

УДК 339.72

Чистякова Е. С.

Якубовский С. А.

Одесский национальный университет имени И.И. Мечникова

СТРУКТУРА ВНЕШНЕЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ СТРАНЫ КАК ФАКТОР ИЗМЕНЕНИЯ ДОХОДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В статье исследованы современные подходы к анализу доходности государственных облигаций. Определена динамика изменений структуры внешнего долга и стоимости его обслуживания для ряда развитых стран и стран с формирующимися рынками. Предложены пути повышения устойчивости мировой финансовой системы.

Ключевые слова: финансовая либерализация, структура внешней задолженности, доходность государственных облигаций.

В современных условиях развития мирового хозяйства эффективное управление внешним долгом является одной из составляющих обеспечения динамики роста национальной экономики и повышения ее международной конкурентоспособности. Сегодня необходимо констатировать, что внешний долг является составной частью финансовых систем большинства стран мира, действенным институтом в механизме макроэкономического регулирования и инструментом реализации экономической стратегии государства.

Однако механизм влияния внешнего долга на макроэкономическую ситуацию неоднозначный и должен рассматриваться в контексте взаимовлияния между экономическим ростом, доходностью государственных облигаций и привлечением иностранного, включая заёмный, капитала. Следствием нерациональной структуры внешнего долга могут быть такие обязательства перед нерезидентами, которые в будущем значительно ограничат свободу проведения экономической политики, существенно повысив расходы бюджета на его обслуживание.

Масштабы внешнего долга и значимость его влияния на развитие национальных экономик обусловили интерес ученых к этой проблематике, что способствовало появлению в отечественной науке исследований, в частности работы А. Барановского, Т. Вахненко, В. Гейца, Н. Зражевской, В. Новицкого, А. Плотникова, А. Рогача, С. Цыганова, В. Шевчука, В. Шпачка, посвященные анализу роли внешнего долга в финансовой системе государства в условиях глобализации мирохозяйственных связей.

Отдавая должное научным разработкам отечественных и иностранных ученых, следует отметить, что существует необходимость в дальнейших исследованиях, поскольку формирование внешнего долга стран, в частности Украины, происходит в условиях экономического кризиса и углубления финансовой глобализации, когда происходит переосмысление роли

иностранный капитал в экономическом росте, его влияния на финансовую безопасность стран.

Поэтому результаты исследования, приведенные в работе, по выявлению взаимосвязи между структурой внешней задолженности страны и изменением доходности её государственных облигаций в условиях глобальной нестабильности являются актуальными, представляют научную и практическую ценность.

Финансовая либерализация, основанная на открытии национальных финансовых рынков для иностранного капитала, предоставлении местным банкам и компаниям права инвестировать за рубежом, обеспечении иностранным институциональным и мелким инвесторам равных условий с отечественными банками и финансовыми компаниями, привела к существенному изменению всей экономической политики государств.

При этом последствия глобализации для международной конкурентоспособности национальных экономик и уровня благосостояния населения являются различными.

Так, одна группа стран благодаря взвешенным денежно-кредитной и бюджетной политикам, ограничениям на темпы роста потребительского спроса добилась повышения уровня конкурентоспособности национальных экономик.

Другая – благодаря экспансивной денежно-кредитной политики, значительному дефициту бюджета и росту внешнего финансирования постоянно увеличивает разрыв между внутренним потреблением и собственным производством товаров и услуг, «незаслуженно» повышая уровень благосостояния населения.

Мировой финансовый кризис, который начался в сентябре 2008 года с банкротства в США ведущего инвестиционного банка «Lehman Brothers», быстро распространился на всю мировую экономику. Для борьбы с его последствиями, а не с причинами, ведущие Центральные банки осуществили значительную денежную эмиссию, которая достигла к середине 2009 г. для стран G20 10 трлн. долл. [1].

Экспансивные денежно-кредитная и бюджетная политики развитых стран, в условиях почти полного отсутствия контроля за операциями с производными ценными бумагами ведущих европейских и американских банков и инвестиционных компаний, привели к следующим последствиям:

- избыточная ликвидность на мировом финансовом рынке способствовала росту стоимости сырьевых товаров, выросли цены также и на базовые инвестиционные товары, что привело к увеличению затрат реального сектора и его стагнации. Существенный рост стоимости продовольственных товаров и энергоносителей нанёс значительный вред странам с низким уровнем доходов, в которых потребление именно этих товаров является главным в потребительской корзине населения;

- избыточный спрос в условиях кризиса привел к снижению международной конкурентоспособности национальных производителей. В результате торговые балансы и сальдо текущего счета платежных балансов большинства стран ЕС и США являются отрицательными;

- потребительский спрос и уровень жизни населения в развитых странах был поддержан за счет роста внешних и внутренних обязательств;
- произошло изменение структуры внешней задолженности стран.

