



Специальная серия публикаций по COVID-19

Статьи «Специальной серии публикаций» подготавливаются экспертами МВФ для помощи странам-членам в преодолении экономических последствий COVID-19. Мнения, выраженные в данных статьях, принадлежат автору (авторам) и не обязательно отражают точку зрения МВФ, Исполнительного совета или руководства МВФ.

Меры по управлению долгом в ответ на пандемию¹

Цель настоящей статьи заключается в том, чтобы предоставить рекомендации в отношении тех областей, в которых распорядителям суверенного долга, возможно, потребуется принять меры в ответ на трудности, вызванные кризисом COVID-19. В ней приводятся некоторые соображения по поводу преодоления трудностей в ситуациях, когда управляющий долгом сталкивается с резким увеличением потребностей в государственном финансировании и затрат по займам, а также когда необходимо проводить обоснованное различие между временными сбоями и долгосрочными переменами. В этих условиях распорядители суверенного долга могут помочь смягчить шок ликвидности за счет минимизации краткосрочного риска неликвидности, удовлетворить потребности в пролонгации и поддержать упорядоченное функционирование первичного и вторичного рынков государственных облигаций. В статье представлены варианты мер, которые распорядители суверенного долга могут рассматривать для адаптации к новым обстоятельствам.

Кризис COVID-19 ставит трудные задачи перед распорядителями суверенного долга. Во многих странах долговой стресс, вероятно, превысит наблюдавшийся в прошлом по целому ряду параметров, включая потенциальное увеличение потребностей в финансировании, напряженность в функционировании рынков, а в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах — падение внешнего спроса и смену направления потока капитала. Распорядители суверенного долга должны быть готовы использовать все элементы своей антикризисной стратегии, возможно, в большей степени, чем когда-либо прежде, и принимать взвешенные решения, чтобы осторожно лавировать между временными сбоями и долгосрочными переменами. Кризис может подтолкнуть официальные органы к принятию мер, которые приведут к отходу от рациональной практики управления долгом. Отходя от рациональной практики, распорядители долга должны будут предупредить налогово-бюджетные и денежно-кредитные органы о рисках, связанных с такими отступлениями, и попытаться свести эти риски к минимуму. Важно, чтобы директивные органы четко понимали, что любые такие отступления должны носить временный характер, были готовы их отменить, как только чрезвычайные времена закончатся, и эффективно информировали о них участников рынка.

¹ За дополнительной информацией обращайтесь к Питеру Брейеру (pbreuer@imf.org), начальнику отдела, Чарльзу Коэну (ccohen2@imf.org) или Тору Юнассону (tjonasson@imf.org), заместителям начальника отдела рынков долгового капитала Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала (ДДК).

I. УДОВЛЕТВОРЕНИЕ КРАТКОСРОЧНЫХ ПОТРЕБНОСТЕЙ В ЛИКВИДНОСТИ И ФИНАНСИРОВАНИИ

Распорядители долга, вероятно, столкнутся со значительным увеличением потребностей в государственном финансировании вследствие принятия мер политики в ответ на кризис, особенно в ближайший период². Помимо возросших потребностей в финансировании, ухудшение рыночной конъюнктуры в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах может затруднить эмитентам пролонгирование существующих долговых обязательств и погашение платежей по обслуживанию внешнего долга, которые также могли увеличиться в связи со снижением курса валюты.

Некоторые страны могут столкнуться с более высокими финансовыми издержками по всему спектру сроков погашения, которые невозможно изменить с помощью операций по управлению долгом. В то время как в некоторых странах с развитой экономикой может наблюдаться повышенный спрос на государственные ценные бумаги в связи с их статусом «убежища», многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны могут столкнуться со снижением спроса на государственные облигации (особенно со стороны нерезидентов) вследствие более высокой степени неприятия риска. Рыночное восприятие кредитного риска будет определяться более высокими потребностями в финансировании и ожидаемым ухудшением динамики долга страны. Эти факторы могут проявляться в виде:

- роста потребностей центрального правительства (ЦП) в финансировании, обусловленного более высокими потребностями в расходах и дефицитом доходов;
- напряженности в сфере государственных финансов и валютных резервов, которая вызывает сомнения в способности ЦП обслуживать существующий долг;
- роста потребностей в финансировании или возникновения новых потребностей со стороны субнациональных органов государственного управления и государственных предприятий;
- материализации явных и неявных условных обязательств, таких как требования исполнения государственных гарантий;
- возможных оттоков ликвидности, приводящих к нарушениям на внутреннем рынке облигаций.

Страны с низким уровнем дохода (СНД), не имеющие доступа к рыночному финансированию или имеющие небольшие внутренние рынки государственных облигаций, вероятно, будут нуждаться в дополнительном внешнем финансировании для покрытия вызванного COVID-19 роста расходов и бюджетного дефицита. Страны, имеющие право на получение льготных займов, могут попытаться ускорить получение выплат со стороны официальных кредиторов и МФО, в том числе путем получения доступа к механизмам экстренного финансирования. Там, где это возможно, заемщики могут попытаться воспользоваться инициативой Группы 20-ти по облегчению бремени задолженности, которая позволяет странам заключать соглашения с двусторонними официальными кредиторами о временном приостановлении платежей по обслуживанию долга.

