	Расчетная форвардная ставка TONIA, % (без маржи)
MUM108_0014	19.05.23	9	101,55	14	13,7	2,45	11,7
MUM096_0013	04.02.22	8	90,0	11	13,1	2,51	9,3
MUM096_0012	28.07.21	8	90,48	10,55	12,5	2,27	8,1
MUM072_0013	19.05.21	6	90,65	10,4	12,7	2,34	7,2
MUM084_0018	12.04.21	7	90,94	10,4	12,4	2,33	7,7
MUM120_0019	17.03.21	10	87,4	10,3	12,6	2,4	9,1

Источник: НБРК, Казахстанская фондовая биржа, расчеты авторов.

Сравнительный анализ доходности ряда выпусков МЕУЖКАМ (Таблица 3.3) показал, что большая часть выпусков обходилась значительно дороже ГЦБ с постоянным купоном и схожей срочностью. Только для выпусков 2009 года (ИПЦ достиг максимума в 2008 году — 17,1%) их эффективная доходность к погашению (8,01–8,07%) была сопоставима с 15-летними ГЦБ с постоянным купоном (7,81%). Несмотря на большую доходность, из-за ограниченного доступа инвесторов к первичному размещению владельцем более 95% всех МЕУЖКАМ является АО «Единый накопительный пенсионный фонд» Казахстана. То есть более высокая доходность компенсировалась снижением бюджетных трансфертов в государственный пенсионный фонд.

²⁷ Рассматривались выпуски, начиная с 2020 года, в силу изменения методики расчета TONIA в 2020 году и начала публикации параметров для оценки срочной структуры процентных ставок с 2020 года.

²⁸ В первый месяц после первичного размещения.

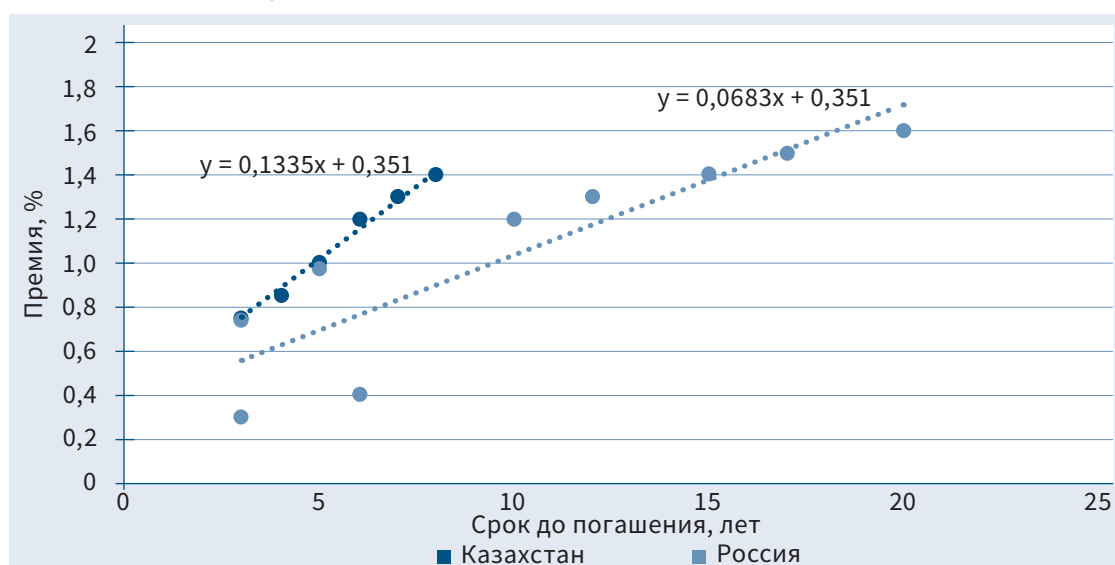
Таблица 3.3. Показатели отдельных выпусков МЕУЖКАМ²⁹

ГЦБ	Дата размещения	Срочность, лет	Цена	Эффективная доходность к погашению (А)	Эффективная доходность сопоставимых ГЦБ с фиксированной ставкой (Б)	Спред доходности (А-Б)
МУЖ192_0001	30.03.09	16	100,6	8,01	н/д	н/д
МУЖ204_0002	30.07.09	17	99,7	8,07	н/д	н/д
МУЖ192_0003	28.05.10	16	102,3	7,88	5,6	2,28
МУЖ180_0007	28.10.10	15	99,5	8,22	5,6	2,62
МУЖ168_0004	29.03.12	14	103,3	8,11	5,5	2,61
МУЖ156_0003	27.04.12	13	97,8	8,73	н/д	н/д
МУЖ168_0005	28.08.12	14	101,4	8,30	6,61	1,69
МУЖ156_0004	30.09.13	13	99,0	8,98	6,56	2,42

Источник: НБРК, Казахстанская фондовая биржа, расчеты авторов.

Применительно к ценообразованию 3–5-летних ОПС Казахстан мог бы рассмотреть возможность отказа от дополнительной фиксированной премии (особенно в годы локальных максимумов TONIA), в том числе за счет перехода к ежеквартальным определениям купонной ставки (сейчас — полугодовые). Пример России показал, что подобный переход с отказом от фиксированной премии не имел отрицательного влияния на доходность ОФЗ-ПК любой из срочностей (Вставка 2). Казахстан также может пересмотреть формирование премии по долгосрочным МЕТИКАМ, учитывая кратную разницу в дифференциале функции премии от срочности между Россией и Казахстаном (Рисунок 5).

Рисунок 5. Фиксированная премия к индикативной ставке в зависимости от срочности выпуска с плавающей ставкой

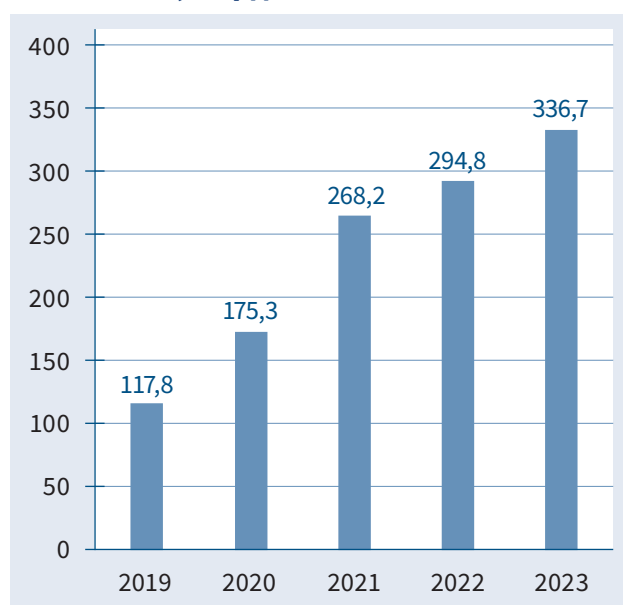


Источник: Минфин РК, Минфин РФ, расчеты авторов

²⁹ По которым имелись данные по цене первичного размещения для расчета эффективной доходности.

Для России и Казахстана, помимо расширения долгосрочных ОПС, может быть релевантным выпуск полугодовых и однолетних государственных облигаций с плавающим купоном. Основной спрос на краткосрочные ОПС будут предъявлять фонды денежного рынка, инвестирующие средства пайщиков в краткосрочные активы с высокой ликвидностью³⁰. За последние годы активы паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в России и Казахстане кратно возросли (Рисунки 6 и 7). Кроме того, в периоды ужесточения ДКП дифференциация краткосрочных инструментов может позволить уменьшить инверсию кривой доходности за счет снижения премии за ликвидность по ГКВ.

Рисунок 6. Чистые активы ПИФов Казахстана, млрд тенге



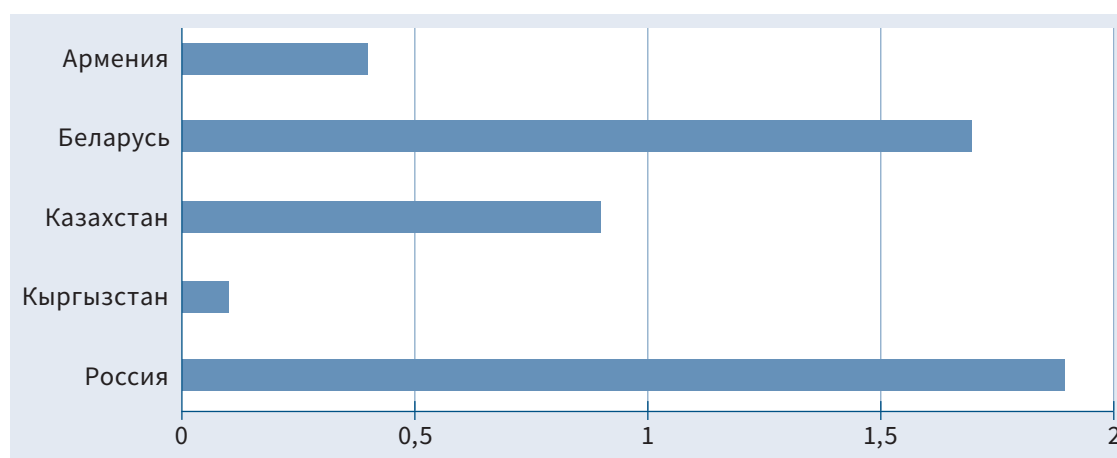
Источник: НБРК.

Рисунок 7. Чистые активы ПИФов России, трлн рублей



Источник: ЦБ РФ.

Рисунок 8. Страховые резервы в 2023 году, % ВВП



Источник: расчеты авторов.

