



## Первый выпуск суверенных облигаций: концептуальные рамки

### Содержание

1. Введение .....	2
2. Преимущества и риски финансовых потоков: общая перспектива .....	3
2.1. Преимущества .....	3
2.2. Риски .....	5
3. Иностранное заимствование как финансовый инструмент: точка зрения правительства .....	6
3.1. Внутренний и внешний долг .....	6
3.2. Источники государственного внешнего финансирования .....	7
3.3. Соображения по эффективному размещению иностранного капитала .....	8
3.4. Ожидаемые издержки в случае дефолта по внешним долгам .....	11
4. Влияние на развитие финансового сектора .....	11
4.1. Почему следует развивать внутренние рынки облигаций .....	12
4.2. Влияние на корпоративных эмитентов внешнего долга .....	13
4.3. Внутренний рынок облигаций .....	13
5. Успешный выпуск иностранных облигаций: отдельные вопросы .....	15
5.1. Типы международных облигаций .....	15
5.2. Процесс присвоения рейтинга кредитоспособности .....	16
5.3. Включение в индексы развивающихся рынков облигаций .....	18
5.4. Основные признаки облигаций .....	19
5.5. Определение времени выпуска .....	22
6. Выводы и уроки для политиков .....	23

### Список таблиц

Таблица 1: Оценка кредитоспособности от S&P, 2002 г. ....	17
---	----

## 1. Введение

Наличие адекватных финансовых ресурсов, получаемых из внутренних или внешних источников, является важнейшим требованием для быстрого экономического развития каждой страны с развивающейся рыночной экономикой<sup>1</sup>. В большинстве этих стран, вне всякого сомнения, наличие внутренних ресурсов имеет ограниченный характер, и их не хватает на удовлетворение ожидаемого спроса. В таких случаях возможность привлечь иностранный капитал действительно стала предпосылкой экономического развития и процветания в этих странах.

В этой связи большинство из рынков стран с переходной экономикой участвовали в глобальном увеличении потоков капитала, особенно в 1990-е годы, когда потоки капитала в эти страны существенно возросли. Если в 1970-е годы займы иностранных банков были преобладающим источником частных денежных вливаний в финансовые рынки стран с переходной экономикой, то с начала 1990-х годов средства, которые инвесторы вкладывали в ценные бумаги и облигации, стали важнейшим источником. Последние годы долговые ценные бумаги становились все более важной формой международного заимствования. Все больше правительств стран с переходной экономикой использовали ресурсы мировых рынков ценных бумаг для финансирования; причем сейчас многие суверенные государства зависят от внешних инвесторов, в руках которых находится значительная часть их долга.

В ходе принятия решения о выходе на международные рынки ценных бумаг, правительству страны-эмитента следует выйти за рамки простого фискального подхода и оценить краткосрочные и долгосрочные последствия заимствования иностранного капитала для экономики в целом. Определяя собственные суверенные стандарты на международных рынках ценных бумаг, правительство своим выбором может повлиять на стоимость иностранного заимствования для экономики страны в целом, кредитоспособность страны и зависимость правительства от притоков иностранной валюты. И, наконец, развивающиеся рынки внешнего долга могут также оказать положительное влияние на развитие внутренних рынков ценных бумаг, которые являются важнейшей частью процесса мобилизации капиталов через кредитно-финансовую систему.

Цель данного документа заключается в определении концептуальных рамок для анализа возможности первого выпуска на международные рынки капитала облигаций Республики Беларусь. Т.е. это означает необходимость выделить те основные вопросы, с которыми правительству предстоит столкнуться в ходе процесса принятия решений, предшествующих объявлению о выпуске международных облигаций. В следующей главе проводится анализ предпосылок для обоснования выхода на международный рынок капитала с точки зрения рынка стран с переходной экономикой; и здесь упор делается на связанные с этим выгоды и издержки различных форм поступления капитала в экономику страны. В главе 3 выпуск облигаций рассматривается только с точки зрения государственного сектора, т.е. бюджет правительства и центральный банк: в каких случаях внешнее заимствование предпочтительнее по сравнению с внутренним долгом, и как следует использовать полученные средства с максимальной отдачей и гарантией обслуживания долга в будущем. В главе 4 рамки анализа выходят за пределы финансов; успешная оценка международных рынков ценных бумаг может оказать ряд позитивных внешних воздействий на развитие внутреннего рынка ценных бумаг, что очень важно для развития финансового сектора. В главе 5 приводится анализ ряда важнейших проблем, возникающих после принятия решения о выпуске облигаций. Несмотря на то, что в данном документе не ставится задача проведения всеобъемлющего анализа условий выпуска ценных бумаг, можно определить ряд важнейших аспектов, которые способны обусловить рыночный успех первого выпуска и при адекватном управлении обеспечить плавное и успешное обращение на международном рынке ценных бумаг. В последней главе содержатся некоторые ключевые выводы для принятия политических решений.

---

<sup>1</sup> В широком смысле термин "развивающийся рынок" относится к менее развитым странам, где начинается быстрый экономический рост и либерализация. На данном этапе страны с доходом на душу населения менее 9206 дол. США часто называются "развивающимися рынками" (WORLD BANK, 2003).

## **2. Преимущества и риски финансовых потоков: общая перспектива**

Быстрый рост интеграции финансовых рынков в глобальном масштабе, начавшийся в течение последних десяти лет сопровождался увеличением притока частного капитала на развивающиеся рынки, где, как правило, потребность в финансах (как со стороны частного, так и государственного сектора) превышает объем финансов, имеющихся внутри страны. Важнейшим фактором, подчеркивающим эти процессы, было то, что многие страны способствовали притоку этих капиталов путем дерегулирования деятельности внутренних финансовых рынков, и улучшения своей экономической системы путем проведения рыночно ориентированной экономической политики.

Экономическая теория подтверждает несомненные потенциальные выгоды глобальных рынков капитала для благосостояния всех его участников. Приведенный ниже анализ нацелен на то, чтобы сделать краткий обзор преимуществ и издержек притока капитала на развивающиеся рынки исключительно с точки зрения страны-получателя. Интеграция в международные финансовые рынки представляет собой процесс, которым власти должны четко руководить, чтобы большие преимущества, которые дает приток капитала, превысили возможные краткосрочные издержки.

### *2.1. Преимущества*

Согласно Agénor (2001) можно выделить четыре важнейших преимущества от притока капитала:

#### *Инвестиции и рост*

Экономическая теория свидетельствует о вероятности увеличения экономического роста при заимствовании в разумных пределах развивающимся рынком в целях инвестирования (т.е., образования суммарного основного капитала). Страны, находящиеся на ранней стадии развития, как правило, обладают незначительными запасами капитала, и вероятно, что инвестиции в экономику этих стран дадут большую отдачу по сравнению с вложениями в экономику развитых стран. Приток капитала из развитых стран сможет стать дополнением к сравнительно незначительным внутренним ресурсам, способствуя росту инвестиций в экономику страны-реципиента, и давая огромные экономические и социальные выгоды. Увеличение инвестиций внутри страны окажет значительное положительное влияние на долгосрочный экономический рост, и будет способствовать увеличению уровня жизни в целом.

Чтобы оценить все преимущества притока капитала для инвестиций и роста, необходимо провести разграничение между различными типами притока капитала. Среди типичных форм притока частного капитала различают прямые иностранные инвестиции (ПИИ), портфельные и другие инвестиции. ПИИ являются типичным примером долгосрочных инвестиций "материнской" компании из-за рубежа в филиал или дочернюю компанию внутри страны. Важной чертой отличия ПИИ от других видов инвестиций является то, что ПИИ предполагают не только перевод ресурсов, но и приобретение контроля (обычно объем инвестиций превышает 10% капитала компании или прав голоса). Среди других типов иностранных инвестиций следует назвать портфельные инвестиции (инвестиции акционеров в менее чем 10% капитала компании или инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом) и займы иностранных банков. Наряду с упомянутыми преимуществами, которые, в целом, применимы ко всем трем типам притока частного капитала, выгоды для стран, получающих ПИИ особенно велики и способны принимать ряд других форм (Loungani and Razin, 2001):

- ПИИ предоставляют механизм для передачи технологий и ноу-хау - в частности в виде новых производственных фондов - чего нельзя получить только через инвестиции финансов или торговлю. Это также может привести к эффектам перелива в структуре отраслей производителей и привести к инвестициям в дальнейшем. Навыки рабочей силы зачастую увеличиваются в компаниях с ПИИ.