При разработке мер реагирования на кризис страны могут также воспользоваться технической помощью и услугами по развитию потенциала в области управления долгом, которые могут предоставляться дистанционно. В рамках механизма управления долгом (МУД) и посредством поддерживаемых на

² Подробнее о мерах налогово-бюджетной политики в ответ на COVID-19, которые могут приводить к увеличению потребностей в финансировании, см. МВФ, 2020а, «Управление бюджетными рисками в условиях стресса государственных финансов».

двусторонней основе инициатив по развитию потенциала МВФ и Всемирный банк стремятся помочь странам укрепить свои институты, процессы и потенциал в области управления долгом для уменьшения факторов уязвимости, связанной с задолженностью.

Пересмотр стратегии управления долгом и годового плана заимствования

Существенное изменение потребностей в государственном финансировании или затрат на финансирование, как правило, является поводом для незамедлительного пересмотра стратегии управления долгом (СУД) и годового плана заимствования. Аналогично всем решениям по управлению долгом, в этом случае от официальных органов потребуется вынесение обоснованного суждения относительно надлежащего баланса между затратами и рисками. В этом контексте такие решения наиболее целесообразно принимать в рамках среднесрочной стратегии управления долгом (изложенной в публикации IMF-World Bank, 2019). Распорядителям долга будет полезно продолжать рассматривать решения по управлению долгом в контексте формальной СУД по мере перехода к новой, устойчивой ситуации в отношении условий финансирования³.

В зависимости от характера изменений, которые будут вноситься в планы финансирования, эффективные ответные меры могут потребовать устранения юридических препятствий для потенциальной корректировки практики управления долгом. Следовательно, распорядителю долга, возможно, потребуется получить необходимые разрешения на внесение таких изменений. Хотя кризисные ситуации могут потребовать приостановки некоторых видов стандартной практики, экстренные разрешения не должны носить бессрочный характер или предоставляться без разумных ограничений.

Хотя может возникнуть потребность в оперативном привлечении дополнительного финансирования, будет необходимо должным образом учитывать основные риски, присущие портфелю долговых обязательств, и последствия, которые выбор формы их выпуска будет иметь для структуры портфеля. Распорядитель долга должен будет проанализировать целый ряд рисков, уделив особое внимание риску изменения процентных ставок, риску рефинансирования и валютному риску, и установить приемлемый компромисс между рисками и потенциальной стоимостью финансирования.

В странах с эффективно функционирующим ликвидным внутренним рынком государственных облигаций планы эмиссии потребуют адаптации для удовлетворения краткосрочных потребностей в финансировании. Ввиду ожидаемой необходимости привлечения значительных объемов финансирования в короткие сроки, а также погашения краткосрочных обязательств, такая адаптация, вероятно, потребует увеличения объема выпуска в наиболее ликвидной части рынка государственных облигаций. В частности, ожидается, что будет увеличен объем выпускаемых долговых обязательств с более короткими сроками погашения, включая казначейские векселя и краткосрочные облигации, возможно, в ущерб запланированному выпуску ценных бумаг с более длительным сроком погашения.

В тех случаях, когда это возможно, страны могут попытаться решить проблему предстоящего погашения при возможном соразмерном увеличении стоимости финансирования, используя операции по управлению обязательствами (ОУО), такие как выкуп или обмен долговых обязательств, для управления ценными бумагами (как внутренними, так и международными) с наступающим сроком погашения.

³ Ожидается, что в дополнение к использованию механизма среднесрочной СУД распорядитель долга внесет надлежащий вклад в проводимый правительством анализ устойчивости долговой ситуации (ДСА).

В случае, если участники рынка готовы участвовать в таких операциях, обмен долговых обязательств предпочтительнее выкупа, поскольку он представляет собой возможность обменять ценные бумаги с наступающим сроком погашения на инструменты с более длительным сроком погашения, с тем чтобы избежать возникновения новых потребностей в кассовых средствах.

Использование превентивных кассовых резервов

Использование уже существующих превентивных кассовых резервов для обслуживания долга требует тщательного анализа базовых рыночных условий. Хотя потребности в финансировании, обусловленные COVID-19, могут намного превышать размер большинства буферных резервов, использование средств превентивных кассовых буферных резервов в качестве «моста» к новому равновесию может быть целесообразным в ситуациях, когда ожидается, что рынок вернется к нормальному функционированию в течение короткого периода времени. При этом необходима оценка того, является ли удорожание финансирования и (или) снижение спроса на государственные облигации временным нарушением работы рынка или более долгосрочным изменением условий заимствования. Такая оценка может быть основана на информации о рынке и анализе базовой динамики поведения инвесторов (резидентов и нерезидентов).