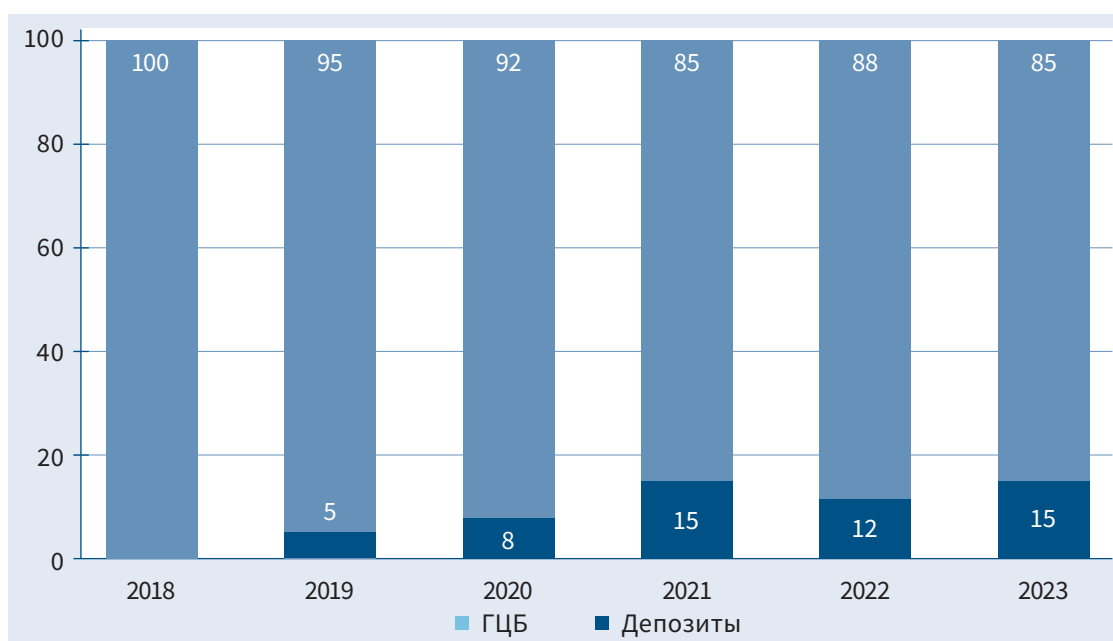
³⁰ Согласно данным опросов, проведенных Управлением по подотчетности Правительства Соединенных Штатов (US GAO, 2014).

Кроме ПИФов, значительный спрос могут предъявлять страховые компании, особенно в России, Беларуси и Казахстане, учитывая размер сформированных резервов (Рисунок 8). В настоящее время страховые компании снижают вложения в ГЦБ в силу необходимости переоценки бумаг по рыночной стоимости, все чаще прибегая к использованию депозитных аукционов с плавающей ставкой, тогда как цена ОПС не подвержена изменениям ставок на денежном рынке в силу практически нулевой дюрации.

Помимо крупных экономик, более существенный потенциал для снижения стоимости заимствования и увеличения срочности внутреннего портфеля наблюдается в Кыргызстане и Армении. В Кыргызстане ОПС могли бы позволить существенно снизить стоимость заимствования (Вставка 4), в том числе за счет кратного снижения существующего дисконта при размещении ГЦБ.

Кроме того, значительная доля ОПС приобреталась бы Социальным фондом Кыргызской Республики, который в силу отрицательных реальных ставок в последние годы тоже стал активнее обращаться к депозитным аукционам (Рисунок 9).

Рисунок 9. Структура размещенных средств Социального фонда Кыргызской Республики, %



Источник: Национальный банк Кыргызской Республики.

Вставка 4. Потенциал экономии Кыргызской Республики от выпуска ОПС на внутреннем рынке в 2021–2023 годах

Отличительной чертой государственных казначейских облигаций Кыргызстана является их гораздо более высокий показатель дюрации³¹ в силу переноса значительной части платежей на дату погашения. Уровень предлагаемой купонной ставки по средне- и долгосрочным ГКО остается неизменным на протяжении

³¹ Период окупаемости инвестиции.

длительного времени, даже в шоковые периоды, в связи с чем первичное размещение происходит с дисконтом от 10 до 30%, в отдельных случаях и более. Например, ставка по 10-летним бумагам держится на уровне 8% годовых с 2019 года (Таблица 4.1), в то время как средневзвешенная цена при первичном размещении показывает высокую волатильность: от 64 до 80% номинальной стоимости.

Таблица 4.1. Характеристики размещенных 10-летних ГЦБ

Год размещения	Купонная ставка, %	Цена при размещении, %	Средневзвешенная доходность к погашению, %
2023	8,0	64	15,3
2022	8,0	64	15,3
2021	8,0	80	11,4
2020	8,0	80	11,5
2019	8,0	70	13,5
2018	10,7	75	15,6
2017	12,0	71	18,5

Источник: расчеты авторов.

Существенный дисконт при первичном размещении ГКО с фиксированной доходностью придает им характеристики облигаций с индексацией тела долга на инфляцию. Как результат — доходность ГКО включает дополнительную премию за ликвидность, поскольку большинство инвесторов в силу собственных ограничений на портфель не могут формировать существенную долю активов с длинной дюрацией и процентными платежами ниже уровня ключевой ставки.

В марте 2022 года уровень ключевой ставки НБКР достиг своих максимальных значений за последние 15 лет — 14% (2010–2020 годы — в среднем 6,4%, 2021 год — 8%). В условиях роста ключевой ставки в 2021–2022 годах до максимальных значений государство предпочло выпуск долгосрочных ценных бумаг с фиксированной доходностью. В 2021 году впервые были выпущены 15-летние и 20-летние бумаги со средневзвешенной доходностью 13–14% (ГКВ — 7,2%). В 2022 году более 2/3 привлечений составляли 7-летние (29%) и 10-летние (38%) бумаги с доходностью свыше 15% (ГКВ — 8,3%).

Учитывая вероятное возвращение ключевой ставки к уровням 2010-х годов, одним из решений экономии будущих расходов мог бы стать выпуск в 2021–2022 годах обязательств с плавающей ставкой, в том числе за счет уменьшенной премии за ликвидность.

Исходя из исторических данных, на примере выпусков 5-летних ГКО можно заметить не только достаточно высокий уровень реальной доходности государственных ценных бумаг с фиксированной доходностью (Таблица 4.2), но и значительную волатильность доходности (между 2014 и 2017 годами). Для получения схожей доходности по обязательствам с плавающей ставкой (привязанной к учетной ставке НБКР) необходимо было удерживать фиксированную маржу на чрезвычайно высоком уровне — 9–14 п. п. (подобных примеров в мире нами не установлено).

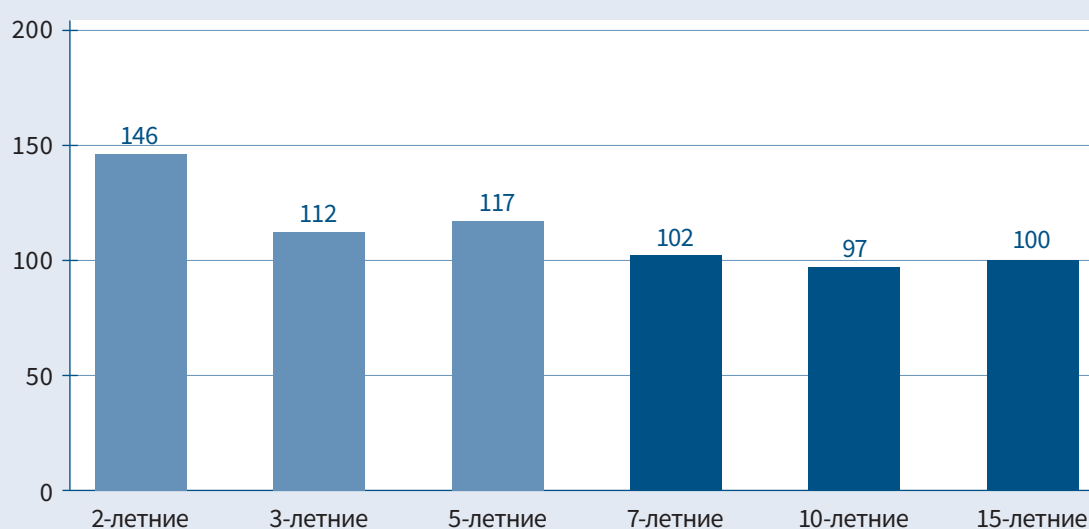
Кроме того, увеличение доли ОПС позволило бы снизить размер госдолга в силу меньшего объема привлечения из-за отсутствия дисконта. Выпуск ОПС обычно происходит по цене, минимально отличающейся от номинальной. В случае Кыргызстана выпуск мог сопровождаться даже наценкой, учитывая существовавшие диспропорции в спросе и предложении (см. [Рисунок](#) ниже). Максимальный спрос предъявлялся на 2-летние облигации, формирующие меньшие диспропорции денежных потоков относительно более высокодоходных долгосрочных выпусков.

Таблица 4.2. Усредненные показатели доходности по 5-летним ГКО при первичном размещении

		2014	2015	2016	2017
Фактические показатели по ГКО с постоянной ставкой	Цена первичного размещения, %	82,4	88	84,6	88,1
	Номинальная купонная ставка, %	14	14	14	11,5
	Номинальная доходность к погашению (А), %	19,9	17,8	18,9	15,1
	Реальная доходность к погашению (Б), %	16,6	15,3	14,2	8,6
Расчетные показатели по ГКО с плавающей ставкой, привязанной к учетной ставке НБКР ³²	Цена первичного размещения, %	100	100	100	100
	Учетная ставка НБКР в год размещения, %	10,5	10	5	5
	Премия для фактической доходности (номинальной, А), п. п.	13,6	13	13,8	8,6
	Премия для фактической доходности (реальной, Б), п. п.	13,7	13	13,7	8,6

Источник: Национальный банк Кыргызской Республики, расчеты авторов.

Рисунок. Средневзвешенное соотношение объема заявок и предложения ценной бумаги при первичных размещениях в 2022 году, % (более 100% — спрос превышал предложение)



Источник: Национальный банк Кыргызской Республики.

³² Межбанковское кредитование в национальной валюте не распространено, за 2018–2023 годы проведено лишь 7 сделок.