Кроме инвестиций в формальное обучение сотрудников, как побочный эффект деятельности новых предприятий, эффекты "обучение в процессе работы", а также повышение квалификации без отрыва от производства могут серьезным образом улуч-

шить накопление человеческого капитала в стране-получателе. В целом, новые инвестиции более продуктивны в странах, где есть квалифицированная рабочая сила и хорошо развитая физическая инфраструктура.

- Поскольку ПИИ чаще всего концентрируются в экспорто-ориентированных отраслях (производство товаров, которые участвуют в международной торговле торговле), они оказывают серьезное положительное влияние на чистый экспорт страны и ее способность получать валютную выручку
- Прибыли, порожденные ПИИ, вносят вклад в налоговые поступления от корпораций внутри страны.
- ПИИ доказали свою относительную мобильность во времена глобальных финансовых кризисов. Коренное отличие от других форм (особенно краткосрочных) потоков частного капитала - портфельных инвестиций и банковских займов, которые могли иметь обратимый характер в период кризисов - тогда как ПИИ были необыкновенно стабильными в эти периоды.

Есть серьезное эмпирическое подтверждение точки зрения, что частные потоки капитала связаны с увеличением инвестиций внутри страны. Точное соотношение зависит, тем не менее, от типа потоков капитала. Считается, что ПИИ увеличивают инвестиции внутри страны почти один к одному, в то время как практически нет какого бы то ни было статистически серьезного соотношения между притоком портфельных инвестиций и инвестициями внутри страны. Банковские займы по своему влиянию находятся между ПИИ и портфельными инвестициями (Loungani and Razin, 2001).

#### *Сглаживание потребления*

Заимствование на международном рынке капитала может быть использовано для того, чтобы обеспечить частичную защиту потребления от временных неблагоприятных шоков для национального дохода (природная катастрофа или временная рецессия), сглаживая таким образом потребление. Но все же упор здесь делается на временные шоки; если отмечается, что падение национального дохода носит постоянный характер, должны использоваться другие механизмы, и расчет на притоки иностранного капитала гораздо меньше оправдан. Такое развитие событий в "плохие времена" может принять обратный характер в "хорошие времена", когда экономика будет на подъеме, и страна будет осуществлять заимствование за рубежом. В этой связи международный рынок капитала дает резидентам различных стран возможность более эффективного распределения рисков по сравнению с заимствованием только внутри страны. (Obstfeld, 1998).

#### *Повышение эффективности и стабильности в банковской сфере*

Общим аргументом в пользу притоков капитала, и в банковскую сферу в частности, является наличие тенденции к повышению эффективности финансового посредничества, снижая стоимость капитала и улучшая распределение ресурсов. С ростом конкуренции и появлением более сложных методов и технологий в международном банковском деле качество и наличие финансовых услуг на внутреннем рынке может быть значительно улучшено. Более того, благодаря тесным отношениям с материнскими банками за рубежом, местным иностранным банкам легче получить доступ к средствам в иностранной валюте по сравнению с отечественными банками и тем самым улучшить доступ страны к международному капиталу.

#### *Усиление макроэкономической дисциплины*

Глобальная мобильность капитала ограничивает возможность правительства проводить неэффективную экономическую политику, как, например, чрезмерное регулирование или заимствование со стороны правительства. Любой шаг в этом направлении приведет к оттоку капитала, что приведет к повышению процентных ставок внутри страны и нанесет вред экономике страны. В этом смысле это дисциплинирует политиков посредством снижения количества их ошибок и может в конечном итоге привести к повышению макроэкономической стабильности и экономическому росту.

## 2.2. Риски

Несмотря на серьезное теоретическое обоснование преимуществ притока капитала в экономику развивающихся стран, открытые финансовые рынки связаны с возможными рисками для страны реципиента, по крайней мере, в краткосрочном периоде. Поэтому для надежного макроэкономического менеджмента требуется хорошее знание опасностей, связанных со значительным и неожиданным обратным движением в проциклических, краткосрочных притоках капитала. Agénor (2001) определяет, среди прочих, четыре основных области рисков для страны реципиента:

### *Недостаточный доступ*

Для многих стран типичной является возможность заимствования на мировом рынке капитала лишь асимметричным образом: в то время как в "хорошие времена" это доступно, то в "плохие времена" они страдают от недостатка иностранных кредитов и обратно направленного движения потоков капитала. Поэтому, одно из преимуществ притока международного капитала, приведенное выше, т.е. возможность сглаживать потребление и распределять глобальные риски при наличии временных негативных потрясений, на практике имеет относительные границы.

### *Неправильное распределение капитала*

Ранее говорилось о том, что приток капитала следует направлять, в основном, в сферу производства с целью обеспечения долгосрочного экономического роста. Однако если это будет использовано для потребления (т.е., импорта роскошных автомобилей и других потребительских товаров) или финансирования инвестиций низкого качества (например, спекуляций в сфере недвижимости), влияние на рост будет носить ограниченный характер.

### *Потеря макроэкономической стабильности*

Для макроэкономической стабильности приток значительных объемов капитала может быть нежелательным: при фиксированном обменном курсе он может привести к быстрому росту денежной массы, и если при этом не будет проведено стерилизации, то может иметь место инфляционное давление на экономику страны. При плавающем обменном курсе самым вероятным исходом будет номинальная ревальвация национальной валюты. В обоих случаях происходит реальная ревальвация обменного курса, и существующий дефицит текущего счета возрастает. В то время как плавающим обменным курсом возможно саморегулирование такого постоянного дефицита путем обесценивания национальной валюты, то при фиксированном обменном курсе растущая потеря конкурентоспособности может привести к подрыву уверенности в устойчивости фиксированного курса и спровоцировать валютный кризис.

### *Процикличность и уязвимость притока капитала*

Ранее упоминалось, что доступ к международным рынкам капитала имеет проциклическую тенденцию по отношению к экономическому развитию внутри страны. Внешние факторы оказывают важное воздействие, например, повышение оценки риска иностранными инвесторами, связанное с реальными или ожидаемыми изменениями в экономике, приведет к усилению воздействия негативных шоков.

Сильная неустойчивость потоков капитала является отражением частой и резкой смены направлений в движении финансовых потоков, в особенности краткосрочных потоков капитала. Эта уязвимость может еще более усугубиться поведением менее информированных инвесторов, не имеющих полного представления о последствиях экономических шоков, движимых стадным чувством за более крупными и (возможно) более информированными инвесторами. В числе других причин уязвимости потоков капитала можно назвать опасение "заразиться" косвенным образом. Негативные события в других местах (напр., на соседних развивающихся рынках) могут привести к массовому оттоку капитала из-за общей потери доверия инвесторов вследствие роста неуверенности в экономической благоприятности развивающихся рынков. Другие примеры опасения "заразиться" касаются связей, которые существуют между развивающимися рынками аналогичного размера и структуры. Девальвация валюты одного из наших основных конкурентов на мировом рынке подразумевает относительную

потерю конкурентоспособности своей страны, и, следовательно, повышение уязвимости, связанной с оттоком капитала.

Приведенный выше анализ отразил факт наличия серьезных преимуществ для экономики страны, получаемых благодаря притоку капитала, при этом было указано на возможные риски, которые могут быть связаны с этими потоками. Одним из важнейших уроков для чиновников, принимающих решения в области политики в странах с развивающимися рынками является то, что приток капитала может отличаться по типу, что ведет к различию в их относительно положительном влиянии на экономику страны. Довольно четко оценивается влияние притока капитала в форме прямых иностранных инвестиций, так как они ведут к росту инвестиций и более высокому долгосрочному экономическому росту, оставаясь при этом самым стабильным источником иностранного капитала. В этой связи задача лиц, принимающих решения в области политики не заключается в том, чтобы делать выбор между финансовой интеграцией или автаркией. Задача состоит в разработке такой экономической политики, которая способствовала бы получению максимальной отдачи от финансовой либерализации, избежав при этом связанных с ней краткосрочных рисков (Agénor, 2001).