В результате существенного роста расходов, в основном на поддержку финансового сектора и доходов населения, в большинстве развитых стран произошло значительное увеличение дефицита государственных бюджетов, что сопровождалось ростом государственного и внешнего долга.

Результатом такой политики стало, с одной стороны, спасение частных компаний и банков развитых стран, спекулятивные финансовые операции которых в условиях падения фондовых показателей и фьючерсных цен на сырьевые товары привели к значительным убыткам в 2008-2009 годах, с другой стороны – ликвидность финансовых систем развитых стран за счет денежной эмиссии и внешних и внутренних заимствований значительно увеличилась, объемы задолженности стран существенно возросли.

Так, за последние четыре года средний показатель соотношения государственного долга к ВВП стран ЕС увеличился на 23,5%, достигнув в начале 2012 года 82,5% [2].

При этом отличительной чертой развития современных долговых кризисов является неспособность государства занимать финансовые ресурсы посредством долговых бумаг длительного срока обращения, спрос на которые практически отсутствует из-за высокой рискованности подобных вложений. Данное обстоятельство вынуждает правительства концентрироваться на краткосрочном заимствовании, увеличив частоту выхода на долговые рынки.

В данной статье доказывается гипотеза о том, что текущие ставки доходности долговых ценных бумаг с длительным сроком обращения и номинированные в иностранной валюте, находятся в зависимости от доли краткосрочной задолженности в суммарном показателе внешнего государственного долга.

Возникновение такой зависимости может быть обусловлено тем, что накопление краткосрочной задолженности, формирующейся из необходимых на определенный период времени выплат по ранее выпущенным облигациям и других текущих финансовых нужд (социальные выплаты, финансирование бюджетного дефицита в целом), стимулирует государство выпускать новые займы на ее покрытие.

Злоупотребление благоприятной рыночной конъюнктурой и непредвиденные резкие изменения, склонные оказывать влияние на предрасположенность инвесторов осуществлять выбор в пользу рискованных долговых ценных бумаг, в конечном счете могут привести к форс-мажорным ситуациям, для преодоления которых, как правило, в странах с формирующейся экономикой не предусмотрены необходимые резервные фонды.

С другой стороны, как показывает мировая практика, возможные сроки обращения предлагаемых долговых ценных бумаг государствами, финансовая устойчивость которых имеет неопределенный характер, являются регулируемой со стороны рыночного спроса. Так, в большинстве

стран, рейтинг инвестиционных активов которых оценивается как спекулятивный, правительства ограничены в использовании облигаций с погашением в течение более чем 10 лет. Данная тенденция может быть отслежена на примере Украины и Венгрии (подробнее данные представлены в таблице 1).

Таблица 1

**Сравнительный анализ условий внешних заимствований стран
в 2012 году**

Эмитент	Срок погашения долговой ценных бумаг				Доля краткосрочной задолженности*, %
	6 мес. – 1 год	5-10 лет	15-25 лет	30-45 лет	
Украина	5,49-6,798	7,008-7,727	-	-	8,7
Словакия	0,465-0,222	1,066-2,191	-	-	3,43
Венгрия	5,514 - 5,57	-	-	-	9,6
Чехия	0,625	1,336-2,483	3,091	3,337	3,4
Польша	0,385	2,936	3,167	3,787	0,08

Источник: Bloomberg Finance L.P. 2012.

Прим.:* – рассчитано автором на основании данных The World Bank Data Quarterly External Debt Statistics/SDDS.

Сложностью в проведении анализа на выявление данной зависимости посредством эконометрических вычислений является то, что исследование может подразумевать наличие причинно-следственной связи между временными стационарными и нестационарными (характер изменения которых является стихийным) рядами, в качестве которых могут выступать рыночные котировки и некоторые макроэкономические анализы. В связи с этим корреляционный анализ может исказить наличие связи либо её степень.