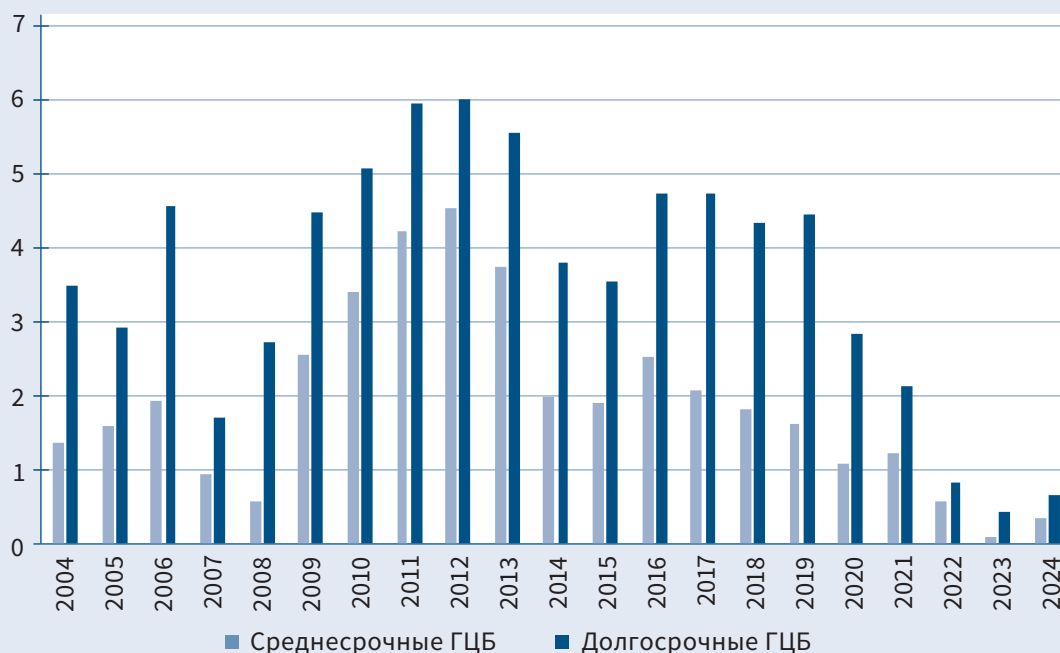
В Армении также наблюдается высокая подверженность срочной структуры ставок даже к небольшим изменениям макроэкономических параметров, благодаря чему страна демонстрирует возможность существенной экономии в том числе и на среднесрочных ОПС, выпущенных в годы локальных максимумов ставок денежного рынка (Вставка 5).

Вставка 5. Потенциал использования ОПС в Республике Армения

Армения демонстрирует наибольшие темпы расширения портфеля внутренних обязательств в последние годы (наряду с Кыргызстаном). Одной из причин подобной динамики является ограничение на внешние льготные заимствования в результате перехода страны в группу с доходами выше среднего. В силу сохранения ставок по внешним коммерческим кредитам на максимумах последних двух десятилетий можно ожидать последующего наращивания портфеля внутренних ГЦБ в среднесрочной перспективе.

Наращивание портфеля потребует увеличения его срочности для снижения рисков рефинансирования и ликвидности, чему мешает самый высокий уровень волатильности в доходности средне- и долгосрочных ГЦБ³³. Даже небольшие изменения кредитно-денежных условий или ключевых макропеременных зачастую приводят к резкому росту спреда доходности между бумагами различной срочности. В частности, после двух крупнейших ослаблений обменного курса в 2009 и 2016 годах наблюдался порой кратный рост спреда между доходностью ГЦБ различной срочности (Рисунок 5.1).

Рисунок 5.1. Спред доходности к краткосрочным ГЦБ при первичном размещении, п. п.

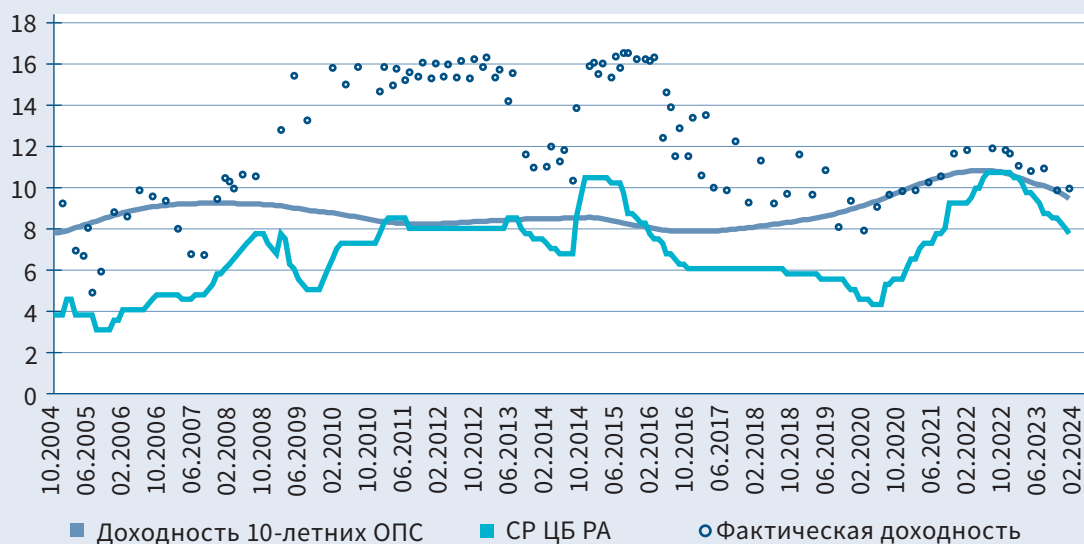


Источник: ЦБ РА, расчеты авторов.

³³ Среди стран с доступом к рынкам капитала (Армения, Беларусь, Казахстан, Россия).

Анализ прошлых выпусков показал, что Армения обладает более высоким потенциалом для снижения доходности и волатильности расходов в периоды роста неопределенности на финансовом рынке, чем другие исследуемые страны. Помимо возможной экономии на долгосрочных ОПС (Рисунок 5.2) в период ужесточения ДКП, Армения демонстрировала возможность снижения стоимости привлечения среднесрочных ГЦБ, выпущенных даже в годы локальных максимумов ключевой ставки. Так, предположив отсутствие фиксированной премии, среди среднесрочных выпусков ГЦБ за 2000–2019 годы в 77% случаях стоимость владения ОПС оказалась бы ниже (в среднем на 3,7 п. п.), в других 23% случаев наблюдался бы рост доходности, в среднем на 1,3 п. п. (Рисунок 5.3).

Рисунок 5.2. Фактическая доходность долгосрочных выпусков при первичном размещении и расчетная средняя доходность по ОПС, %



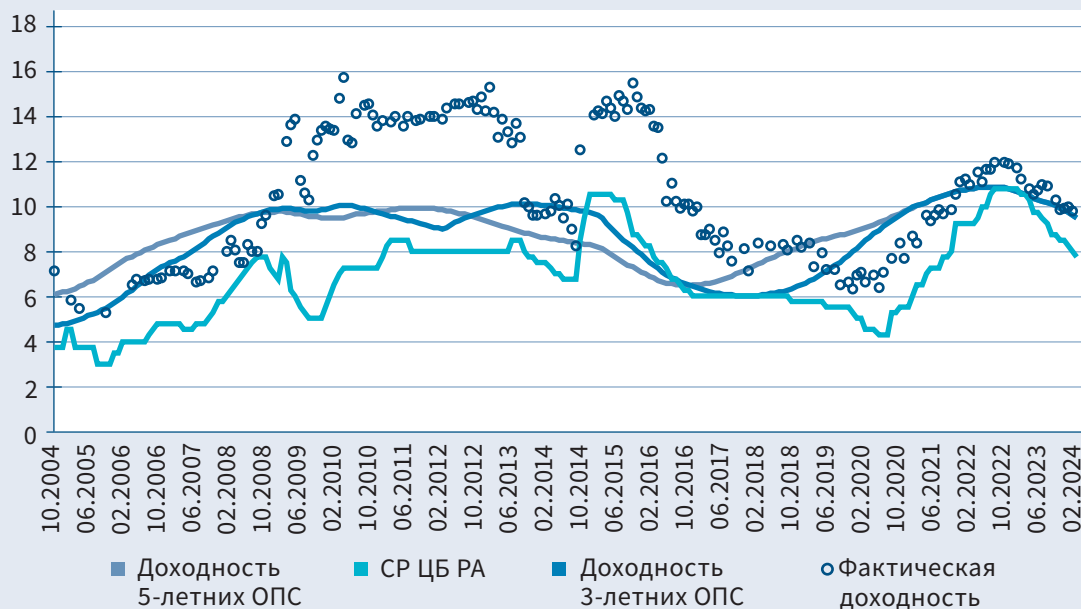
Примечание: доходность 10-летних ОПС — расчетная усредненная ежемесячно внутренняя ставка доходности 10-летних ОПС, связанных с 364-дневными ГКВ, без премий и дисконта, период расчета купона — 6 месяцев.

Источник: Минфин РА, ЦБ РА, расчеты авторов.

Выпуск внутренних ОПС потенциально мог не только уменьшить стоимость и волатильность владения ГЦБ, но также снизить потребность в обратных выкупах, проводимых для повышения ликвидности³⁴ на аукционах по инструментам с фиксированной доходностью, и позволить в дальнейшем сформировать более устойчивую кривую срочных процентных ставок.

³⁴ Порядка 20–30% объема обратных выкупов государство производит для повышения ликвидности на рынке (Минфин Армении, 2023).

Рисунок 5.3. Фактическая доходность среднесрочных выпусков при первичном размещении и расчетная средняя доходность по ОПС, %



Примечание: доходность 5-летних ОПС — расчетная усредненная ежемесячно внутренняя ставка доходности 5-летних ОПС, связанных с 364-дневными ГКВ, без премий и дисконта, период расчета купона — 6 месяцев.

Источник: Минфин РА, ЦБ РА, расчеты авторов.

В более долгосрочной перспективе Армения может рассмотреть возможность одиночных выпусков ОПС с привязкой к показателям реального сектора (как пример, итальянские ВТР Futura³⁵), учитывая высокие темпы роста экономики Армении в последние годы (за 2019–2023 годы Армения трижды входила в топ-10 стран мира по темпам роста ВВП³⁶). Главным преимуществом подобного инструмента является снижение риска долговой устойчивости страны за счет меньшего расхождения потоков бюджетных доходов и расходов.