В случае принятия решения об использовании денежных резервов, их можно использовать в умеренном объеме с тем, чтобы дать сигнал о продолжении доступа к рыночному финансированию (для сглаживания изменений в программе аукционов по мере корректировки структуры заимствований или уменьшения масштабов аукционов), что, в свою очередь, будет способствовать финансовой стабильности. Как правило, использование буферных резервов целесообразно только в тех ситуациях, когда представляется, что государственный долг останется устойчивым, а возврат к нормальному функционированию рынка является вероятным. При наличии единого кассового буферного резерва как для управления долгом, так и для управления денежными операциями его использование должно быть согласовано с распорядителем государственных денежных средств.

Некоторые страны также могут иметь возможность объединить избыточную ликвидность, имеющуюся в государственном секторе, в стрессовый период. Там, где существуют избыточные депозиты за пределами центрального правительства или единого казначейского счета, могут существовать возможности для выявления и использования дополнительных незадействованных остатков для поддержания краткосрочной ликвидности. Несмотря на то, что желательно обеспечить максимальную сумму консолидации денежных средств, к потенциальным источникам финансирования потребуется применять индивидуальный подход с учетом возможных юридических ограничений.

Избегание финансирования со стороны центрального банка

Официальным органам стран важно стараться как можно дольше воздерживаться от прямого финансирования правительства центральным банком. Прямое кредитование правительства центральным банком является механизмом последней инстанции и рассматривается только в обстоятельствах, когда невозможно получить достаточное финансирование из какого-либо иного источника даже по высокой цене. Более того, предполагается, что кредитование со стороны центрального банка в этих особых обстоятельствах будет осуществляться на рыночных условиях (например, путем участия центрального банка в первичном выпуске в качестве внеконкурсного участника торгов для покрытия возможного дефицита по отношению к предполагаемому распределению ценных бумаг), ограничиваться по времени, а также предусматривать выделение минимально возможных сумм

(до установленного максимального предельного уровня в процентах от ВВП) и четкий план погашения в среднесрочной перспективе.

Если это разрешено законом, у правительства может быть возможность использовать овердрафт в центральном банке для управления денежными операциями, чтобы облегчить выпуск долговых обязательств. Тем не менее, все же следует ожидать, что такая договоренность будет осуществляться по рыночным ставкам, использоваться для сезонных, а не структурных потребностей в финансировании и погашаться в кратчайшие сроки в течение текущего года. Применения других мер, искажающих ситуацию на рынке, таких как накопление просроченной задолженности по государственным обязательствам и принудительное финансирование на нерыночных условиях, следует избегать, поскольку их издержки с высокой степенью вероятности будут более значительными и долговременными, чем выгоды.

Значимость отношений с инвесторами (ОИ) и рыночной коммуникации

Для обеспечения понимания сообществом кредиторов процесса принятия решений распределителем долга важное значение имеет расширение контактов и консультаций с рынком. Эффективная служба ОИ или применение передовой практики в этой области может служить жизненно важной поддержкой для распорядителя долга в период кризиса и помочь странам сохранить доступ к рынкам.

В более общем плане любые изменения подхода к эмиссии с точки зрения объема потребностей в финансировании, структуры или методов эмиссии, вносимые в связи с кризисом COVID-19, необходимо разъяснять и доводить до сведения всех заинтересованных сторон, включая общественность. Для этих целей потребуются разработать план взаимодействия, а также обеспечить постоянное обновление соответствующей информации на веб-сайтах по управлению долгом. Важно, чтобы правительство поддерживало регулярные контакты с рейтинговыми агентствами, которые наиболее осведомлены о подходах, которые планируется применять для управления кризисом.

Кризис дает четкое основание для того, чтобы распорядители долга повысили уровень активных официальных и неофициальных контактов и консультаций с участниками рынка, включая первичных дилеров и конечных инвесторов, для обеспечения обратной связи в отношении разрабатываемых планов эмиссии и реагирования на возможные возникающие проблемы с целью сохранения доступа к рынкам. Распорядители долга должны будут упреждать развитие ситуации и инициативно обращаться к ключевым рыночным контрагентам с запросами о рекомендациях.

II. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ КООРДИНАЦИЯ

В кризисный период жизненно важное значение имеют коммуникация и координация действий между органами управления долгом и органами денежно-кредитного, налогового-бюджетного и финансового регулирования как в отношении политики, так и в отношении конкретных мер и интервенций. При наличии соответствующей возможности для таких целей могут использоваться существующие комитеты и структуры, однако эффективное реагирование на кризис может предполагать создание новых официальных и неофициальных координационных механизмов. Хотя необходимо уважать институциональную независимость, учитывая различные задачи и трудности, с которыми сталкивается каждый орган, важно, чтобы каждое ведомство осуществляло эффективные коммуникации, формировало общее представление о совокупной емкости внутренних финансовых рынков и анализировало воздействие мер регулирования и мер по обеспечению ликвидности, которые могут повлиять на способность государства осуществлять заимствование средств. При внесении любых изменений в регулирование и надзор за финансовыми рынками и организациями те из них, которые

касаются регулирования государственного долга, потребуют тщательного анализа с учетом их потенциального воздействия на функционирование первичного и вторичного рынков государственных долговых обязательств.