### **3. Иностранное заимствование как финансовый инструмент: точка зрения правительства**

В данной главе основное внимание будет уделено оптимальному и неинфляционному<sup>2</sup> финансированию дефицита бюджета правительства отдельно взятой страны, прежде всего с точки зрения использования внутренних или внешних ресурсов. В этой связи адекватная стратегия выпуска долговых обязательств должна включать детальное рассмотрение ряда вопросов:

- Какая часть государственного долга должна быть выпущена внутри страны, т.е. на внутреннем рынке, и какая - за ее пределами, т.е. на международных рынках капитала?
- Если решение о заимствовании из-за рубежа было принято, каким образом можно будет обеспечить самое эффективное использование полученных средств? Это отличает заимствование из-за рубежа от заимствования внутри страны (в национальной валюте) поскольку в конечном итоге внешний долг будет выплачиваться в иностранной валюте.
- Каковы возможные последствия неспособности выплаты, т.е. дефолта по внешним обязательствам для развития страны в будущем?

#### *3.1. Внутренний и внешний долг*

В случае развивающихся экономик у правительств часто есть возможность выбирать между заимствованием в национальной валюте на рынке ценных бумаг внутри страны и в иностранной валюте на международных рынках; также в ряде случаев на внутреннем рынке выпускались долговые обязательства, привязанные к иностранной валюте. Так, тесобоны Мексики являются примером последних (BIS, 2000). При условии относительной ликвидности как на внутреннем, так и внешнем рынках, вполне возможно что правительство столкнется с увеличивающимся предложением средств, т.е. с возрастающей функцией от нормы доходности по долгам правительства. Это отражает общие условия на рынке и компенсацию инвесторам за усиление риска дефолта из-за растущих объемов заимствования. Кроме того, в случае с внутренним рынком вероятным будет ограниченное предложение сбережений, причем более краткосрочного характера. Оптимальный выбор между внутренним и внешним заимствованием сделать непросто в связи с влиянием ряда факторов (BIS, 2000):

#### *Стоимость заимствования*

Уровень процентных ставок в странах с переходной экономикой, как правило, превышает мировой уровень по указанным выше причинам. В этой связи основным стимулом правительства прибегнуть к использованию долга в иностранной валюте яв-

---

<sup>2</sup> Это означает, что заимствование у Центрального банка с возможными негативными последствиями для кредитно-денежной и экономической стабильности исключено из последующего анализа.

ляется просто факт минимизации текущих налоговых платежей. Тем не менее, внешнее заимствование в форме первого выпуска на международный рынок ценных бумаг все же имеет более высокую степень неопределенности по сравнению с последующими выпусками. При подготовке первого выпуска следует помнить, что отсутствуют соответствующие учеты, суверенный кредитный спред (т.е. дополнительная стоимость заимствования для суверенного заемщика в относительно четко определенной отправной точке, как например, доход по суверенным ценным бумагам США или Еврзоны) может быть только примерно определен, а не получен на основе используемых инструментов.

#### *Предотвращение вытеснения частных инвестиций государственными расходами*

В краткосрочной перспективе заимствование правительством внутри страны приводит к росту внутренних процентных ставок, тем самым, вытесняя заимствование у частного сектора. Стратегия заимствования извне полностью предотвращает такой эффект и снижает стоимость капитала для экономики.

#### *Обслуживание и выплата основной суммы долга*

Для обслуживания внешнего долга и выплаты основной части суммы, суверенный заемщик обязан приобрести иностранную валюту, как правило, это покупка на рынке иностранной валюты. Иногда это может стать обязательным ограничением. Следует также отметить, что девальвация национальной валюты приводит к удорожанию обслуживания внешнего долга в национальной валюте. С другой стороны, возможность облагать налогом национальную экономику и получать налоговые поступления в национальной валюте поддерживает способность суверенного заемщика обслуживать долг в национальной валюте.

### *3.2. Источники государственного внешнего финансирования*

На данном этапе важно осознавать, что заимствование на международном рынке капитала является лишь *одним* из возможных подходов для финансирования важнейших расходов правительства. Можно определить 2 широких категории возможных источников внешнего финансирования, а именно, официальные источники и частные источники.

Официальный приток финансов может быть двусторонним или многосторонним. В первом случае это сделка между правительствами двух стран, в то время как многосторонним источником служат международные организации, например, Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), или Европейский инвестиционный банк (ЕИБ). В целом эти источники предлагают реципиенту более выгодные условия, по сравнению с частными или коммерческими источниками, при этом они часто выдвигают определенные условия. Если эти условия не совпадают с национальными интересами, сравнительная выгода от снижения суммы обслуживания долга будет незначительной.

Частные источники внешних ресурсов, как правило, работают на коммерческой основе, что означает более высокую стоимость заимствования. В то время как в целом для суверенного заемщика имеется много вариантов заимствования средств, вопрос где заимствовать обычно сужается до двух конкретных моделей: займы иностранных коммерческих банков или выпуск облигаций на международный рынок. До 1980-х годов большая часть внешнего заимствования развивающихся стран происходила в форме банковских займов. Тем не менее, ряд имевших место кризисов, связанных с долгами и введение более жестких стандартов достаточности капитала для международных банков сделали займы банков относительно непривлекательными. Альтернативной, и наиболее часто используемой сегодня моделью, является выпуск облигаций, которые обычно находятся у широкого круга иностранных инвесторов – пенсионных фондов, страховых компаний и взаимных фондов. По сравнению с традиционными займами банков при определенных обстоятельствах рынка ценных бумаг могут служить источником более дешевого финансирования, однако они открыты не для всех эмитентов. Опыт также показывает, что необходим определенный минимальный уровень заимствования, иначе стоимость сделок будет слишком высокой.

### *3.3. Соображения по эффективному размещению иностранного капитала*

Процессами ввоза иностранного капитала в страну, недавно вставшую на путь развития рыночной экономики, необходимо руководить очень осмотрительно, поскольку правильное размещение и использование иностранного капитала очень важно для достижения прогресса и процветания этой страны. Принимая во внимание долгосрочные последствия этого процесса, для Беларуси жизненно необходимо проводить правильную, хорошо продуманную и спланированную политику в вопросе получения займов из-за границы. Взвешенная политика в области получения займов может привести к долговременному экономическому росту, социальному развитию и процветанию страны. В этом отношении следует полностью избегать такого подхода, когда сначала идет поиск иностранного капитала, а затем под имеющийся капитал составляются проекты. Вместо этого Беларуси сначала следует оценить суммарную потребность в иностранном капитале, а затем приступить к выпуску облигаций займа. Избыточный импорт иностранного капитала может повредить национальным интересам и лечь чрезмерным и несвоевременным бременем на плечи правительства, истощив финансовые ресурсы страны, особенно в долгосрочном периоде. Таким образом, сумма займа должна быть пропорциональна емкости внутреннего рынка (UNITAR, 2001).

Поступления от продажи облигаций займа на международных рынках, как указывалось ранее, могут увеличить либо внутреннее потребление или инвестиции, либо привести главным образом к росту валютных запасов страны<sup>3</sup>.

Поэтому самое главное решение – это определить, как поступить с заемными средствами: инвестировать в экономику или потратить на импортные предметы роскоши, такие как автомобили, потребительские товары и т.п. В то же время это чрезвычайно важно для потенциальных кредиторов, поскольку обслуживание долга и погашение основной суммы долга тесно связано с правильным размещением и использованием иностранного капитала.

#### 3.3.1. Критерии отбора инвестиционных проектов

Пока правительство использует заемные средства для инвестирования в производство и не испытывает трудностей из-за непредвиденных осложнений макроэкономической ситуации или серьезно ощутимых неблагоприятных шоков, будет наблюдаться экономический рост, создавая условия для своевременного обслуживания долга. Более того, все, что способствует увеличению ресурсов, направляемых на обслуживание долга, повышает кредитоспособность заемщика на международных рынках. С точки зрения кредитора, для получения большой ожидаемой прибыли на вложенный капитал следует разрабатывать эффективные конкретные инвестиционные проекты или схемы; эти достаточные для иностранных кредиторов выплаты означают, что уплата процентов и погашение основной суммы займа могут осуществляться до тех пор, пока выплаты могут переводиться за границу. Заслуживает особого рассмотрения аспект оптимального соотношения сроков выплат по этим проектам и по обслуживанию долга. Важные вопросы возникают по поводу того, каким образом можно установить надежную и заслуживающую доверия связь между заимствованием средств и их последующим применением. Один из возможных способов - создание отдельного юридического лица, которое осуществляло бы надзор и несло полную ответственность за процесс инвестирования. Потенциально доверие инвесторов может возрасти, когда они увидят, что их средства используются исключительно для намеченной цели. Другим вариантом могло бы стать обеспечение облигаций займа доходами от будущих инвестиций (в частности, в случае экспортной выручки). Примером второго варианта может служить Мексика, которая в прошлом несколько раз обеспечивала займы от США будущими поступлениями от экспорта (от продажи нефти; BIS, 2000).