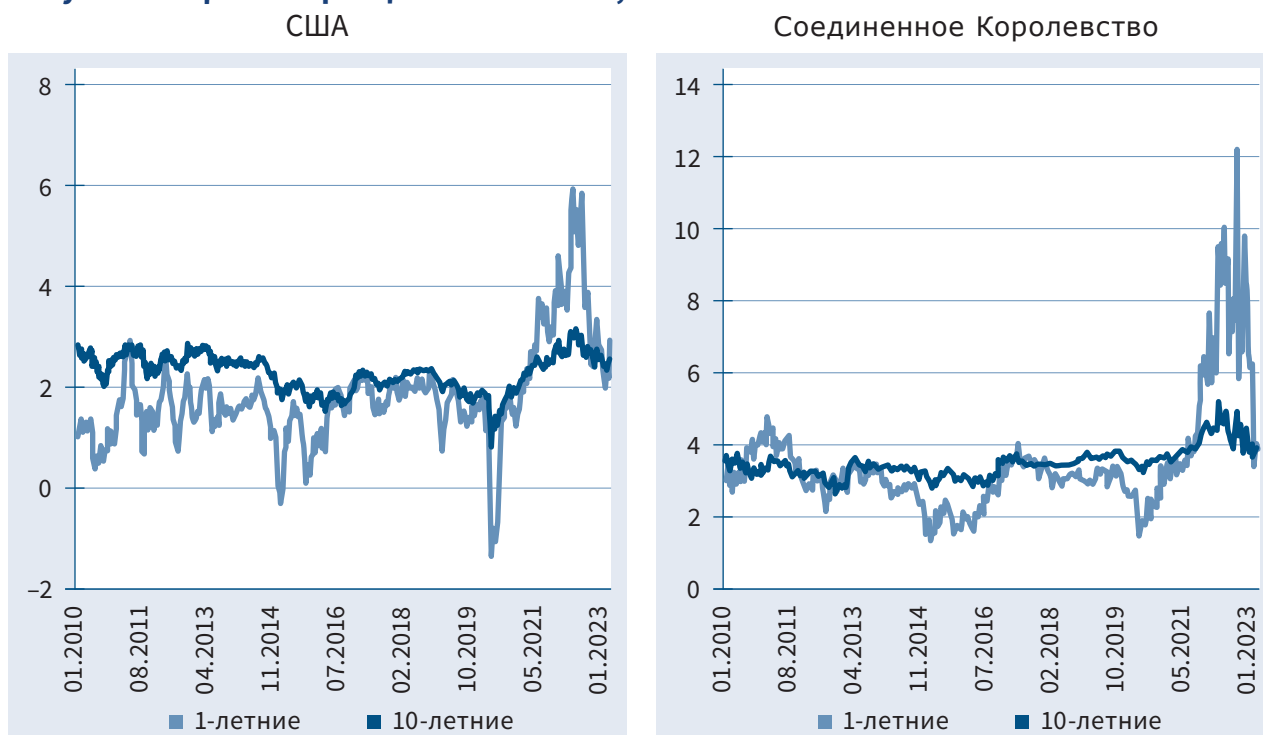
Исследуемые страны также располагают потенциалом для увеличения срочности портфеля и снижения реальной доходности внутреннего портфеля за счет эмиссии ГЦБ с индексацией тела долга на инфляцию. Волатильность ИПЦ в 2020–2022 годах должна была способствовать росту спроса на инструменты хеджирования риска инфляции, как это произошло в развитых странах (Рисунок 10). В данных условиях инвесторы, как правило, соглашались бы на более низкую реальную доходность взамен защиты от инфляции³⁷. Кроме того, пример России показал, что ОИИ способны демонстрировать экономию не только с позиции реальной, но и номинальной доходности (см. Вставку 2).

³⁵ Сайт Министерства экономики и финансов Италии. Доступно на: https://www.dt.mef.gov.it/en/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_futura/ (на английском языке).

³⁶ По итогам 2019 года Армения расположилась на 8-м месте по динамике экономического роста в мире, в 2022 году — на 8-м, в 2023 году — на 3-м (источник: Всемирный банк).

³⁷ Хотя для большинства стран первые выпуски могут характеризоваться повышенной премией в силу отсутствия рынка.

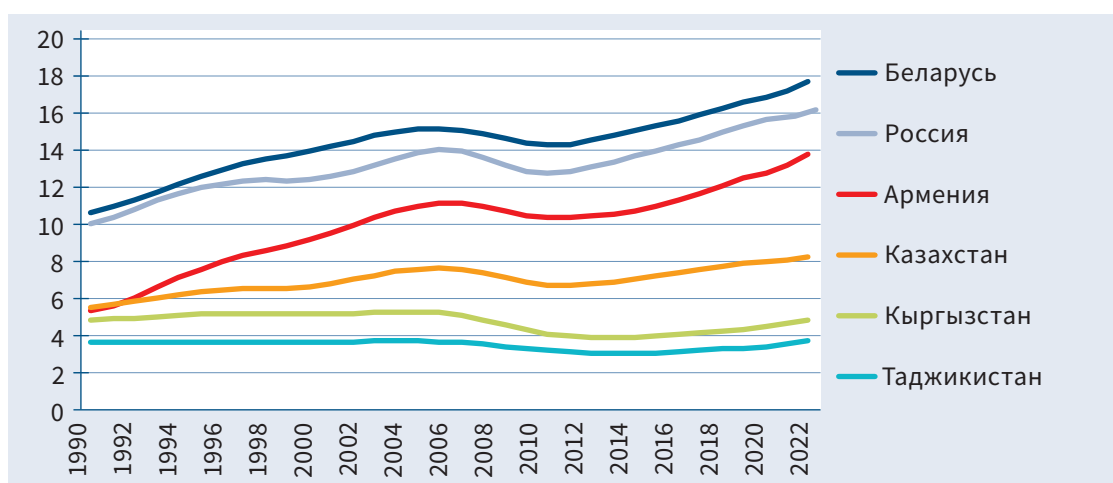
Рисунок 10. Цены инфляционных свопов, п. п.



Источник: Bahaj et al., 2023.

Поскольку ОИИ в основном приобретаются пенсионными фондами, стремящимися сохранить стоимость накоплений, долгосрочный потенциал для их эмиссии прослеживается в Армении, Беларуси, Казахстане и России (Рисунок 11). В частности, держателем порядка 95% выпущенных ранее МЕТИКАМ (ставка привязана к ИПЦ) был государственный пенсионный фонд Казахстана.

Рисунок 11. Доля населения 65+ лет, %



Источник: CEIC.

Для России перспективы выпуска ОИИ дополнительно объясняются сформировавшимся с 2022 года спросом на инструменты, позволяющие сохранить долларовую стоимость

капитала, как продолжение замещающих ГЦБ³⁸. Например, в пережившей периоды гиперинфляции Бразилии к концу 1990-х более 90% госдолга было привязано к изменению обменного курса, но за счет эмиссии ОИИ по итогам 2010 года удалось практически полностью заместить обязательства с индексацией на изменение обменного курса, не потеряв иностранных инвесторов (Reinhart and Sbrancia, 2011). Основным препятствием на пути использования ОИИ как инструмента хеджирования валютного риска в России является налогообложение корректировки основной суммы³⁹, тогда как в ряде стран подобный налог на ОИИ не предусмотрен (пример корейских КТВ⁴⁰). В условиях отсутствия подобных деривативных инструментов на российском рынке реальная ставка могла быть предложена на минимальном уровне при правильной спецификации инструмента.

Для вовлечения крупных инвесторов в покупку ОИИ может потребоваться возможность их учета по номинальной цене. Наиболее простым из решений является выпуск ОИИ через банковских посредников, без котирования на фондовой бирже (пример американских Series I⁴¹ или немецких Schuldschein⁴²). Более отдаленным решением может стать финансовый инжиниринг, в частности аналог инструмента STRIPS⁴³, позволяющего отделить тело ГЦБ от купонных платежей для целей торговли и бухгалтерского учета.

Беларусь, как и Казахстан, могли бы рассмотреть выпуск ОИИ для последующего извлечения информации об инфляционных ожиданиях со стороны рынка, как это сделала в свое время Россия (Минфин России, 2022).

Выпуск внутренних ОИИ может быть актуален для Кыргызстана и Армении в силу высокой волатильности показателя динамики цен (Рисунок 12). Кроме того, в Армении и Кыргызстане наблюдается низкая вовлеченность нерезидентов при первичном размещении, тогда как выпуск обязательств с индексацией номинала на инфляцию позволяет создать альтернативу валютным инструментам, привлекающим иностранных инвесторов (National Treasury of Brazil, 2001; Danmarks Nationalbank, 2021). Несмотря на достаточно низкий уровень среднегодовой инфляции в Армении (Рисунок 13), периодические и непродолжительные всплески инфляции формируют гипотетическую доходность, в среднем кратно превышающую доходность крупных биржевых инвестиционных фондов и индексов, специализирующихся на суверенных облигациях с индексацией на инфляцию в развивающихся экономиках (Рисунок 14).

³⁸ Замещающие ГЦБ тоже не в полной мере соответствуют потребностям сохранения долларового капитала в силу использования рубля (не доллара) в качестве валюты для учета разницы цены продажи и покупки.

³⁹ В соответствии с Письмом Минфина РФ от 14 июля 2015 г. № 03-03-10/40395 доход от индексации номинала ОФЗ-ИН признается процентным доходом и подлежит налогообложению (для организаций — налогом на прибыль по ставке 15 процентов).

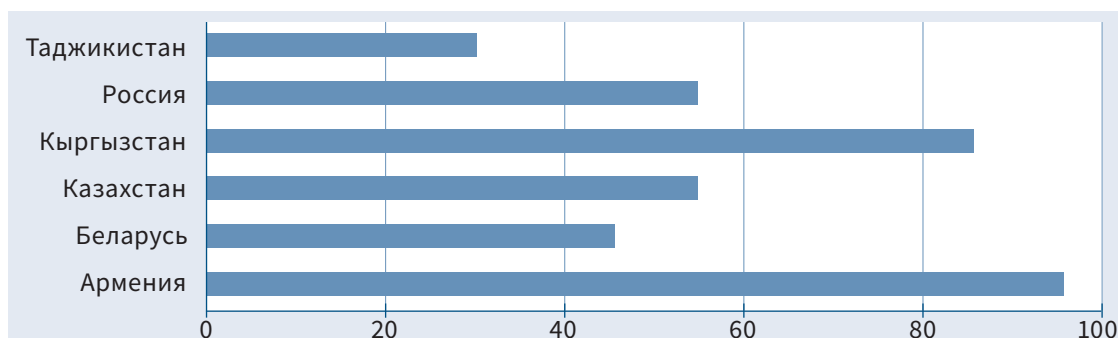
⁴⁰ Сайт Министерства экономики и финансов Южной Кореи. Доступно на: <https://ktb.moef.go.kr/eng/abtKtbs.do> (на английском языке).

⁴¹ Сайт TreasuryDirect. Доступно на: <https://www.treasurydirect.gov/savings-bonds/i-bonds/> (на английском языке).

⁴² Сайт Бельгийского долгового агентства. Доступно на: <https://www.debtagency.be/en/products/chuldscheineinfo> (на английском языке).