В случае с Германией и США, приведенные в таблице 2 коэффициенты обратной зависимости, могут быть подтверждены некоторыми тенденциями на мировых финансовых рынках, связанными с «бегством» инвесторов в безрисковые вложения на фоне развившихся долговых кризисов.

Для Греции, несмотря на отсутствие линейной зависимости, выраженной в коэффициенте корреляции Пирсона, значимыми являются коэффициенты ранговой корреляции Кенделла и Спирмена. Относительно сильная зависимость проявляется для облигаций Венгрии, что подтверждает данные в таблице 1 относительно стоимости обслуживания внешних займов и не использовании бумаг длительного срока обращения.

Проследить аналогичные тенденции для Украины не представляется возможным, так как доступный временной период (Украина впервые начала занимать в краткосрочном периоде с 4-ого квартала 2009 года) не является достаточным для проведения подобных исследований [4].

Таблица 2

Коэффициенты корреляции между уровнем краткосрочной задолженности и текущей доходностью долговых ценных бумаг

Эмитент	Значение коэффициента двухсторонней корреляции		
	Пирсона	Кенделла	Спирмена
Чехия	-0,02	-0,058	-0,079
Венгрия	0,625**	0,504**	0,688**
Испания	0,446**	0,314**	0,440**
Греция	0,030	0,342**	0,601**
Германия	-0,427*	-0,108	-0,169
США	-0,286	-0,321**	-0,439**

Источник: рассчитано на основе данных IMF IFS и The World Bank Data Quarterly External Debt Statistics/SDDS; Прим.: ** – коэффициент значим при $\alpha=0,01$, * – коэффициент значим при уровне 0,05.

Тем не менее, учитывая выявленную зависимость для облигаций Венгрии и соотносимые показатели по условиям внешних заимствований (включая отсутствие долговых бумаг со сроком погашения более 10 лет и высокий уровень доходности по сравнению с другими странами ЦВЕ), можно выдвинуть предположение, что для еврооблигаций Украины также существует высокая вероятность того, что увеличение краткосрочной задолженности способно оказывать негативное влияние на стоимость долгосрочных заимствований.

Таблица 3

Причинно-следственная взаимосвязь между уровнем краткосрочной задолженности и текущей доходностью долговых ценных бумаг

Эмитент	Стационарность временного ряда (расширенный тест Дики-Фуллера, $\alpha=0,05$)		Вероятность отсутствия коинтеграции временных рядов (Тест Йохансена)		Вероятность отсутствия причинности по Гренджеру		
	1	2	Значение P	Eigenvalue*	1	2	Лаг
Польша	-	+	-	-	91%	73%	2
Чехия	+	+	-	-	3,6%	68%	3
Венгрия	+	-	1,9%	0,35	2,5%	90,6%	3
Ирландия	-	-	35%	-	91%	49%	3
					16%	55%	7
Испания	-	-	60%	-	2,3%	55%	1
Греция	-	-	0,12%	0,43	61%	99%	1
					24%	3,9%	8
Германия	-	+	2,2%	0,42	15%	53%	2
США	-	-	26%	0,15	2,2%	76%	3

Прим.: 1 – Доходность долгосрочных государственных облигаций; 2 – доля краткосрочного государственного долга; P – вероятность (MacKinnon-Haug-Michelis p-values); * – собственное число.

Исходя из того, что по ряду причин корреляционный анализ не может использоваться в качестве полноценного доказательства взаимосвязи между стационарными и нестационарными временными рядами, рациональным будет служить дополнение в виде анализа на наличие коинтеграции между временными рядами (тест Йохансена) и причинности по Гренджеру (подробнее результаты анализа представлены в таблице 3).

Нестационарность временных рядов, характерная для обоих показателей Ирландии, Испании, Греции и США, свидетельствует о том, что данные показатели часто подвергались непредсказуемым резким изменениям. Подобные скачки являются следствием слабой ориентации рыночных расценок на макроэкономическую конъюнктуру, состояние государственного бюджета и финансовую систему в целом, в то время как наибольший вклад в формирование «инвестиционной популярности» активов принадлежит экспансивной политике центральных банков и доступности кредитования.

Наличие признака стационарности для Венгрии и Чехии является положительной чертой, так как присутствие закономерности в изменениях доходности подаёт сигнал о большей степени ее управляемости при помощи инструментов государственной политики, направленных на качественные изменения и отличных от методов снабжения рынков ликвидностью.