Поэтому целесообразно инвестировать в экспортную продукцию, которая составляет значительную долю национального продукта. Главной причиной тому является факт,

---

<sup>3</sup> Конечно, иностранный капитал может быть также использован для рефинансирования существующих внешних долговых обязательств на более выгодных условиях, но в данном исследовании такая возможность далее не рассматривается.



что внешний долг, в конечном счете, должен обслуживаться путем продажи товаров на мировом рынке. Термин "экспортный" в данном контексте относится как к экспортным товарам, которые могут быть проданы за границей в обмен на валюту, так и к импортозамещающим товарам, т.е. произведенным внутри страны товарам, которые конкурируют с импортными, и тем самым позволяют экономить иностранную валюту. Товары и услуги, не продаваемые на мировом рынке (включая большую часть продукции государственного сектора, в основном предназначенной для внутренних нужд экономики), не могут быть источниками таких необходимых поступлений иностранной валюты. Поэтому нельзя рекомендовать использование средств от выпуска облигаций внешнего займа для расширения производства неэкспортных товаров. Эти соображения иногда игнорируются странами, которые взяли большие займы за границей для осуществления инфраструктурных проектов, не приносящих валюту непосредственно (Cuddington and Smith, 1985). Однако есть случаи, когда финансирование государственных капиталовложений создает косвенные стимулы для производства экспортной продукции, например, путем улучшения физической инфраструктуры, такой как дороги и воздушные перевозки. Поскольку такие инвестиции повышают производительность в экспортном секторе, это может привести к росту экспорта, а значит, притоку иностранной валюты; опять же все это сильно зависит от точной сущности связей между инвестициями в государственную инфраструктуру и экспортными товарами и является одним из источников неопределенности.

Таким образом, особое внимание следует обратить на экспортный сектор экономики, поскольку рост валютных поступлений чрезвычайно важен для будущей способности страны выполнять обязательства по обслуживанию внешнего долга. В этом смысле товарные рынки развитых стран являются лучшим источником получения валютной выручки. Детальный анализ экспортного сектора призван ответить на два важных вопроса (Vine, 1997):

- Какова точная структура экспорта? Экспортирует ли страна преимущественно сырье или товары с добавленной стоимостью (вторичные)? Сильное преобладание в структуре экспорта сырья и сельскохозяйственных товаров, цены на которые подвержены резким колебаниям на товарных рынках, может привести к нестабильным валютным поступлениям. С другой стороны, диверсифицированный экспортный сектор, основанный на производстве товаров с добавленной стоимостью (вторичных) и хорошо закрепившийся на рынках более развитых стран, может быть подвержен таким колебаниям в гораздо меньшей степени.
- Проблема стабильности и устойчивости экспорта связана с причинами экспорта товаров. Основан ли экспорт на относительно дешевой рабочей силе, или высокой производительности, или недооцененной валюте (Vine, 1997)? Последний пункт вызывает особенно много сомнений по поводу устойчивости экспортных операций, в то время как рост производительности должен привести к стремительному и устойчивому росту объемов экспорта.

Кроме немедленной отдачи в виде поступлений иностранной валюты, что помогает обслуживать внешний долг, стимулирование экспорта приносит стране и другие выгоды, особенно в долгосрочной перспективе. Повышение темпов долговременного роста реальных доходов путем стимулирования экспортных поставок постепенно приводит к увеличению долгосрочных внутренних накоплений, таким образом, уменьшая зависимость Беларуси от иностранного капитала. Стратегия построения диверсифицированного и обширного экспортного сектора может в дальнейшем сочетаться и дополняться путем стимулирования прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Как обсуждалось ранее, выгоды от ПИИ должны показать явное преимущество этого типа привлечения капитала.

### 3.3.2. Накопление резервов иностранной валюты

Другая цель выпуска облигаций может быть мотивирована желанием властей увеличить официальные резервы иностранной валюты. Хотя почти все страны держат резервы иностранной валюты, традиционно, находящиеся в управлении центрального банка, определение оптимального уровня (и структуры) валютных резервов для лю-

бой страны сопряжено с трудностями. На практике для формирования достаточных валютных резервов применяются несколько эмпирических правил.

В широком понимании существуют, по меньшей мере, две причины, по которым страны решают накапливать запасы иностранной валюты. Во-первых, даже при постоянно плавающем обменном курсе, валютные резервы могут рассматриваться как форма страховки от влияния непредвиденных потрясений. Эти потрясения могут быть внутренними, например, какое-либо природное бедствие, или внешними, например, колебания на мировых финансовых рынках, ведущими к временной изоляции от международных рынков капитала. В таких случаях валютные резервы могут сыграть роль ликвидного буфера и предохранить от негативного воздействия экономических потрясений. Нанесение дальнейшего ущерба национальной экономике можно сдержать путем обеспечения необходимыми ликвидными средствами при возникновении серьезных проблем с ликвидностью и восстановление порядка на валютном рынке.

Это особенно актуально для стран с развивающейся рыночной экономикой, где наличие валютных резервов служит успокаивающим фактором для иностранных инвесторов (и рейтинговых агентств), ограничивая серьезные последствия возможного отсутствия доступа на международные финансовые рынки. Поэтому при плавающем курсе, вероятнее всего, оптимальный уровень резервов будет зависеть от степени изменчивости процессов в экономике (скорее он будет выше в странах с развивающимися рыночными отношениями, чем в развитых странах). Когда в платежном балансе преобладает торговля, обычно достаточной считается сумма, эквивалентная стоимости импорта за три месяца. Другие правила гласят, что резервов должно быть достаточно, чтобы осуществить все платежи (по основному долгу и проценты) по внешнему долгу, срок которых наступает в следующем году (так называемое "правило Гидотти"; BIS, 2000), особенно в случаях, когда потоки капитала преобладают над торговыми потоками.

Вторая причина сохранения части национального богатства в виде валютных резервов касается стран, которые стараются поддерживать стабильность обменного курса либо путем его искусственной фиксации на определенном уровне, либо посредством создания какого-либо скрытого механизма его регулирования с тем, чтобы предупредить снижение конкурентоспособности на внешних рынках. Страны, которые особенно страдают от сильных колебаний обменного курса, нуждаются в большем валютном резерве для поддержания курса путем прямой интервенции на валютном рынке. Тем не менее, следует помнить, что длительное давление рыночных механизмов на внутренний обменный курс приведет к быстрому истощению валютных запасов и в конечном счете подорвет доверие к целесообразности поддержания фиксированного курса. В итоге, если процесс пойдет по наихудшему сценарию спекулятивного вторжения, от фиксированного курса придется отказаться и установить плавающий курс.

Кроме описанных выше преимуществ, наличие валютных резервов также связано с определенными издержками и различными рисками. Логическое обоснование создания резервов в то же время определяет их тип и природу. Во-первых, обычно существуют прямые финансовые издержки по поддержанию резервов, поскольку их надо инвестировать в котирующиеся на международном рынке ликвидные ценные бумаги. В настоящее время основной иностранной валютой при создании валютных резервов является доллар США, хотя все больше резервных активов центральных банков по всему миру держатся в евро.

Поэтому соответствующий доход по этим активам лучше всего переводить в банкноты и облигации Казначейства США или аналогичные (сопоставимые) ценные бумаги Еврзоны.

Тем не менее, для страны с развивающейся рыночной экономикой это намного дешевле, чем стоимость внешних займов или возможные издержки, связанные с этими резервами (например, производительность импортного промышленного оборудования). В дополнение к относительно низким доходам по ценным бумагам с низким риском Казначейства США, облигациям правительства США, облигациям государств

Еврозоны, в стоимость займов для Беларуси входит также уже упоминавшийся суверенный спрэд.