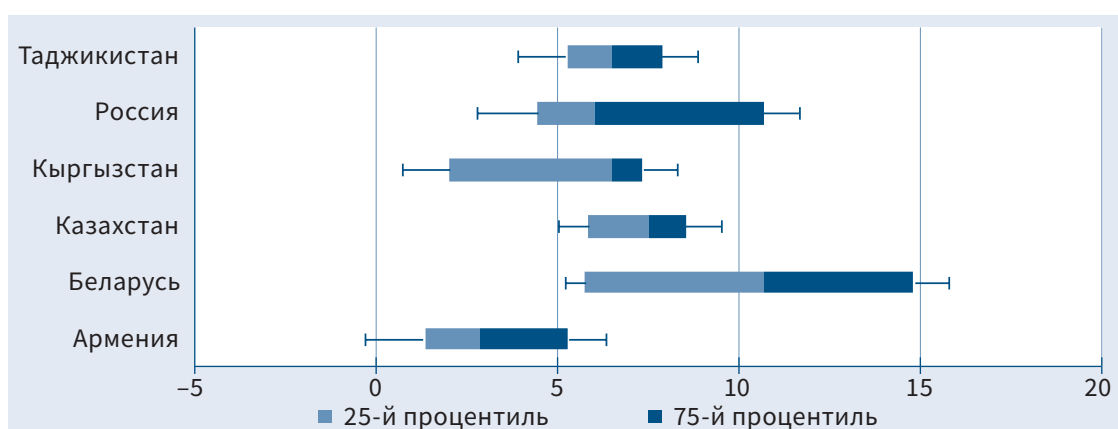
⁴³ Инструмент нашел небольшое распространение в управлении госдолгом Бельгии, Голландии и США, а также используется коммерческими структурами ряда развитых стран (в т. ч. Австрии, Франции, Германии, Италии, Испании, Чехии).

Рисунок 12. Вариация ИПЦ за 2014–2023 годы, % от среднего значения



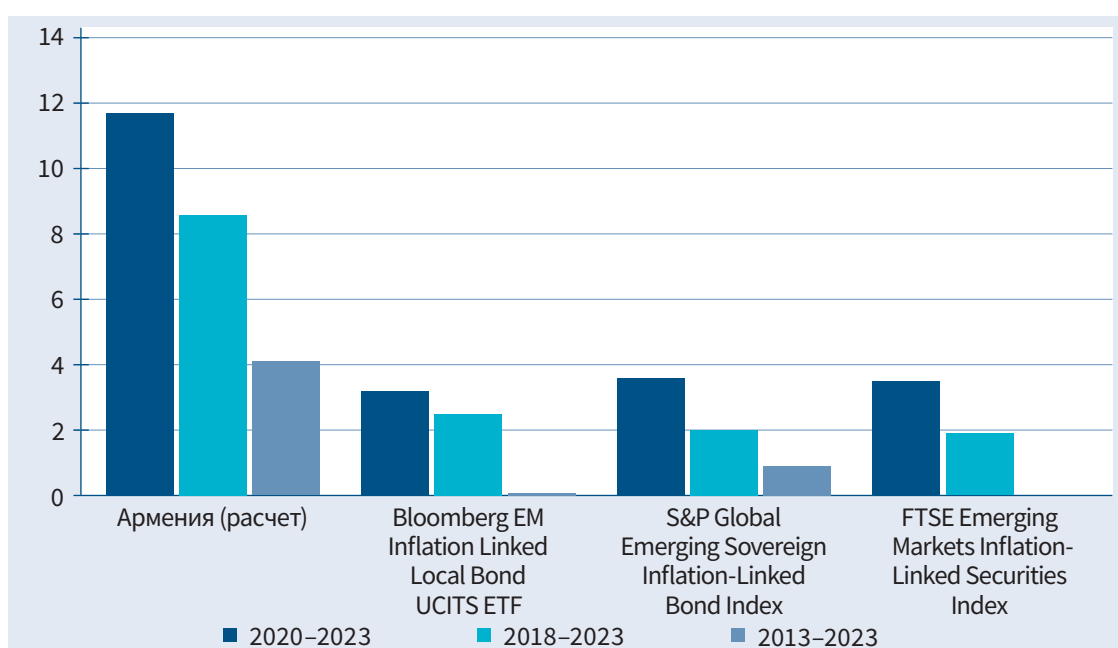
Источник: CEIC, расчеты авторов.

Рисунок 13. Распределение средне-годовой инфляции за 2014–2023 годы, %



Источник: CEIC, расчеты авторов.

Рисунок 14. Среднегодовая долларовая доходность крупнейших ETF и индексов по суверенным ГЦБ с индексацией на инфляцию в развивающихся странах, %



Источник: Bloomberg, S&P, FTSE Russell, расчеты авторов.

Заключение

Анализ процентного риска в исследуемых странах показал, что риск по внешним обязательствам с плавающими расходами на обслуживание и погашение находится в рамках, позволяющих сохранить устойчивость государственного долга даже в условиях реализации наиболее неблагоприятного сценария. Только в странах с доступом к концессионным ресурсам — Кыргызстане и Таджикистане — был отмечен риск возможного кратного роста эффективной ставки по портфелю внешних обязательств при последующем наращивании кредитов и займов с плавающей ставкой. Внешние гарантийные обязательства также не представляют существенных рисков с позиции структуры ставок.

Исследование портфелей внутренних обязательств продемонстрировало, что большинство рассматриваемых стран (кроме Таджикистана⁴⁴) располагает значительным потенциалом снижения расходов по обслуживанию долгового портфеля и снижения рисков для долговой устойчивости при использовании внутренних ОПС и ОИИ различной срочности. Развитие ОПС и ОИИ вместе с тем способствует реализации намеченных планов правительств по расширению и диверсификации инструментов внутреннего финансового рынка.

Учитывая обоснованность выпуска различных внутренних инструментов с плавающими расходами на обслуживание и погашение госдолга, органам, ответственным за внедрение и реализацию долговой политики, целесообразно: (1) провести более детальное изучение инструментов (потенциальной экономии и затрат, формирующихся возможностей и рисков), их согласованности с политиками правительства и центрального (национального) банка, и (2) провести опрос участников внутреннего рынка на предмет их заинтересованности и участия в определении ключевых параметров инструмента.

Для сохранения долговой устойчивости в условиях высоких ставок в твердых валютах и при дальнейшем накоплении обязательств с плавающими расходами (в том числе на внутреннем рынке) необходима выстроенная система контроля и управления процентным риском. Основные принципы управления таким риском должны быть закреплены в стратегиях по управлению государственным долгом. Также важно, чтобы система контроля и управления процентным риском была автоматизирована и использовала модельный аппарат для минимизации риска человеческого фактора в определении оптимальной структуры портфеля в разрезе инструментов суверенного долгового финансирования.

⁴⁴ Таджикистану рекомендуется сохранять фокус на предоставлении условий по ГКО, соответствующих рыночным.

Список литературы

- Винокуров, Е., Лаврова, Н., Талтаев Д. (2021) Совокупный долг — это не только суверенные кредиты. Условные обязательства в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане. Рабочий документ Евразийского фонда стабилизации и развития, РД/21/2. Доступно на: <https://efsd.org/research/working-papers/rabochiy-dokument-efsr-rd-21-2-sovokupnyy-dolg-eto-ne-tolko-suverennye-kredity-uslovnye-obyazatelstv/>
- Минфин Армении (2023) Стратегия управления государственным долгом Республики Армения на 2022–2024 годы [2024–2026 Government Debt Management Strategy of The Republic of Armenia]. Available at: https://minfin.am/website/images/files/2024-2026_debt_strategy_ENG.docx (на английском языке)
- Минфин Беларуси (2020) Государственная программа «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка на 2020–2025». Available at: <https://pravo.by/document/?guid=3871&p0=C22000143>
- Минфин Казахстана (2022) Концепция управления государственными финансами Республики Казахстан до 2030 года. Available at: https://base.spinform.ru/show_doc.fwx?rgn=143638
- Минфин Кыргызстана (2022) Стратегия управления государственным долгом Кыргызской Республики на 2022–2024 годы. Available at: <https://www.minfin.kg/posts/show/strategiya-upravleniya-gosudarstvennym-dolgom-kr-na>
- Минфин России (2017) Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017–2019 годы. Available at: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=117428
- Минфин России (2022) Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов. Available at: https://minfin.gov.ru/ru/statistics/docs/budpol_taxpol/
- Минфин Таджикистана (2023) Стратегия управления государственным долгом Республики Таджикистан на 2024–2026 годы. Available at: https://continent-online.com/Document/?doc_id=32901591
- Bahaj, S., Czech, R., Ding, S., Reis, R (2023). The Market for Inflation Risk. Available at: <https://ssrn.com/abstract=4488881> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4488881>
- Danmarks Nationalbank (2021). New inflation-linked bond helps to ensure a broad investor base.
- Diamond, D.W., He, Z. (2014). A Theory of Debt Maturity: The Long and Short of Debt Overhang. The Journal of Finance. vol. 69 pp: 719-762. Available at: <https://doi.org/10.1111/jofi.12118>
- Greenwood, R., Hanson, S.G., Stein, J.C. (2015). A Comparative-Advantage Approach to Government Debt Maturity. The Journal of Finance vol. 70 pp: 1683-1722. Available at: <https://doi.org/10.1111/jofi.12253>
- He, Z., Milbradt, K. (2016). Dynamic debt maturity. The Review of Financial Studies, vol. 29 (10), pp. 2677-2736. Available at: <https://academic.oup.com/rfs/article/29/10/2677/2589106>
- Held, M. (2019). SOFR and the Transition from LIBOR. New York Federal Reserve System. Available at: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2019/hel190226>
- IMF (2013). Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>
- IMF (2018). Guidance Note on the Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low Income Countries. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/02/14/pp122617guidance-note-on-lic-dsf>
- IMF (2023). Annual report 2023. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2023/>
- Jermann, U. (2023). Interest Received by Banks During the Financial Crisis: Libor vs Hypothetical SOFR Loans. NBER Working Paper No. w29614, Available at: <https://ssrn.com/abstract=3998787>

Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. (2012). The aggregate demand for treasury debt. *Journal of Political Economy*, vol. 120(2), pp. 233-267. Available at: <https://www.jstor.org/stable/10.1086/666526>

National Treasury of Brazil (2001). Annual borrowing plan.