Координация налогово-бюджетной политики

Распорядители долга несут ответственность за предоставление налогово-бюджетному органу своевременной и точной оценки объема новых долговых обязательств, которые рынок реально в состоянии принять. Большие объемы эмиссии могут приводить к значительному увеличению стоимости финансирования и возникновению риска несоответствия между планируемым спросом и предложением. В текущих условиях больше внимания уделяется тому, чтобы распорядитель долга информировал налогово-бюджетные органы о своих возможностях по привлечению требуемого объема финансирования. В зависимости от преобладающих институциональных механизмов укрепление координации с казначейством или распорядителем денежных средств также имеет решающее значение для своевременного выявления потребностей в ликвидности и корректировки планов по денежным операциям и заимствованиям в случае необходимости⁴. Это также относится к тем случаям, когда правительство применяет систему управления суверенными активами и обязательствами (САЛМ) или имеет значительный объем активов под управлением.

Координация денежно-кредитной политики

Значительные функциональные изменения денежно-кредитной политики или управления долгом требуют эффективной координации. Это относится как к традиционной, так и к нетрадиционной денежно-кредитной политике. Так, потенциальные изменения требований к обеспечению должны обсуждаться с распорядителем долга в случае, если они могут оказать побочное воздействие на ценообразование и ликвидность государственных ценных бумаг. В случае, если центральный банк принимает или планирует принимать нетрадиционные меры денежно-кредитной политики (например, выпуск ценных бумаг центрального банка или прямую покупку государственных облигаций), координация действий с распорядителем государственного долга имеет важное значение для смягчения и в идеале недопущения конфликтов между этими двумя видами политики.

Потенциальные новые функции и обязанности распорядителя долга

Распорядителям долга быть предложено взять на себя новые обязанности. Меры политики в ответ на кризис COVID-19 могут предусматривать новые формы государственных интервенций в финансовом секторе и экономике в целом, включая предоставление гарантий. В случае, если распорядитель долга обладает соответствующими экспертными знаниями, особенно в контексте интервенций в финансовом секторе, правительство может принять решение о передаче ему некоторых из этих обязанностей. Заблаговременное участие распорядителя долга в обсуждении его потенциального участия в более широких государственных интервенциях будет способствовать плавному принятию им своих новых обязанностей.

⁴ См. МВФ, 2020, «Управление государственными кассовыми средствами в условиях напряженности в бюджетной сфере».

III. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК: ПРЕОДОЛЕНИЕ ИЗМЕНЧИВЫХ УСЛОВИЙ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Распорядителям суверенного долга, вероятно, потребуется изменить структуру внутреннего выпуска как с точки зрения ценных бумаг, так и методов⁵. В зависимости от рыночных условий спрос может быстро исчезнуть, особенно на инструменты с более длительным сроком погашения. Это может быть особенно актуально для стран с высокой долей инвесторов-нерезидентов, которые могут быстро уйти с рынка.

При управлении долгом существует очевидный компромисс между гибкостью и предсказуемостью. В тех случаях, когда распорядители долга стремятся повысить гибкость финансирования в ответ на кризис, в том числе путем сокращения сроков для объявления рынку об эмиссии, важно, чтобы они доводили эти изменения в политике до сведения участников эмиссии, в том числе путем осуществления таких изменений в рамках операционной основы с четко определенными параметрами, с тем чтобы участники рынка по-прежнему понимали решения эмитента и реагировали на них соответствующим образом.

Приведение программ заимствования в соответствие с рыночным спросом и мониторинг базы инвесторов

В сложных рыночных условиях для приведения программ заимствований в соответствие с рыночным спросом необходимо расширение информационной работы. Контакты с отечественными инвесторами и инвесторами-нерезидентами могут быть расширены для оценки спроса; при этом от официальных органов, вероятно, потребуется гибкость при подготовке к изменению своей программы финансирования с тем, чтобы использовать спрос, когда он появится: это подразумевает увеличение числа специальных аукционов и операций по управлению обязательствами. В идеале операции по финансированию должны оставаться конкурентными и открытыми для всех участников рынка, а размещения ценных бумаг в частном порядке при этом по возможности следует избегать в связи с его воздействием на ликвидность рынка и цены.

Приведение эмиссии в соответствие с рыночным спросом, а также регулярная обратная связь с участниками рынка имеют крайне важное значение для минимизации риска неуспешных аукционов. Однако более высокая волатильность и неопределенность рынка делают неуспешные или несостоявшиеся аукционы более вероятными в период кризиса. Заблаговременная подготовка к такому исходу, включая разработку механизмов урегулирования дефицита финансирования и управления непроданными ценными бумагами, будет способствовать оперативному реагированию на такой исход и позволит предоставить внешним контрагентам последовательный план действий в короткие сроки, что поможет укрепить доверие на рынке.