Наиболее сильный эффект коинтеграции (означающий, что в случае, если доля краткосрочного долга не является причиной для изменения доходности долгосрочных государственных облигаций, то существует некоторая долгосрочная зависимость, предопределяющая их взаимосвязанное изменение) выявлен для Греции, при этом, по оценке при помощи теста Гренджера существует лишь 3,9% вероятности, что изменение доходности не повлияет на краткосрочный долг по истечении 8 кварталов (8 лагов) и 24% вероятности, что краткосрочный долг не обусловит повышение доходности через такой же временной период, однако в течении 1-го квартала наличие такой зависимости практически невозможно (99%).

Для моделей США, Венгрии, Чехии и Испании маловероятно отсутствие влияния краткосрочного долга на доходность: 2,2%, 2,5%, 3,6%, 2,3% соответственно.

Исходя из проведенного анализа можно сделать вывод, что для ряда исследуемых стран была выявлена зависимость между долей краткосрочного внешнего долга государства и текущими ставками доходности на долговые ценные бумаги с длительным сроком погашения (10 лет).

Несмотря на то, что существующие тесты демонстрируют различные уровни вероятности наличия и отсутствия причинно-следственной связи между данными показателями, можно прийти к выводу о том, что для стран, которые могут быть соотносимы по уровню развития финансовой системы, особенностям ее функционирования и моделям управления с представленными странами, существует такая же взаимообусловленность изменения исследуемых факторов.

Данный вывод является особо важным для Украины, имеющей определенную схожесть устройства финансовой системы с Венгрией, так как наибольшую значимость результаты исследования имеют для развивающихся стран, которые при резком изменении условий заимствования и чрезмерном накоплении текущих обязательств могут попасть в зону риска возможного дефолта по внешним займам.

С другой стороны, США, Великобритания и страны зоны евро, накопившие значительные объёмы государственного долга, обслуживание которого облегчено за счёт низкой доходности государственных ценных бумаг, должны осознать ту ответственность, которая на них возложена в связи с использованием их национальных валют в качестве резервных средств в развивающихся странах.

Развитым странам, с одной стороны, необходимо немедленно уменьшить объёмы денежной эмиссии, бюджетных дефицитов и государственного долга, с другой – положить конец финансовым спекуляциям с различными производными инструментами, введя налог на все финансовые транзакции – не более 0,01% от стоимости сделки.

Незначительный размер этого налога не приведет к увеличению расходов реального сектора экономики, однако существенно уменьшит привлекательность операций с производными ценными бумагами, будет содействовать увеличению доходов дефицитных бюджетов развитых стран, снижению объёмов долговых обязательств.

Список литературы:

1. Л. Мясникова. От глобального кризиса к катастрофе миросистемы // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2011. – № 2. – С. 100-108.
2. Eurostat. Government Finance Statistics [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables.
3. Bloomberg Professional Service. Bloomberg Finance L.P. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://investing.businessweek.com/>.
4. World Bank. External Debt Database [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=1174>.
5. International Monetary Fund. International Financial Statistics. – Washington : Quaterly, 1990-2011.

**Чистякова О. С.
Якубовський С. О.**

Одеський національний університет імені І.І. Мечникова

**СТРУКТУРА ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ КРАЇНИ
ЯК ФАКТОР ЗМІНИ ПРИБУТКОВОСТІ
ДЕРЖАВНИХ ОБЛІГАЦІЙ**

Анотація

У статті досліджено сучасні підходи щодо аналізу дохідності державних облігацій. Виявлено динаміку змін структури зовнішнього боргу та вартості його обслуговування для низки розвинутих країн та країн з ринками, що формуються. Запропоновано шляхи підвищення стійкості світової фінансової системи.

Ключові слова: фінансова лібералізація, структура зовнішньої заборгованості, прибутковість державних облігацій.

**Chystiakova O. S.
Yakubovskiy S. A.**

Odessa I.I. Mechnikov National University

**AN EXTERNAL DEBT STRUCTURE OF A COUNTRY
AS A FACTOR OF CHANGE OF GOVERNMENT BOND YIELDS**

Summary

In this article the modern approaches to the analysis of yields on government bonds are studied. The dynamics of changes in the external debt structure and the cost of its service for a number of developed states and emerging markets countries are discovered. The ways to improve the stability of the global financial system are suggested.

Key words: financial liberalization, structure of the external debt, yields on government bonds.