Reinhart C., Sbrancia, B. (2011). The Liquidation of Government Debt. *BIS Working Papers*, vol. 363

Saavedra, C., Victor, A. (2021). How is SOFR different from LIBOR? Available at: <https://repository.upenn.edu/handle/20.500.14332/49269>

Schrimpf, A., Sushko, V. (2019). Beyond LIBOR: a primer on the new reference rates. *BIS Quarterly review*, March 2019. Available at: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.htm

Taylor-Brill, S. (2020). LIBOR Manipulation and the Transition to SOFR. *CMC Senior Theses*. 2400. Available at: https://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/2400

UK HM Treasury (1981). Indexed Gilts. *Economic Progress Report*, vol. 133. Available at: <https://www.dmo.gov.uk/media/2218/epr1981.pdf>

US GAO (2014). Floating Rate Notes Can Help Treasury Meet Borrowing Goals, but Additional Actions Are Needed to Help Manage Risk. *GAO Highlights* vol. 14 (535)

World Bank (2022). *International Debt Statistics 2022*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://databank.worldbank.org/source/international-debt-statistics#>

Приложение.

Страновая информация по обязательствам с плавающими расходами на обслуживание и погашение

Республика Армения

Республика Армения продемонстрировала наиболее динамичное приращение доли ОПС в портфеле внешних обязательств за последние 5 лет, в результате располагая одним из наиболее крупных портфелей внешних ОПС (Таблица А1).

Таблица А1. Показатели процентного риска суверенного долга Армении на конец соответствующего года

	2018	2023
Доля краткосрочных обязательств, % (в т. ч. во внешнем долге)	0,9 (0)	2,7 (0)
Доля обязательств с плавающей процентной ставкой, % (в т. ч. во внешнем долге)	17,5 (21,9)	18,2 (33,1)
Доля обязательств с индексацией тела долга на инфляцию, % (в т. ч. во внешнем долге)	0 (0)	0 (0)
Уровень государственного долга ⁴⁵ , % ВВП (в т. ч. внешнего ⁴⁶)	54,4 (45,2)	50,0 ⁴⁷ (28,0)

Источник: Министерство финансов Республики Армения, расчеты авторов.

Почти треть внешних обязательств Армении получена на условии плавающей ставки, из которых 3/4 связаны с USD LIBOR (SOFR), оставшаяся часть — с EURIBOR. Во внутреннем госдолге обязательства с плавающими расходами на обслуживание и погашение отсутствуют. Краткосрочные векселя занимают менее 3% портфеля госдолга (6,2% внутренних обязательств).

За последние 5 лет доля ОПС во внешнем госдолге увеличилась в полтора раза, но общая структура госдолга практически не изменилась. В результате смещения заимствований

⁴⁵ Указан уровень долга Правительства с учетом обязательств ЦБ РА (поскольку ЦБ РА берет кредиты, отличные от поддержки платежного баланса), без учета обязательств местных органов и гарантированного государством долга.

⁴⁶ Государственные долговые обязательства Армении распределяются на внутренний и внешний долг в зависимости от статуса резидента держателя. Например, часть еврооблигаций классифицируется как внутренний долг, поскольку они были приобретены резидентами страны. Поскольку внутренний долг представлен только обязательствами в местной валюте, для разделения госдолга на внешний и внутренний применяется разбивка по валютам.

⁴⁷ В процессе подготовки рабочего документа была опубликована вторая оценка ВВП, в результате уровень государственного долга по итогу 2023 года изменился с 50,0 до 50,7%.

в сторону внутреннего рынка вес ОПС в совокупном портфеле госдолга увеличился лишь на 0,7 п. п., до 18,2%.

Квазифискальные обязательства республики в основном представлены субзаемными соглашениями, уже учтенными в государственном долге. Гарантийные обязательства менее существенны — 0,4% ВВП, в их структуре отсутствуют обязательства с плавающей ставкой.

В рамках стратегии управления госдолгом на 2024–2026 годы (Минфин Армении, 2023) Правительство устанавливает три ковенанта, связанные с процентным риском: 1) минимальная доля обязательства с фиксированной ставкой в общем портфеле; 2) доля долга, подлежащая рефинансированию в следующем году; 3) среднее время до рефинансирования. Минимальная доля обязательств с фиксированной ставкой в общем портфеле госдолга установлена вблизи фактических значений — 80%.

Республика Беларусь

Беларусь находится в первой тройке стран по доле внешних ОПС, параллельно демонстрируя наиболее значительное сокращение доли таких обязательств за последние годы (Таблица А2).

Таблица А2. Показатели процентного риска суверенного долга Республики Беларусь на конец соответствующего года

	2018	2023
Доля краткосрочных обязательств, % (в т. ч. во внешнем долге)	0 (0)	0,8 (0)
Доля обязательств с плавающей процентной ставкой, % (в т. ч. во внешнем долге)	46,3 (44,4)	19,6–29,4 ⁴⁸ (24,5–37,5)
Доля обязательств с индексацией тела долга на инфляцию, % (в т. ч. во внешнем долге)	0 (0)	0 (0)
Уровень государственного долга ⁴⁹ , % ВВП (в т. ч. внешнего)	38,0 (30,8)	33,2 (24,9)

Источник: Министерство финансов Республики Беларусь, расчеты авторов.

Во внутреннем долге Правительства ОПС занимают порядка 5%, тогда как во внешнем их удельный вес находится в диапазоне 24–38%. Поскольку в портфеле преобладают внешние обязательства, порядка четверти общего кредитного портфеля Правительства связано с плавающими индикаторами. Доля краткосрочных обязательств не превышает 1% размера портфеля.

Во внешнем долге Правительства, по оценкам авторов, обязательства с плавающими ставками характеризуются высокой концентрацией мягких валют — более половины внешних ОПС связаны с доходностью ОФЗ РФ, оставшаяся часть привязана к USD LIBOR (SOFR). Все займы с привязкой к USD LIBOR (SOFR) всецело относятся к кредитам Китая,

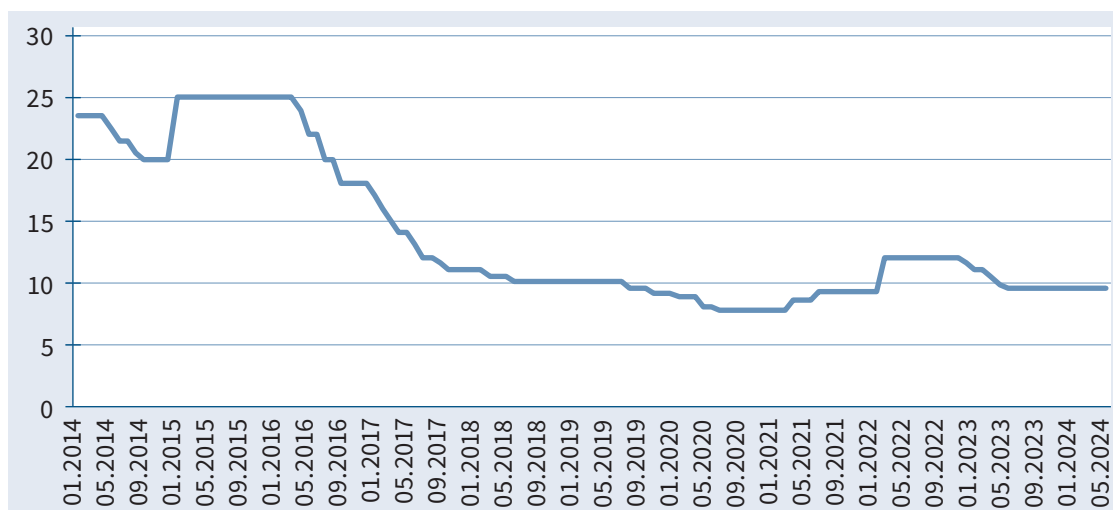
⁴⁸ Оценка.

⁴⁹ Указан уровень долга Правительства без учета обязательств местных органов, НБРБ и гарантированного государством долга.

заимствования перед которым практически приостановились в последние несколько лет. В силу санкционных ограничений на внешние заимствования в твердых валютах последующего накопления обязательств с привязкой к USD LIBOR (SOFR) в среднесрочной перспективе не ожидается.

Во внутреннем портфеле присутствуют обязательства с плавающей процентной ставкой, привязанной к индикативным ставкам в национальной (51%) и иностранной (49%) валютах. Внутренние валютные ОПС выпущены в 2015–2016 годах и в основном привязаны к EURIBOR 3 m (плюс фиксированная маржа 4,9%), хотя также имеются обязательства, связанные с российским рынком (Mosprime-3 m, ключевая ставка ЦБ РФ). Внутренние обязательства в национальной валюте связаны со ставкой рефинансирования НБРБ, демонстрирующей низкую волатильность в течение последние 5 лет (Рисунок А1).

Рисунок А1. Динамика СР НБРБ, %



Источник: Национальный банк Республики Беларусь.

За последние 5 лет доля ОПС в госдолге Беларуси снизилась примерно вдвое: с 46,3% в 2018 году до 20–29% по итогам 2023 года. Основным фактором стало увеличение доли внешних обязательств с фиксированной ставкой (за счет ряда выпусков еврооблигаций), а также прекращение эмиссии внутренних обязательств с привязкой к EURIBOR и СР НБРБ.

Совокупный размер внешних гарантий Правительства по итогам 2023 года составил 1,5–2⁵⁰ млрд долларов (2–2,7% ВВП). Порядка 90% внешних гарантий приходилось на связанные китайские займы в рамках долгосрочных инвестиционных проектов, что позволяет предположить существенную долю займов с привязкой к USD LIBOR (SOFR).

В рамках стратегии управления госдолгом на 2022–2025 годы (Минфин Беларуси, 2020) внимание уделяется и необходимости снижения процентного риска во внешних обязательствах. Установлен ковенант по доле обязательств под фиксированную процентную ставку в сумме заключенных кредитных соглашений (размещенных государственных облигаций) в течение года — от 50% в 2020 году до 65% в течение 2025 года.

⁵⁰ Оценка. Последние официальные данные представлены на конец мая 2022 года.

Республика Казахстан

Для Республики Казахстан характерен более разнообразный набор используемых инструментов, потенциально представляющих процентный риск. По итогам 2023 года обязательства с плавающими процентными расходами распространены как во внешнем (38–41%), так и во внутреннем (9,4%) долге Правительства. Несмотря на высокую долю ОПС во внешнем долге, портфель Правительства только на треть представлен внешними обязательствами. В итоге ОПС занимают пятую часть совокупного портфеля обязательств Правительства (Таблица А3). Краткосрочные обязательства занимают почти 3%.