В текущих обстоятельствах распорядители долга должны уделять особое внимание мониторингу своей базы инвесторов. Это относится как к отечественным банкам, так и к небанковским держателям ценных бумаг, и особенно к держателям ценных бумаг нерезидентов. В этой связи особенно важны динамика инвестиционной активности и эффективный перенос рыночного риска. Меры по смягчению воздействия кризиса могут включать операции выкупа или биржевые операции, предусматривающие выявление цен (см. ниже) для снижения давления на рынок, с учетом необходимости эффективного управления денежными ресурсами. Если давление на рынок, создаваемое уходом инвесторов-резидентов и нерезидентов, будет чрезмерным, распорядители долга должны будут проинформировать об этом налогово-бюджетные и денежно-кредитные органы. В случае, если давление, вызванное уходом инвесторов-нерезидентов, приведет к кризисным или приближающимся к кризисным условиям,

⁵ Подробности о мерах по управлению долгом, принимавшихся в ответ на мировой финансовый кризис (МФК), на примерах конкретных стран см. в IMF, 2011, «Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis — Practical Insights and Policy Lessons».

распорядителям долга будет необходимо обсудить ситуацию с налогово-бюджетными и денежно-кредитными органами, которые в случае необходимости могут, в свою очередь, оценить возможности для проведения мер по регулированию потоков капитала (МРПК). Уместность и структура МРПК в значительной степени зависят от конкретных условий страны, и их рекомендуется рассматривать в контексте «Институциональной позиции МВФ в отношении потоков капитала на практике» 2018 года.

Для тех стран, которые выпустили ценные бумаги на международных рынках, эффективное управление рисками требует от распорядителей долга непрерывной оценки своих возможностей по финансированию и рефинансированию на этих рынках. Странам, которым предстоит погашение крупных платежей по еврооблигациям, рекомендуется заранее связаться с банками, которые являются потенциальными ведущими управляющими по рефинансированию таких инструментов. В случаях, когда пролонгация международного долга с наступающим сроком погашения представляется затруднительной, распорядитель долга и центральный банк должны будут обсудить возможные последствия предстоящего погашения для международных резервов и валютного курса. В этом контексте распорядители долга в странах, имеющих резервные кредитные линии, имеют благоприятную возможность удостовериться в том, что имеющаяся документация по займам актуальна, а кредитные линии (включая двусторонние механизмы свопа, предоставляемые многосторонними и двусторонними организациями) доступны на случай кризисной ситуации. В тех случаях, когда это возможно, страны, имеющие займы от официальных или многосторонних кредиторов, средства по которым еще не получены, могут прилагать активные усилия для ускорения использования своих займов (особенно в контексте непроектных займов).

Изменение структуры выпуска

При перебалансировании выпуска в пользу инструментов с более коротким сроком погашения будет необходимо учитывать потребности финансового сектора. Ввиду типично более высокого уровня ликвидности на рынке краткосрочного капитала можно ожидать, что эмитенты предпочтут снизить суммы, предлагаемые на более длительные сроки, с возможным, в зависимости от обстоятельств, выпуском в обращение новых ценных бумаг с более коротким сроком погашения. В этом случае соответствующую информацию о спросе на краткосрочные инструменты со стороны коммерческих банков (например, для использования в качестве обеспечения в операциях РЕПО) можно будет получить в ходе консультаций с центральным банком. К другим причинам, по которым следует сконцентрировать внимание на выпуске краткосрочных ценных бумаг, относятся сложности оценки риска более долгосрочных инструментов и падение спроса со стороны институциональных инвесторов. Тем не менее, странам, столкнувшимся со значительным риском рефинансирования из-за структуры долга, для которой уже характерны короткие сроки погашения, возможно, придется проводить операции по продлению срока погашения в целях создания пространства для заимствования на ближайший период.

Распорядителям долга может быть целесообразно рассмотреть вопрос о выпуске новых инструментов в тех случаях, когда выпускать существующие виды ценных бумаг становится сложнее. Речь может идти о переходе от фиксированной процентной ставки к плавающей при продаже ценных бумаг или о рассмотрении возможности продажи инструментов, деноминированных в иностранной валюте. Важно, чтобы такие решения принимались в контексте среднесрочной стратегии управления долгом с учетом финансовых последствий и рисков таких изменений для общего портфеля долговых обязательств. Кроме того, при принятии любых решений в отношении выпуска новых инструментов потребуются учесть подготовительную работу и потенциальную задержку во времени до первого выпуска.

Пандемия также может вызвать интерес к выпуску ценных бумаг, предназначенных для покрытия расходов на здравоохранение или поддержку экономики и населения. При разработке и эмиссии таких целевых инструментов требуется особая осторожность, поскольку они могут привести к фрагментации рынка, снижению ликвидности и повышению затрат на финансирование. Аналогичным образом, внедрение продуктов, ориентированных на розничных инвесторов, может иметь непредвиденные последствия для финансовой стабильности в том случае, если оно вызовет существенное перераспределение депозитов из банковского сектора. Обеспечение большей ясности в вопросах использования заемных средств для финансирования мер в области здравоохранения и поддержки экономики и населения является более эффективным подходом по сравнению с созданием целевых инструментов, которые могут ограничивать пространство для маневра правительства.