Поэтому, исходя из простых соображений возврата долга, для госсектора может оказаться убыточным одновременное увеличение внешней задолженности и поддержание такой же суммы валютного резерва (по крайней мере, большей его части), поскольку доход по валютным резервам, скорее всего, окажется ниже стоимости долга. Это, несомненно, поставит под вопрос способность выплатить внешний долг иностранным инвесторам и снизит доверие к выпуску облигаций. Еще более проблематичным является использование накопленных резервов для активного воздействия на валютный обменный курс. Если валютные резервы используются для поддержания неустойчивого внутреннего обменного курса, то это повлечет за собой дальнейшие потери валютного запаса. В таком случае достижение временной стабильности обменного курса сведет на нет способность выплатить долг, и, вполне вероятно, повлечет за собой дефолт, если не будут изысканы другие источники валюты.

#### *3.4. Ожидаемые издержки в случае дефолта по внешним долгам*

Получение кредитов от иностранных инвесторов фактически означает заключение договора между правительством и его кредиторами, будь это банки или держатели облигаций. В любом случае правительство обязано регулярно выплачивать процент и уплачивать основную сумму долга в сроки, оговоренные условиями первоначально заключенного договора. Любая попытка изменить эти условия в одностороннем порядке, приостановить или отсрочить часть платежей (процент или основную сумму) с нарушением установленных сроков приведет к объявлению дефолта. Неблагоприятные тенденции в мировой экономике и негативные потрясения, подрывающие национальную экономику, могут также в итоге привести к неспособности обслуживать внешний долг. Так как объявление дефолта может иметь более серьезные последствия для рассматриваемой страны, его возможное воздействие необходимо проанализировать в виде "наихудшего сценария" до фактического получения внешних кредитов.

Хотя среди экономистов и существует общепринятое мнение о том, что невыполнение долговых обязательств очень дорого обходится стране, трудно определить точный характер и размеры издержек, непосредственно связанных с решением правительства о прекращении платежей по внешнему долгу. Одна из причин такого затруднения – это то, что издержки по невыполнению долговых обязательств в большей степени зависят от возможного заключения соглашений с кредиторами о пересмотре сроков платежей. Быстрые повторные переговоры между кредиторами и должниками, с условием ограниченной потери чистой текущей стоимости для кредиторов, будут иметь меньше негативных последствий, чем чреватый большими потерями для инвесторов длительный и болезненный процесс реструктуризации. Возможные санкции за невыполнение долговых обязательств, играющие важную роль в экономических моделях суверенного дефолта, включают, например (World bank, 2003), ограниченный доступ к будущему внешнему финансированию, арест внутренних активов страны, находящихся за границей (обычно только малая часть государственных активов доступна иностранцам, что ограничивает воздействие такой меры), и натиск кредиторов, обычно сопровождающий такой кризис, с последующим его распространением на реальный сектор экономики (ведущим к снижению внутренних объемов производства). Другим последствием неуплаты внешнего долга является подрыв общего доверия к правительству и банковской системе (особенно в отношении заемщика, взявшего кредит впервые), что влечет за собой крупные экономические потери и сокращение расходов на социальные нужды в стране.

#### **4. Влияние на развитие финансового сектора**

Было бы, конечно, неправильно сужать предмет данного исследования до рассмотрения только государственного бюджета. Успех первого выпуска международных суверенных облигаций также открывает неплохие перспективы для развития финансового сектора Беларуси. Выпуски облигаций не только позволяют правительству оптимизировать структуру расходов во времени, но и помогают развивать финансовые рынки, что выгодно всем субъектам хозяйствования. Этот момент в последнее время

несколько раз подчеркивался в соответствующей литературе (IMF/World bank, 2001; BIS, 2002).

Существуют два основных канала, по которым внешние государственные займы могут привести к положительным внешним эффектам, описанным далее: их возможное воздействие на внешние займы, совершаемые крупными корпорациями частного сектора, и их влияние на развитие внутреннего рынка облигаций (как государственных, так и частных эмитентов) в местной валюте. Два примера такой политики - Чили и Мексика. Они сначала создали внешний рынок государственных облигаций, за которым позже последовал рынок частных эмитентов. На последней стадии был создан местный рынок облигаций (IMF, 2003). Прежде чем детально рассмотреть отдельные внешние эффекты выпуска облигаций, коротко остановимся на логическом обосновании развития рынка облигаций.

#### *4.1. Почему следует развивать внутренние рынки облигаций*

В процесс финансового посредничества во многих странах с развивающейся рыночной экономикой, особенно в странах переходного периода, доминирующую роль все еще играют банки. Небанковское посредничество, основанное на рынках капитала, относительно неразвито по сравнению с банковским посредничеством. Хотя рынки капитала вряд ли заменят банковское кредитование даже в отдаленной перспективе, они могут способствовать большему заполнению финансового сектора экономики. Существуют несколько причин того, почему развитый внутренний рынок капитала в виде рынка облигаций способствует аккумулированию долгосрочного капитала для инвестиций (BIS, 2002):

- **Размещение ресурсов:** главной целью рынка облигаций является отбор и мониторинг перспективных направлений для инвестирования. Рыночные процентные ставки, устанавливаемые на рынке облигаций, отражают вмененную прибыль на капитал для каждого срока долгового обязательства, что является необходимой предпосылкой и условием эффективного инвестирования и принятия решений в сфере финансирования. Особенно в странах с высоким темпом развития рыночной экономики многие компании рано или поздно нуждаются в дополнительном капитале для дальнейшего финансового роста, что также формирует пропорциональную зависимость между реальным экономическим ростом и размером рынков ссудного капитала.
- **Распределение системных рисков:** другая выгода рынков облигаций - это связанное с ними распределение риска. Рынки облигаций помогают избежать концентрации посреднических услуг исключительно в руках банков (которые являются в высокой степени регулируемые государством учреждениями и поэтому подвержены кризисам). Тем не менее, банки будут играть важную роль на рынках капитала путем вовлечения в процесс андеррайтинга и продажи продукции рынков капитала. Более того, они могут реструктуризировать кредиты и продавать их другим кредиторам как облигации (например, как обеспеченные пулом ипотек или другими активами ценные бумаги).
- **Более низкая стоимость капитала:** облигации по определению являются инструментами, которые могут покупаться и продаваться на вторичном рынке ценных бумаг. Поэтому их премия ликвидности ниже по сравнению со ссудой некоммерческого банка, для которой обычно не существует вторичного рынка. Таким образом, для определенной группы заемщиков стоимость посредничества при покупке облигаций оказывается ниже, чем при оформлении банковской ссуды, что ведет к снижению стоимости капитала.

Кроме этих вышеуказанных причин, относящихся к процессу финансового посредничества, хорошо функционирующий рынок облигаций со своим широким набором инструментов может иметь дополнительные преимущества, например, в отношении проведения денежно-кредитной политики. Важная для плавности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики информация - например, ожидаемые темпы и интенсивность проведения такой политики и ожидаемая инфляция - может быть получена из кривой дохода, определяемой рынком.

#### *4.2. Влияние на корпоративных эмитентов внешнего долга*

Неоспорим тот факт, что заемщики из частного сектора тоже нуждаются в доступе к долгосрочным финансам частных корпораций; он часто открывается либо путем прямых займов у инвесторов на рынках капитала, либо посредством получения банковских займов. Компании нуждаются в финансировании своих вложений в основной капитал, доход от которых ожидается лишь в долгосрочном периоде, однако международные инвесторы обычно очень мало знают об общих экономических перспективах стран с развивающимися рыночными отношениями или фирмах в этих странах. Поэтому эмиссия государственных долговых обязательств в таких странах могла бы оказать потенциально сильное воздействие на выпуск корпоративных облигаций. Государственные займы, безусловно, помогут международным инвесторам лучше познакомиться со страной и ее экономикой и определить так необходимую отправную точку. Последняя, может, в свою очередь, быть использована для более эффективной оценки корпоративных облигаций, поскольку их курс обычно определяется относительно уровня, установленного для государства, которое рассматривается в качестве заемщика с наименьшей степенью риска. Поэтому государственные займы могут в итоге привести к снижению стоимости капитала для частного сектора.