Во внешнем портфеле, исходя из косвенных данных по его валютной структуре, преобладает привязка к USD LIBOR (SOFR).

Таблица А3. Показатели процентного риска суверенного долга Республики Казахстан на конец соответствующего года

	2018	2023
Доля краткосрочных обязательств, % (в т. ч. во внешнем долге)	0,1 (0,2)	2,7 (0,8)
Доля обязательств с плавающей процентной ставкой, % (в т. ч. во внешнем долге)	32 (42–44,4)	17,5 (37,9–41)
Доля обязательств с индексацией тела долга на инфляцию, % (в т. ч. во внешнем долге)	0 (0)	0 (0)
Уровень государственного долга ⁵¹ , % ВВП (в т. ч. внешнего)	18,9 (9,1)	20,7 (5,9)

Источник: Министерство финансов Республики Казахстан.

Во внутреннем портфеле в обращении находятся два инструмента с плавающими ставками: 1) МЕТИКАМ, с привязкой ставки к показателям денежного рынка; 2) МЕУЖКАМ⁵², с индексацией ставки на динамику ИПЦ (Рисунок А2).

МЕТИКАМ впервые были выпущены в августе 2022 года, для перерасчета процентных расходов используется 6-месячный TONIA (Рисунок А3), отражающий доходность операций однодневного РЕПО с ценными бумагами корзины ГЦБ.

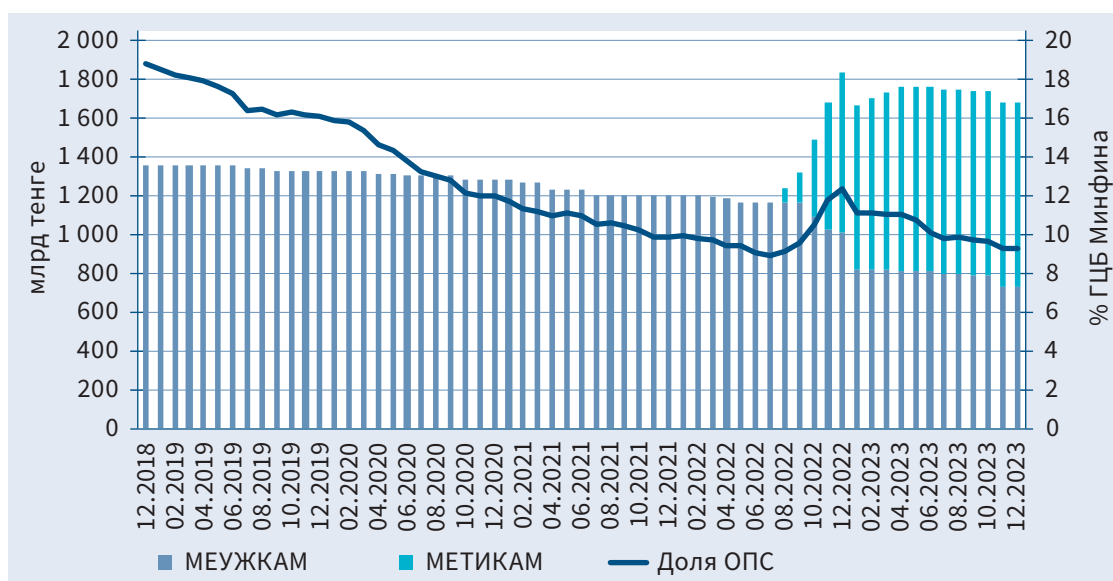
МЕУЖКАМ также характеризуются неизменным телом долга, но для перерасчета используется индекс инфляции (плюс фиксированная маржа — 0,1%). Стоит отметить, МЕУЖКАМ в последний раз были выпущены в 2016 году, а доступ к первичному выкупу МЕУЖКАМ ограничивался пулом из НПФ и страховых компаний⁵³.

⁵¹ Указан уровень долга Правительства, без учета обязательств местных органов, НБРК и гарантированного государством долга.

⁵² Ранее, в 2007–2008 годах, выпускался аналог — МУИКАМ. Последние погашения МУИКАМ произошли в 2015 году.

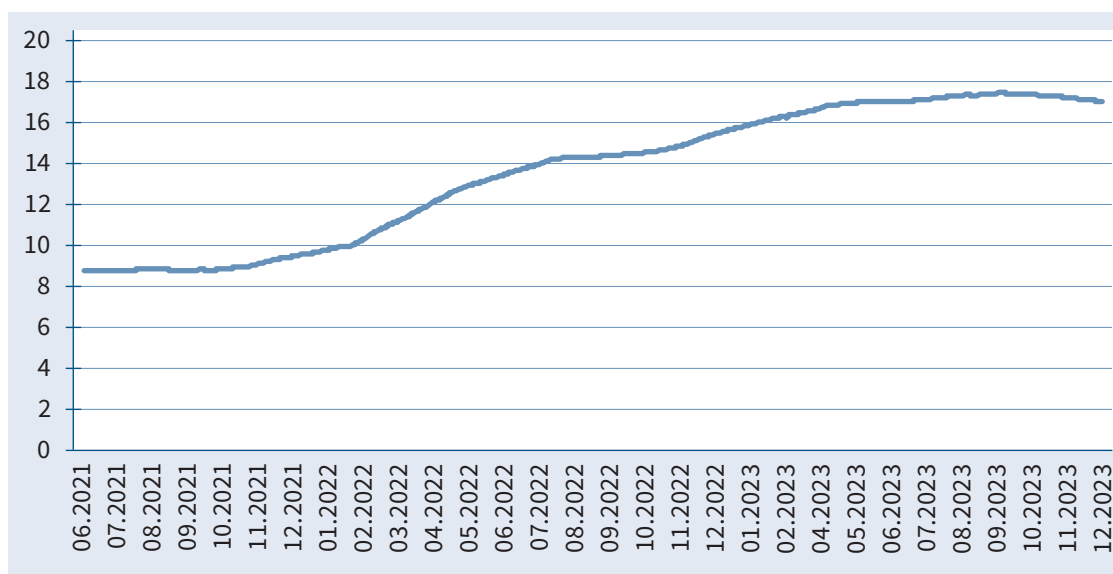
⁵³ После истечения первой половины срока обращения ценных бумаг их вторичные торги проходят на свободной основе.

Рисунок А2. Обязательства с плавающей ставкой в структуре ГЦБ Минфина Казахстана



Источник: Минфин Казахстана.

Рисунок А3. 6-месячный TONIA, %



Источник: Национальный банк Республики Казахстан.

За 2018–2023 годы доля ОПС существенно снизилась, в первую очередь за счет расширения портфеля внутренних обязательств и изменения его структуры. Доля МЕУЖКАМ уменьшилась с 22,7 до 4,3% внутреннего портфеля, заменившись МЕТИКАМ и в большей степени долгосрочными обязательствами, демонстрирующими максимальный уровень доходности за последние 20 лет. В структуре внешних обязательств тоже наблюдалось небольшое снижение (с 42–44% до 38–41%).

Гарантии Правительства по внешним заимствованиям по итогам 2023 года составили 2,77 млрд долларов (1% ВВП). Информация о структуре таких обязательств по типу ставки

в публичном доступе отсутствует, но по косвенным⁵⁴ данным доля плавающих ставок в гарантиях составляет порядка 24%, три четверти из которых связаны с USD LIBOR (SOFR).

В рамках стратегии по управлению госдолгом Республики Казахстан до 2030 года кovenанты по ограничению процентного риска не устанавливаются (Минфин Казахстана, 2022).

Кыргызская Республика

За последние годы республика продемонстрировала многократный прирост доли ОПС во внешнем портфеле госдолга (Таблица А4). Поскольку Кыргызстан обладает широким доступом к льготным финансовым средствам в рамках официальной помощи развитию, доля обязательств с плавающими расходами во внешнем госдолге долгое время оставалась незначительной — порядка 1% внешнего госдолга (за счет займов от ЕБРР и Дании).

Однако на конец 2023 года за счет полученных Кыргызстаном кредитов от МВФ и ЕИБ доля ОПС во внешнем госдолге увеличилась до 11,9%. Порядка половины внешних ОПС представлены кредитами ЕБРР и МВФ, связанными с USD LIBOR (SOFR), оставшаяся часть представлена кредитами ЕИБ и МВФ с привязкой к EURIBOR.

Таблица А4. Показатели процентного риска суверенного долга Кыргызской Республики на конец соответствующего года

	2018	2023
Доля краткосрочных обязательств, % (в т. ч. во внешнем долге)	0,8 (0)	0,2 (0)
Доля обязательств с плавающей процентной ставкой, % (в т. ч. во внешнем долге)	1,2 (1,4)	8,8 (11,9)
Доля обязательств с индексацией тела долга на инфляцию, % (в т. ч. во внешнем долге)	0 (0)	0 (0)
Уровень государственного долга ⁵⁵ , % ВВП (в т. ч. внешнего)	54,8 (46,9)	45,5 (33,7)

Источник: Министерство финансов Кыргызской Республики, расчеты авторов.

Во внутреннем госдолге обязательства с плавающими расходами отсутствуют, хотя выпуск внутренних обязательств с плавающей ставкой с высокой вероятностью позволил бы сократить расходы на обслуживание. Краткосрочные обязательства кратно снизились за последние 5 лет и составили лишь 0,5% портфеля внутренних обязательств (260,6 млн сом) на конец 2023 года.

Квазифискальные обязательства представлены исключительно субзаймами, предоставляемыми государственным предприятиям (Винокуров, 2021). Субзаймы учитываются

⁵⁴ Исходя из структуры кредиторов по гарантийным обязательствам (Китай — 57,6%, Россия — 18,6%, МФО — 23,7%) и данных МВФ по доле кредитов с плавающей ставкой в разрезе кредиторов и заемщиков (Китай — 0%, Россия — 0%, МФО — 100%).

⁵⁵ Указан уровень долга Правительства, без учета обязательств местных органов, НБКР и гарантированного государством долга.

в прямом госдолге⁵⁶ и выделяются со стороны МФО на льготных условиях, обязательства с плавающими расходами отсутствуют.

В отличие от других стран, Правительство Кыргызской Республики пока не предоставляет прямых внешних гарантий⁵⁷.