Адаптация методов эмиссии

Изменение графика проведения аукционов, например, за счет увеличения периодичности аукционов, проведения специальных аукционов (мини-тендеров) и использования синдицирования, также может рассматриваться в целях расширения базы покупателей. В странах с относительно неликвидными вторичными рынками ставки первичного рынка, как правило, рассматриваются в качестве рыночного ориентира (или эталона). В этих случаях наличие конкурентных аукционов с высоким уровнем участия будет иметь важное значение для предотвращения случаев ошибочного ценообразования, вызванных ограниченным количеством участников аукционов. Там, где существует повышенная неопределенность в отношении ценообразования, распорядителям долга может быть полезно рассмотреть вопрос о переходе от конкурсных аукционов к одноценовым аукционам. Помимо корректировки срока погашения предлагаемых инструментов в соответствии с ожидаемым спросом следует отметить, что для выпуска новых облигаций могут быть предпочтительными такие механизмы эмиссии, как синдицирование. Процесс формирования портфеля снижает риск негативного исхода, предоставляя распорядителю долга больший контроль над операцией и большую гибкость. В некоторых случаях дополнительное финансирование может быть мобилизовано за счет более широкого использования неконкурентных механизмов кредитования первичных дилеров или за счет применения незаталонных выпусков по мере спроса.

IV. УПРАВЛЕНИЕ ВТОРИЧНЫМ РЫНКОМ: УСТРАНЕНИЕ НАРУШЕНИЙ В РАБОТЕ РЫНКА

Помимо удовлетворения наиболее крупных потребностей в финансировании и решения краткосрочных проблем с ликвидностью, от распорядителей суверенного долга может потребоваться активное участие в операциях по управлению внутренним рынком в связи с COVID-19. Значительные колебания доходности на вторичном рынке, нехватка обеспечения или напряженность в определенных точках кривой доходности могут потребовать активного вмешательства со стороны распорядителя долга. Меры, принимаемые в ответ на нарушения работы рынка, должны быть адаптированы к конкретной ситуации. Распорядители долга могут прийти к выводу о необходимости проведения интервенции на рынке с целью выкупа или обмена конкретных ценных бумаг, с которыми был связан уход значительного числа инвесторов, и, напротив, в отношении ценных бумаг, которые потенциально могли подвергнуться сокращению, эмитенты могут попытаться провести эмиссию по мере необходимости или использовать существующие или новые механизмы кредитования ценными бумагами для того, чтобы смягчить нарушения в функционировании рынка. В соответствующих случаях такие интервенции требуют координации с центральным банком.

Использование инструментов управления рынком

Распорядителям суверенного долга будет необходимо оценить, является ли имеющийся у них набор инструментов управления рынком достаточным для решения возможных проблемных ситуаций. В частности, распорядители долга могут рассмотреть целесообразность использования или расширения механизмов кредитования ценными бумагами в качестве средства управления нарушениями в работе рынка без ущерба для своего подхода к финансированию. Для поддержания ликвидности рынков и выявления цен также может потребоваться ослабление обязательств первичных дилеров по поддержанию котировок, например, в форме расширения спредов между курсами покупателей и продавцов или сокращения минимальных требований к котировкам и минимальных долей на первичном и вторичном рынках.

Выкуп долговых обязательств в некоторых сегментах кривой доходности может помочь смягчить временное давление на рынок в ситуации, когда экстренные расходы имеют приоритет над рыночными интервенциями; при этом следует отметить, что для таких операций требуются денежные ресурсы. Распорядители долга, имеющие доступ к кассовым буферным резервам (или возможность использовать денежные средства государственного сектора, в идеале, на рыночных условиях), могут частично погасить задолженность с наступающим сроком погашения наличными или выкупить существующую задолженность по рыночным ценам. Этот подход является целесообразным только в том случае, если он обеспечивает возможность возвращения к нормальным условиям финансирования в кратчайшие сроки. Необходимо проявлять осторожность при проведении крупных операций чистого выкупа в периоды высокой рыночной неопределенности.

Могут потребоваться и другие меры для решения проблем рыночной ликвидности. Они могут включать изменение объема ценных бумаг, доступных через программы кредитования ценными бумагами, и тесную координацию с центральными банками для внесения изменений в политику в отношении обеспечения, которая влияет на премии за ликвидность.

Использование любых инструментов управления рынком требует поддержания надлежащей коммуникации с его участниками. С учетом возможности возникновения недоразумений в результате проведения распорядителем долга интервенций на внутреннем рынке долговых обязательств информация об использовании механизмов управления рынком и их отличии от операций по финансированию должна подробно разъясняться и активно доводиться до сведения участников рынка, центрального банка и регулирующих органов.