Наиболее свежим примером такой политики является Чили. Правительство Чили вернулось на международный рынок облигаций после 8-летнего отсутствия, выпустив в 1999 г. единые государственные облигации на 500 млн. долларов США сроком на 10 лет, за которыми в течение нескольких лет последовали другие выпуски. Это происходило на фоне поддерживающегося в предыдущие годы бюджетного профицита. Целью такого размещения было не финансирование какого-либо существующего дефицита бюджета, а восстановление присутствия Чили на международных рынках облигаций. До выпуска государственных облигаций у иностранных инвесторов не было надежного критерия для измерения степени риска в данной стране. С выпуском этих облигаций правительство установило такой важный недостающий исходный пункт, чтобы облегчить дальнейшее размещение корпоративных долговых обязательств на международных рынках облигаций. Таким образом, главной целью этого выпуска было облегчение доступа и финансирования чилийских корпораций на международных рынках капитала.

#### *4.3. Внутренний рынок облигаций*

Успешная эмиссия облигаций на международном рынке расширяет зону поиска инвесторов и способствует международному признанию страны как поля для инвестиций. Постоянным источником спроса на правительственные облигации как внешнего, так и внутреннего займа являются иностранные инвесторы, которые предпочитают капиталовложения с фиксированным доходом и стремятся к обладанию портфелем ценных бумаг с высокой степенью диверсификации. Привлечение таких инвесторов может сыграть важную роль в расширении инвестиционной базы, тем самым также повышая ликвидность внутренних рынков. Более того, число иностранных инвесторов, покупающих облигации стран с развивающейся рыночной экономикой, в последние годы выросло. За инвесторами с узкой специализацией, такими как инвестиционные фонды открытого типа и "хеджевые" фонды, обеспечивавших бóльшую часть притока капитала на новые рынки облигаций до середины 1990-х гг., последовали инвесторы, которые традиционно вкладывали капитал только в развитые рынки облигаций с высоким рейтингом. В частности, такие институциональные инвесторы как пенсионные фонды и страховые компании добавили в свои портфели облигации (и другие активы) с развивающихся рынков (World bank, 2003).

Одним из наиболее значительных событий финансовой политики на новых рынках является отход от эмиссии государственных облигаций на международных рынках в пользу выпуска облигаций в местной валюте на внутренних рынках. За последние годы новые местные рынки облигаций значительно выросли и постепенно становятся альтернативным источником финансирования, как для правительства, так и для корпораций. Усилия по развитию таких рынков мотивировались несколькими соображениями, в частности, желанием подстраховаться на случай внезапной потери доступа на международные рынки (так называемых "внезапных остановок") или в случае наступления периодов оттока капитала (IMF, 2003). Этот переход от внешней к

внутренней задолженности уже произошел в некоторых крупных странах с развивающейся экономикой (в их числе Бразилия, Чили, Венгрия, Индия, Республика Корея, Малайзия, Мексика, Польша, Южноафриканская Республика и Турция). Один недавний расчет заставляет предположить, что общая сумма сделок на внутренних рынках облигаций сейчас выше, чем сумма сделок по международным облигациям, выпущенным странами с развивающейся рыночной экономикой, хотя международные облигации все еще являются намного более ликвидными инструментами благодаря своим специфическим характеристикам (BIS, 2002).

Местные рынки облигаций имеют несколько преимуществ в качестве альтернативного источника финансирования для внутренних заемщиков. При этом сумма долга определяется в местной валюте, облегчая обслуживание долга и выплату основной суммы. Таким образом, могут быть сокращены существующие несоответствия валютных курсов (и, возможно, сроков выплаты), связанные с внешним кредитованием. Местные валютные рынки обеспечивают естественное хеджирование для тех внутренних заемщиков, чьи доходы (в случае правительства - налоги) привязаны к местной валюте. Другим мотивом является желание стимулирования внутренних сбережений путем предложения новых финансовых услуг, позволяющих осуществлять более широкую диверсификацию сбережений. Кроме того, местный рынок государственных облигаций открывает путь к внутреннему финансированию бюджетных дефицитов, отличающийся от финансирования центральным банком, и поэтому может помочь сократить прямое и потенциально наносящее ущерб кредитное финансирование бюджетных дефицитов.

Однако переключение на местные валютные рынки не избавляет нас от рисков. Проблема вытеснения других внутренних заемщиков уже упоминалась в главе 3. Поощрение участия иностранных инвесторов в операциях на внутреннем рынке, безусловно, приведет к повышению ликвидности и более низким процентным ставкам. Тем не менее, недостатки такого шага видны на примере того факта, что иностранные инвесторы, как правило, управляют своими портфелями более активно (поскольку они теперь подвержены риску, связанному с обменными курсами), тем самым, делая относительно небольшой местный рынок более изменчивым и уязвимым. Это в свою очередь может повлиять на цены активов, таких, как цены на облигации и обменные валютные курсы (например, внезапный отток капиталов может привести к краху рынка облигаций и последующему кризису обменных курсов).

Учитывая то, что задачей данного исследования не является детальное описание политики развития внутреннего рынка облигаций, рассмотрим лишь самые главные предпосылки успешного развития рынка облигаций. Главным условием эффективности рынка является, конечно, макроэкономическая и финансовая стабильность. В специальной литературе основной предпосылкой развития рынков долговых обязательств называется низкая стабильная инфляция; наряду с правильным управлением государственными финансами, низкая инфляция является важным фактором, способствующим развитию рынков облигаций. Финансовая основа касается, помимо прочего, политики обменного курса и капитального и финансового счета, эффективной правовой и налоговой политики, а также эффективного надзора и управления финансовой системой.

Именно от того, как решаются эти вопросы, будет зависеть способность привлечь иностранных инвесторов. Только справедливые и недискриминационные условия доступа иностранцев к местному рынку облигаций могут привести к увеличению благосостояния, связанного с поступлением иностранных капиталов на внутренний рынок. Если созданы заслуживающие доверие макроэкономическая и финансовая инфраструктура, то возникает проблема выработки правильной последовательности различных мероприятий по развитию рынков государственных ценных бумаг, что в большей степени зависит от особенностей конкретной страны. Эмиссионная стратегия государства как важнейшего игрока на местном рынке облигаций, чьи облигации формируют основу любого современного финансового рынка, безусловно, является краеугольным камнем в решении этой проблемы. Естественные ступени становления рынков - это путь от денежного рынка с последующим переходом к краткосрочным, среднесрочным и долгосрочным операциям по долговым обязательствам. Необходи-

мо тщательно проработать вопросы, связанные с началом функционирования рынка, учитывая сроки погашения долговых обязательств (например, 2, 5 и 10 лет) и инструменты, используемые для максимального повышения ликвидности каждой отдельной облигации (например, фиксированный либо плавающий обменный курс; привязка к инфляции либо к обменному курсу).

## **5. Успешный выпуск иностранных облигаций: отдельные вопросы**

### *5.1. Типы международных облигаций*

С точки зрения эмитента заграничные облигации выпускаются в иностранной валюте с целью привлечения иностранных инвесторов. Хотя в настоящее время не существует жесткой классификации облигаций, и силы рынка будут продолжать размывать различия между ними, все же их можно разделить на три основные категории: еврооблигации, заграничные облигации и всемирные облигации (Steward and Greshin, 1997):