В рамках стратегии управления госдолгом на 2022–2024 годы прямые ковенанты по управлению процентным риском отсутствуют (Минфин Кыргызстана, 2022). В рамках внутренних обязательств действует ограничение на средний срок погашения внутреннего долга. На внешнее коммерческое финансирование устанавливается ограничение по минимальному грант-элементу в силу доступа к концессионным ресурсам.

Российская Федерация

Российская Федерация использует широкий набор долговых инструментов, в том числе внутренние инструменты с плавающими расходами на погашение. На конец 2023 года доля обязательств с плавающими расходами во внутреннем государственном долге составила 44,2%, тогда как во внешнем госдолге их доля оставалась незначительной (0–4%⁵⁸). Благодаря необычно высокой доле внутреннего госдолга (86,6% портфеля госдолга) доля обязательств с плавающими расходами в структуре совокупного госдолга близка к доле во внутреннем долге — 38–39% по итогу 2023 года (Таблица А5). Краткосрочные (до года) векселя в обращении отсутствуют, первый и последний выпуск краткосрочных бескупонных бумаг (БОФЗ) состоялся в 2014 году.

Таблица А5. Показатели процентного риска суверенного прямого долга Российской Федерации на конец соответствующего года

	2018	2023
Доля краткосрочных обязательств, % (в т. ч. во внешнем долге)	0 (0)	0 (0)
Доля обязательств с плавающей процентной ставкой, % (в т. ч. во внешнем долге)	19–20 (0–3)	33–34 (0–4)
Доля обязательств с индексацией тела долга на инфляцию, % (в т. ч. во внешнем долге)	2,4 (0)	5,0 (0)
Уровень государственного долга ⁵⁹ , % ВВП (в т. ч. внешнего)	10,0 (2,5)	13,6 (1,8)

Источник: Министерство финансов Российской Федерации, Росстат.

⁵⁶ Если заемщик не обслуживает гарантированный Правительством долг, то долговая нагрузка на бюджет будет увеличиваться. Если речь идет о субзаемных соглашениях, то объем госдолга остается неизменным, но потребности в финансировании могут существенно увеличиться.

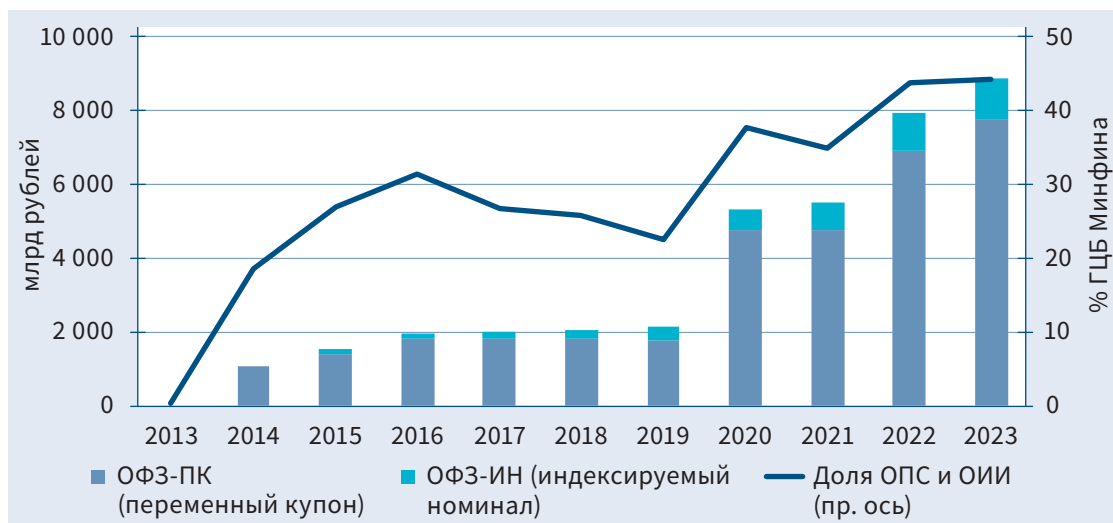
⁵⁷ Что касается внутренних гарантий, то в стране учрежден Фонд государственных гарантий, обеспечивающий малым и средним предприятиям доступ к финансовым ресурсам. Средний объем ежегодно предоставляемых гарантий — 0,3% ВВП.

⁵⁸ Официальные данные по структуре внешнего долга по типу ставки отсутствуют. На конец 2023 года в портфеле внешнего госдолга России (без учета гарантий) 96% занимали еврооблигации с фиксированной процентной ставкой, остальные 4% предоставлены двусторонними и многосторонними кредиторами.

⁵⁹ Указан уровень долга Правительства, без учета обязательств местных органов, ЦБ РФ и гарантированного государством долга.

Внутренние обязательства с плавающими расходами (Рисунок А4) представлены двумя инструментами: 1) ОФЗ-ПК (переменный купон с привязкой к RUONIA⁶⁰), выпускаемые с 2014 года⁶¹; 2) ОФЗ-ИН (индексируемое на размер инфляции тело долга и фиксированный купон), выпускаемые с 2015 года. На конец 2023 года ОФЗ-ПК занимает 38,4% внутреннего госдолга, ОФЗ-ИН — 5,8%.

Рисунок А4. Структура внутреннего государственного долга Российской Федерации



Источник: Министерство финансов Российской Федерации.

За последние 5 лет доля обязательств с плавающими расходами в государственном долге России увеличилась с 21–22% до 38–39%, в основном за счет крупных выпусков ОФЗ-ПК в 2020 и 2022 годах. Несмотря на существенный рост доли ОПС во внутреннем долге, низкий уровень совокупного госдолга (13,6%⁶² ВВП по итогу 2023 года) обеспечивает незначительное влияние роста индикативных ставок на бюджетные показатели и долговую устойчивость страны. По нашим оценкам, каждые 100 б. п. прироста ставки RUONIA⁶³ приведут к росту расходов на обслуживание ОФЗ-ПК лишь на 0,045% ВВП. Стоит отметить, что почти половина ОФЗ-ПК принадлежит государственным институтам и организациям (Минфин, 2017), поэтому чистый прирост расходов будеткратно ниже.

Государственные внешние обязательства в форме гарантий Правительства составили 18,7 млрд долларов в эквиваленте (1% ВВП) по итогам 2023 года. В публичном доступе информация о структуре гарантий по типу ставки или валютной структуре отсутствует.

В рамках стратегии по управлению госдолгом России на 2023–2025 годы ковенанты по процентному риску и доле обязательств с плавающими расходами отсутствуют (Минфин России, 2022). В соответствии со стратегией предпочтение будет отдаваться долгосрочным займам с фиксированной ставкой, но в то же время будет обеспечиваться

⁶⁰ Средневзвешенное значение процентных ставок межбанковского необеспеченного заимствования в рублях, осуществляемого на срок овернайтa.

⁶¹ Если не считать малые выпуски периода 1996–2006 годов.

⁶² Без учета гарантий.

⁶³ Под ставкой подразумевается среднее значение RUONIA за предыдущие 90 дней.

диверсификация предложения долговых инструментов по типам и срокам до погашения для максимального удовлетворения спроса различных категорий инвесторов, повышения ликвидности долгового рынка.

Республика Таджикистан

Республика Таджикистан осуществляет заимствования преимущественно на льготных условиях у институтов развития, в том числе китайских. Но за последние годы наблюдался резкий рост доли ОПС во внешних обязательствах (Таблица А6).

Таблица А6. Показатели процентного риска суверенного долга Республики Таджикистан на конец соответствующего года

	2018	2023
Доля краткосрочных обязательств, % (в т. ч. во внешнем долге)	0,5 (0)	0,1 (0)
Доля обязательств с плавающей процентной ставкой, % (в т. ч. во внешнем долге)	1,5 (1,6)	8,7 (9,8)
Доля обязательств с индексацией тела долга на инфляцию, % (в т. ч. во внешнем долге)	0 (0)	0 (0)
Уровень государственного долга ⁶⁴ , % ВВП (в т. ч. внешнего)	48,5 (38,8)	29,3 (26,0)

Источник: Министерство финансов Республики Таджикистан, расчеты авторов.

Во внешнем госдолге, занимающем 89% портфеля прямых обязательств государства, доля ОПС составляла 9,8% по итогам 2023 года, только за год увеличившись более чем вдвое (4,4% по итогу 2022 года). Порядка 2/3 займов с плавающей ставкой связаны с USD LIBOR (SOFR) (кредиты ЕБРР и АБИИ, маржа — 0,9–1%), оставшаяся треть — с EURIBOR (кредиты ЕИБ, маржа — 0,95–1,1%).

Во внутреннем портфеле ОПС и ОИИ отсутствуют. В 2021 году погашены обязательства, купонная ставка по которым была связана с уровнем инфляции, составляющие порядка 2% внутреннего госдолга. Краткосрочные векселя занимают менее 1% внутренних обязательств. В среднесрочной перспективе в Таджикистане ожидается переход к рыночным условиям внутреннего кредитования, что должно способствовать росту доли финансирования за счет внутренних долговых инструментов (Минфин Таджикистана, 2023). Полагаем, что развитие рынка государственных ценных бумаг в республике будет достаточно длительным процессом с первоначальным фокусом на консервативные инструменты с фиксированной доходностью.

Квазифискальные обязательства в основном представлены субкредитными соглашениями, учитываемыми в прямом госдолге. Программы субкредитования являются основным механизмом привлечения финансирования государственными предприятиями (Винокуров, 2021).

⁶⁴ Указан уровень долга Правительства, без учета обязательств местных органов, НБТ и гарантированного государством долга.

Объем государственных внешних гарантий в обращении составил на конец 2023 года лишь 1,1% ВВП (0,14 млрд долларов США). Кредитором по всем гарантийным соглашениям является ЕБРР. Официальные данные по структуре гарантий по типу ставки отсутствуют, исходя из финансовых отчетностей компаний, госпредприятия (в основном ОАКХ «Барки Точик») получали абсолютно все заимствования от ЕБРР с привязкой к USD LIBOR (SOFR), плюс фиксированная маржа в 100 б. п.

В рамках стратегии управления госдолгом на 2024–2026 годы ([Минфин Таджикистана, 2023](#)) установлен ковенант на долю долга с фиксированной ставкой в общем портфеле — 85%, что подразумевает возможность почти двукратного роста портфеля ОПС. Все приведенные в стратегии сценарии подразумевают рост ОПС в общем портфеле до 12,8% (т. е. во внешнем — 14,5%).



Комментарии, предложения и замечания к Рабочему документу вы можете направить по адресу info@efsd.org и km@carecinstitute.org