V. МОНИТОРИНГ ПРОЧИХ РИСКОВ: УСЛОВНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Укрепление мониторинга существующих условных обязательств имеет решающее значение в периоды кризиса. На фоне роста потребностей в финансировании в связи с COVID-19 реализация существующих условных обязательств может привести к значительному увеличению объема долговых обязательств и расходов на обслуживание долга в краткосрочной перспективе, что окажет дополнительное давление на имеющуюся ликвидность. В настоящее время принципиально важное значение имеет мониторинг существующих обязательств, в том числе графика обслуживания долга. Он дает возможность распорядителю долга оценить эффективность текущего учета условных обязательств, включая гарантии, и обеспечить корректное понимание соответствующих им триггерных условий и их учет при прогнозировании финансирования и денежных потоков.

Распорядителям долга также будет необходимо учесть потенциальное воздействие всех новых условных обязательств, принятых в рамках мер реагирования на COVID-19, и возможные последствия

для будущих денежных потоков и долговых обязательств. Необходимы анализ и мониторинг рисков, связанных с факторами уязвимости, которые могут возникать вследствие предложения правительством гарантировать долговые обязательства субъектов частного сектора, нижестоящих органов государственного управления и государственных предприятий.

Поскольку основной обязанностью распорядителя долга является привлечение финансирования для правительства, тщательный мониторинг условных обязательств может быть затруднен в условиях ограниченности возможностей в период кризиса. В этом контексте мониторинг крупных обязательств или обязательств, которые с высокой степенью вероятности могут материализоваться, должен иметь приоритетное значение и осуществляться в сотрудничестве с другими правительственными структурами, в том числе со службами по бюджетным рискам там, где они существуют.

VI. РЕЗЮМЕ: ПЛАН ДЕЙСТВИЙ ПО РЕАГИРОВАНИЮ НА КРИЗИС

Обобщая вопросы, рассмотренные в настоящей статье, отметим ключевые элементы реагирования на кризис, к которым можно отнести следующие меры:

- **Устранение непосредственных рисков ликвидности.** В тесном сотрудничестве с распорядителем денежных средств/казначейским подразделением определите потенциальные области риска неликвидности: краткосрочные потребности в денежных средствах, дефицит доходов, потребности в обслуживании долга, непредвиденные потребности в денежных средствах со стороны государственных предприятий и субнациональных организаций или факторы возникновения условных обязательств.
- **Координация внутри правительства.** Необходима координация действий с налогово-бюджетными, денежно-кредитными, регулирующими и другими соответствующими внутренними партнерами для выявления проблем и определения их приоритетности.
- **Консультации с внешними заинтересованными сторонами.** Проводите консультации с внешними заинтересованными сторонами для того, чтобы определить степень склонности участников рынка к риску, и в случае необходимости работайте с официальными кредиторами и МФО, чтобы получить доступ к дополнительным финансовым ресурсам.
- **Пересмотр стратегии управления долгом и плана заимствования.** На основе стратегии управления долгом вносите изменения в эмиссионную стратегию, при необходимости адаптируя структуру и методы эмиссии.
- **Применение инструментов управления рынком там, где это возможно.** Поддерживайте вторичный рынок с помощью соответствующих инструментов управления рынком, при этом эффективно распоряжаясь денежными ресурсами.
- **Укрепление мониторинга рисков.** Укрепляйте мониторинг портфеля долговых обязательств и условных обязательств.
- **Оперативное информирование.** Поддерживайте связь с внешними заинтересованными сторонами по вопросам, касающимся любых изменений эмиссионных планов, рыночной практики или стратегии финансирования.
- **Ответные меры и адаптация планов по мере необходимости.** Необходимо понимать, что по мере изменения рыночных условий могут потребоваться дальнейший пересмотр или адаптация планов по финансированию.

ЛИТЕРАТУРА

IMF. 2011. Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis – Practical Insights and Policy Lessons, International Monetary Fund, Washington, DC. https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/Imported/external/np/pp/eng/2011/_041811pdf.ashx

IMF, 2018. The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice, International Monetary Fund, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/073018.pdf>

IMF, 2020a. Managing Fiscal Risks under Fiscal Stress, International Monetary Fund, Washington, DC. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/covid19-special-notes/special-series-on-covid-19-managing-fiscal-risks-under-fiscal-stress.ashx>

IMF. 2020b. Government Cash Management under Fiscal Stress, International Monetary Fund, Washington, DC. *Forthcoming*.

IMF and World Bank, 2019. Developing a Medium-Term Debt Management Strategy Framework (MTDS) – Updated Guidance Note for Country Authorities. <http://pubdocs.worldbank.org/en/671771552946461937/12b944f78405105368346954392.pdf>

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Меры по управлению долгом в ответ на мировой финансовый кризис

Приведенные ниже таблицы были взяты из работы IMF, 2011, в которой содержится краткое описание оперативных мер реагирования на кризис, принимавшихся распорядителями долга, имевшими доступ к рынкам. В ней представлена подборка принятых мер по странам. В них, как правило, применялись три основных подхода: а) изменение структуры эмиссии; б) адаптация методов финансирования и с) активизация операций по управлению рынком.