- **Еврооблигации** – это облигации, чья стоимость выражена в иностранной валюте (главным образом в долларах США или евро; первые называются “евродолларовыми” облигациями), выпускающиеся непосредственно на международный (“оффшорный”) рынок облигаций с целью привлечения инвесторов со всего мира. Обычно они не продаются инвесторам на первичном рынке в той стране, в чей валюте они выпущены. Поэтому их главная отличительная черта заключается в том, что они обращаются за пределами внутренних рынков и не подпадают под действие законов о ценных бумагах какой-либо конкретной страны. Еврооблигации обычно предназначены для международных инвестиционных синдикатов, выступающих гарантами при размещении выпусков ценных бумаг на условиях “андеррайтинга”, и коммерческих банков с последующим одновременным предложением инвесторам в нескольких странах. Чтобы сделать их привлекательными для институциональных инвесторов, от которых зачастую требуют инвестировать только в зарегистрированные на фондовой бирже ценные бумаги, еврооблигации обычно регистрируются на национальной фондовой бирже (чаще всего на биржах Люксембурга, Лондона или Цюриха; Merrill Lynch, 1998), но фактически операции производятся главным образом на внебиржевом рынке ценных бумаг. Еврооблигации оформляются на (незарегистрированного) предъявителя и приносят ежегодный процент.
- **Заграничные облигации** – это ценные бумаги, выпускаемые нерезидентами в данной стране в валюте этой страны. Поскольку они выпускаются в местной валюте и подвергаются такой же процедуре регистрации и допуска на биржу, как и внутренние облигации, они в первую очередь предназначены для инвесторов на внутреннем рынке облигаций. Если не учитывать кредитный спред между заграничной облигацией с одной стороны и государственными или корпорационными облигациями с другой, эти долговые обязательства обращаются на рынке, как и любые другие внутренние облигации. Многие заграничные облигации имеют прозвища, указывающие на страну-эмитента. Самый важный рынок для заграничных облигаций – это американский рынок облигаций (США). Поэтому эти “облигации янки”, выпускаемые здесь нерезидентами, подвергаются процедуре регистрации аналогичной для государственных ценных бумаг, которая требуется для американских эмитентов (например, регистрация в Комиссии по ценным бумагам и биржам, SEC). Кроме того, купон оплачивается каждые полгода (как и американские облигации), а ценные бумаги регистрируются на эмитента (а не на предъявителя). Другие рынки иностранных облигаций состоят из “Самураев” (выпущены в Японии нерезидентами) и “Бульдогов” (Великобритания).
- **Всемирные облигации** – гибридные ценные бумаги, предназначенные для обращения и погашения как на рынках еврооблигаций, так и на рынках заграничных облигаций (например, в США как “янки”). Эти облигации обычно выпускаются государством либо солидными международными организациями на регулярной основе и в больших количествах. Первая мировая облигация была выпущена Всемирным банком в 1989 г. одновременно на американском и евро-долларовом рынках.

Благодаря гибкости и низкому уровню регулирования рынок еврооблигаций отвечает за львиную долю выпусков международных облигаций. Многие заемщики из стран с развивающимся рынком воспользовались относительно низкими затратами для эмитента и подключились к международным рынкам капитала путем выпуска еврооблигаций. Кроме этого, эмитенты могут использовать преимущества более широкой зоны поиска инвесторов и международной узнаваемости.

## *5.2. Процесс присвоения рейтинга кредитоспособности*

Заемщики обычно стремятся к получению оценки кредитоспособности, чтобы обеспечить себе доступ на международные рынки капитала, где имеющие рейтинг ценные бумаги обычно пользуются более высоким спросом, чем неклассифицированные; это особенно характерно для американского рынка облигаций, где наличие оценки кредитоспособности является обязательным требованием де-факто. Но и на международных рынках облигаций наличие такой оценки постепенно стало предпосылкой выхода на рынок. Оценка кредитоспособности государства "отражает способность и готовность включенных в рейтинг правительств погашать свои долговые обязательства в полном объеме и в срок" (Vir Bathia, 2002, с. 4) и производится, по крайней мере, одним из крупных агентств кредитной информации Moody's, Standard&Poor's и Fitch Ratings. Но на международных рынках становится скорее нормой, чем исключением, наличие нескольких рейтингов, как минимум, от двух агентств. Прежде чем потенциальный эмитент обратится в агентство кредитной информации, он может получить помощь консультанта по оценке кредитоспособности (т.е. международных коммерческих или инвестиционных банков). Это помогает эмитенту лучше подготовиться, а следовательно, получить более успешный результат.

Оценка кредитоспособности - важная составляющая рынка облигаций, поскольку она помогает ослабить неуверенность инвестора из-за возможного риска. В этом контексте особое значение приобретает рейтинг кредитоспособности государства, потому что агентства кредитной информации обычно используют его в качестве ссылки при определении кредитоспособности других эмитентов из этой же страны, таких как корпорации. Главным определяющим фактором оценки кредитоспособности страны, по общему мнению, являются ее основные экономические и политические характеристики. В настоящее время для новых эмитентов становится общепринятой практикой получение минимум одного рейтинга от крупного агентства до первой эмиссии государственных облигаций на международных рынках. Существуют только несколько стран, вышедших на международные рынки без оценки кредитоспособности, - эти исключения представляют собой выпуски очень малого размера и с короткими сроками погашения (Ammer, 1998).

Крупные агентства кредитной информации разработали подробные аналитические показатели для осуществления оценки кредитоспособности. Эти методики представляют собой относительно субъективные концепции, не следующие точным научным формулам, и являются в большей степени оценкой общей платежеспособности государства, имеющей как количественный, так и качественный аспекты (Beers, 1997). В количественной части анализа внимание сосредоточено на определенных показателях экономической и финансовой деятельности страны. Обычно рассматривают несколько макроэкономических количественных показателей, причем особое внимание уделяется показателям финансового и внешнего секторов. Эти данные обычно считаются официальной информацией; тем не менее, проводимый агентством подробный и тщательный анализ предполагает способность и готовность государственной статистической службы и центрального банка своевременно предоставить требуемые данные. Отказ сотрудничать, скорее всего, приведет к оценке ниже оптимальной. Поскольку оценка отражает будущую способность обслуживать долг, включающая возможность и готовность платить, анализ должен быть подкреплён качественными критериями оценки готовности платить.

Важнейшими качественными критериями являются политический риск, т.е. структура и стабильность политической системы, общественная среда и международные отношения. Поэтому важной частью процесса оценивания, который может длиться несколько месяцев, являются регулярные беседы (собеседования) с представителями



эмитента. Это также возможность для эмитента непосредственно влиять на решение по оценке его кредитоспособности (Ammer, 1998).

Хотя процесс оценки кредитоспособности в каждом агентстве проходит по-разному, представляется полезным рассмотреть один пример по составным частям, чтобы получить лучшее представление о ключевых аспектах процесса. Следующая таблица "критериев" показывает методику, применяемую агентством Standard and Poor's (апрель 2002 г.)

**Таблица 1: Оценка кредитоспособности от S&P, 2002 г.**

Критерий	Ключевые факторы риска	Ключевые сравнимые показатели
1. Политическая стабильность	Риск политических событий	–
2. Экономические перспективы I: структура	Экономическое процветание, диверсифицированность и устойчивость	– Номинальный ВВП в долларах США на душу населения
3. Экономические перспективы II: рост	Тенденции экономического роста	– Рост реального ВВП в местной валюте на душу населения
4. Гибкость бюджета I: доходы, расходы и соблюдения равновесия между ними	Гибкость бюджета	– Консолидированный госбюджет/ВВП
5. Гибкость бюджета II: задолженность и расходы по уплате процентов	Стабильность государственного бюджета	– Общий чистый государственный долг/ВВП – Общие суммарные платежи по уплате процентов / Суммарный доход
6. Гибкость бюджета III: внебюджетные и потенциальные обязательства	Незаявленные и потенциальные требования по государственному бюджету	– Расчетные внебюджетные и потенциальные обязательства
7. Денежная стабильность	Устойчивость кредитно-денежной и валютной политики	– Реальная инфляция
8. Внешняя гибкость I: ликвидность	Достаточность валютных резервов и доступ на рынок	– Суммарная потребность во внешнем кредитовании / суммарные готовые к использованию резервы
9. Внешняя гибкость II: чистый внешний долг государственного сектора	Внешняя стабильность государственного сектора	– Чистый внешний долг государственного сектора / Доходы по текущему счету
10. Внешняя гибкость III: чистый внешний долг частного сектора и банков	Прочность финансовой системы и внешняя стабильность нефинансового частного сектора	– Чистый внешний долг финансовой системы / Доходы по текущему счету – Чистый внешний долг нефинансового частного сектора / Доходы по текущему счету

Источник: Vir Bahtia (2002).

Каждой из вышеупомянутых категорий соответствует отметка на специальной шкале (от одного до шести), представляющая ее значение по отношению к другим оцениваемым странам. После нескольких "проверок здравым смыслом", когда сравниваются равные по показателям страны, отметки используются на втором этапе для определения общей кредитоспособности эмитента, хотя и без применения точной формулы.

Следует помнить о чрезвычайной важности соотношения между оценкой кредитоспособности и стоимостью заимствования. Как показывает опыт, выплата процентов по облигациям государственного займа в высокой степени коррелирует с соответствующей оценкой кредитоспособности; поэтому хорошая оценка уменьшает расходы по обслуживанию долга для эмитента. Более того, оценка кредитоспособности может также повлиять на международное банковское кредитование страны, поскольку крупные международные банки принимают во внимание рейтинг страны при определении каждым банком своих внутренних оценок кредитоспособности.