ТАБЛИЦА 1. Ответные меры в странах с развитой экономикой

Страна	Скорректированная структура долговых инструментов	Адаптированный метод первичной эмиссии	Шаги по поддержке функционирования рынка	Другие существенные изменения
Бельгия	Принятие программы выпуска среднесрочных еврооблигаций в 2008 году; первоначальное увеличение объема выпуска краткосрочных инструментов (в том числе в иностранной валюте).	Увеличение объема использования долгосрочных долговых инструментов. Увеличение доли консорциумов и частного размещения ценных бумаг (в том числе за счет увеличения объема выпуска государственных нот и бельгийских казначейский векселей (ВТВ)). Временное увеличение количества аукционов в первой половине 2009 года вдвое.	Адаптация обязательств первичных дилеров по поддержанию котировок, первоначально в рамках положений об исключительных рыночных условиях, а затем — переход к постоянному применению метода коллегиальной оценки эффективности.	Возложение на Казначейство ответственности за управление государственными гарантиями по обязательствам банков; проведение регулярных заседаний комитета по мониторингу, созданного для оценки риска требования исполнения гарантий.
Германия	Увеличение объема использования долгосрочных долговых инструментов; увеличение эмиссии иностранной валюты.		Сохранение постоянного присутствия на вторичном рынке, что позволяет смягчать временные нарушения в работе рынка на регулярной основе.	
Италия		На одноценных аукционах Казначейство перешло от объявления фиксированного объема выпуска к	Облигации прошлых выпусков предлагались в ответ на крайне нестабильные рыночные условия. Сроки	

		диапазону объемов выпуска. Широта этого аукционного диапазона калибруется в соответствии с рыночными условиями.	возобновления доступа первичных дилеров к облигациям по неконкурентным ценам также были увеличены.	
Соединенное Королевство	Изначально была увеличена доля краткосрочных инструментов, однако впоследствии они были рефинансированы за счет долгосрочных облигаций.	Введение механизма постаукционного опциона (ПАО); введение минитендеров в дополнение к основной программе аукционов; увеличение доли выпуска за счет синдицирования.	Заключение партнерства с Банком Англии по внедрению специальной схемы ликвидности; согласование с банком программы покупки облигаций.	Координация действий с Казначейством Соединенного Королевства по вопросам внедрения и функционирования программы кредитных гарантий и программы обеспеченных активами гарантий для банков.
США	Восстановлен трехлетний срок погашения; первоначальное увеличение доли краткосрочных инструментов; с 2009 года была увеличена доля инструментов, индексируемых по инфляции и имеющих более длительные сроки погашения.		Координация действий с Федеральной резервной системой по программе выкупа облигаций.	Координация действий с Федеральной резервной системой по вопросам управления токсичными активами, приобретенными у AIG и Bear Stearns.

ТАБЛИЦА 2. Ответные меры стран с формирующимся рынком

Страна	Скорректированная структура долговых инструментов	Адаптированный метод первичной эмиссии	Шаги по поддержке функционирования рынка	Другие важные изменения
Бразилия			Участие в специальном выкупе и обмене долговых обязательств. Введение программы регулярного выкупа долгосрочных облигаций с фиксированной процентной ставкой.	

Венгрия	<p>Прекращение выпуска долгосрочных облигаций с фиксированной процентной ставкой; введение векселей с плавающей процентной ставкой; внедрение нового инструмента, индексируемого по инфляции и ориентированного на розничных инвесторов; увеличение доли выпусков в иностранной валюте.</p>	<p>Повышение гибкости в отношении предлагаемых сумм и графика проведения аукционов (аукционы по облигациям проводились раз в две недели в установленные даты, но без указания сроков обращения в календаре). Введение механизма неконкурсных аукционов.</p>	<p>Более частое проведение аукционов по выкупу, в частности, по выкупу долгосрочных облигаций. Более частое возобновление/использование облигаций прошлых выпусков.</p>	<p>Введение регулярных прямых встреч с институциональными инвесторами.</p>
Корея	<p>Прекращение выпуска облигаций, индексируемых по инфляции; первоначальное ограничение объема выпускаемых долгосрочных облигаций.</p>	<p>Формат одноценовых аукционов был изменен на многоценовой.</p>	<p>Введение механизма выкупа инструментов, индексируемых по инфляции. Также введена конверсия долга.</p>	
Мексика			<p>Участие в операциях по управлению рынком посредством выкупа и обмена долговых обязательств.</p>	
Турция	<p>Первоначальное сокращение выпуска облигаций с номинальной фиксированной процентной ставкой; введение инновационных облигаций с привязкой к доходу для расширения базы инвесторов; впоследствии (в 2009 году) была представлена новая 10-летняя облигация с фиксированной процентной ставкой.</p>	<p>Продажа облигаций с привязкой к доходу посредством частного размещения.</p>	<p>Расширение программы обмена долговых обязательств, то есть облигации доступны первичным дилерам для обмена при новых выпусках.</p>	