### 5.3. Включение в индексы развивающихся рынков облигаций

В настоящее время наблюдается рост числа международных институциональных инвесторов, диверсифицирующих свои портфели ценных бумаг, переходя от традиционных внутренних государственных облигаций к высокодоходным активам, таким как облигации развивающихся рынков. Большинство этих инвесторов основывают свои решения по размещению активов на конкретных индексах развивающихся рынков облигаций, которые отражают общую доходность пассивного портфеля, инвестированного в облигации развивающихся рынков. Поскольку на развивающихся рынках управляющие пассивными активами копируют соответствующий исходный (базисный) индекс почти один к одному (и тем самым стимулируют спрос на облигации этого индекса), управляющие активными капиталами стремятся превзойти базисный индекс, формируя портфель с другим составом. В обоих случаях индекс и его составные элементы начинают привлекать внимание инвесторов во всем мире. Изменив условия эмиссии в соответствии с упомянутыми требованиями, установленными провайдером соответствующего индекса, страна-эмитент может максимально увеличить шансы на включение в индекс и соответствующий рост спроса со стороны иностранных инвесторов. Этот растущий спрос инвесторов на заграничные облигации страны может привести к снижению суверенного спреда и сделать следующие выпуски более привлекательными для иностранных инвесторов.

Первым индексом новых рынков облигаций, который рассчитывался и публиковался международным инвестиционным банком JP Morgan с начала 1990-х гг., стал Индекс облигаций развивающихся рынков (Emerging Markets Bond Index, EMBI). Он был предназначен для отслеживания рынка государственных реструктурированных облигаций в долларах США (в основном, так называемых "облигаций Брэди") путем предоставления точного и объективного базисного индекса доходности по пассивному портфелю облигаций новых рынков. По причине узкой функции EMBI, который касается только реструктурированного долга, позднее были разработаны и опубликованы несколько его расширенных вариантов. EMBI<sup>+</sup> является расширением EMBI, включая несколько других видов ценных бумаг в иностранной валюте, и тем самым, обеспечивая лучший базисный индекс для стратегических инвестиций на развивающихся рынках ценных бумаг с фиксированным доходом. В 1992 г. с введением индекса EMBI Global, произошло дальнейшее расширение индекса EMBI<sup>+</sup>, при котором используется набор смягченных критериев включения, касающихся выбора страны и ликвидности включаемых ценных бумаг. Пока этот индекс является наиболее полным базисным индексом облигаций на новых рынках. (JP Morgan, 1999). Поскольку все вышеописанные индексы относятся только к ценным бумагам, выпущенным в долларах США, они не учитываются (не принимаются во внимание) при включении неуклонно растущей на новых рынках доли облигаций в евро.

Для удовлетворения растущего спроса на инвесторов при участии EURO EMBIG был создан базисный индекс исключительно для облигаций в евро, который по большинству пунктов (кроме валюты выпуска и приемлемых типов инструментов<sup>4</sup>) повторяет правила для EMBI Global (JP Morgan, 2001).

Чтобы быть включенным в один из вышеупомянутых индексов агентством JP Morgan, необходимо соответствовать определенным критериям допуска стран и ценных бумаг. Далее подробно рассматривается действующий в настоящее время ведущий индекс EMBI Global по причине его важности и сходства с EURO EMBIG<sup>5</sup>. Чтобы ценные бумаги страны были включены в индекс EMBI Global, эта страна

- должна быть признана новым развивающимся рынком по определению Всемирного банка (World bank, 2003). Это определение основано на низком или среднем доходе на душу населения в течение, по меньшей мере, одного года из последних трех, или,

<sup>4</sup> Облигации, включенные в EURO EMBIG, должны быть обычными облигациями с фиксированным купоном (т.е. без права досрочного погашения или обратной продажи заемщику), поскольку ценные бумаги, включенные в EMBI Global, могут иметь эти дополнительные отличия.

<sup>5</sup> Суверенная облигация, выпущенная Беларусью, могла бы быть в принципе допущенной в следующие индексы при условии соблюдения требований по допуску: EMBI<sup>+</sup>, EMBI Global и EURO EMBI Global.

- вне зависимости от уровня дохода, она должна иметь либо реструктурированный внешний или внутренний долг в течение последних 10 лет, либо какой-либо вид реструктурированной внешней или внутренней задолженности, подлежащей погашению в настоящее время.

Охарактеризовав страну, можно выбирать приемлемые ценные бумаги. Вопрос о включении в индекс рассматривается только в отношении суверенных и квази-суверенных ценных бумаг, отвечающих всем следующим требованиям:

- выпуск в долларах США (или в евро для индекса EURO EMBIG),
- минимальная выпущенная в обращения сумма, равная 500 млн. долларов США (500 млн. евро для EURO EMBIG),
- ценная бумага должна быть пригодной для погашения за границей (например, через Euroclear),
- она должна иметь минимальный срок погашения 2,5 года. После включения в индекс она остается в нем до тех пор, пока до срока ее погашения не останется 12 месяцев.
- структура денежных потоков (по) облигации должна позволять рассчитывать доступный проверке ежедневный доход.
- цены продавца и покупателя должны обновляться междилерскими брокерами или JP Morgan ежедневно.

#### *5.4. Основные признаки облигаций*

##### *Фиксированные против плавающих процентных ставок и условные сроки платежей*

Выбор купона для облигации – это обычно выбор между купонами с фиксированной или плавающей процентной ставкой. Облигация с фиксированным купоном обещает регулярные выплаты процента, даты которых распределены в течение срока погашения облигации и известны заранее. У облигации с плавающей ставкой, напротив, купон периодически пересматривается на основе какой-либо взятой в качестве ссылки процентной ставки (как 6-месячная LIBOR) плюс спрэд (по причине, в числе прочего, разницы в степени риска между заемщиками). Облигация с плавающей ставкой процента обеспечивает обслуживание долга, которое всегда привязано к существующим на данный момент рыночным условиям, но размер ставки никогда нельзя знать заранее. Этот факт делает ее более рискованной ценной бумагой для заемщиков, которые могут лишь приблизительно подсчитать размеры будущих платежей по уплате процентов. В случае противоречивой ситуации на рынках облигаций, купоны с плавающей ставкой процента могут создать серьезные проблемы в обеспечении своевременного и полного обслуживания долга, и поэтому их следует избегать.

В последние годы были выдвинуты несколько предложений по включению условий случайных платежей в контракты на выпуск облигационных займов, заключаемых заемщиками из стран с развивающейся рыночной экономикой (BIS, 2000). Примерами таких "экзотических" облигаций (как альтернатива стандартным облигациям с фиксированной и плавающей ставкой процента) являются облигации, индексированные по отношению к росту ВВП или экспорту сырья (например, нефти или медной руды). Эти особенности укрепляют способность обслуживания долга в случае экономических спадов или негативных моментов в торговых отношениях, но чреватые бременем более высоких ставок процента, когда экономика процветает. Из-за весьма сложной структуры таких облигаций возникает много трудностей практического и концептуального характера. Помимо всего прочего, оценка и хеджирование таких облигаций будут представлять для инвесторов большую сложность, чем стандартные (простые процентные) займы, которым обычно отдается предпочтение. На сегодняшний день существует только пара облигаций с случайным платежом, как, например, определенные выпуски из Мексики (индексированные по нефти) и Болгарии (индексированные по ВВП). Весьма сомнительно, что такая структура будет должным обра-

зом принята иностранными инвесторами, особенно в случае с эмитентами-дебютантами, когда уровень недоверия уже сравнительно высок.

#### *Сроки погашения задолженности*

Срок погашения является важной характеристикой облигаций и обычно может быть от одного года (обычная разделительная полоса между денежным рынком и рынком облигаций) до нескольких десятилетий (обычно максимум до 30 лет). Однако для заемщиков из стран с развивающимся рынком, имеющих более рискованные экономические перспективы, длительных периодов в спектре сроков погашения долга (т.е. 15-30 лет) обычно не существует. Даже если такая цель достижима, выпуск долгосрочных облигаций со сроками погашения более 10 лет обойдется очень дорого, т.е. понадобится предложить высокий доход инвесторам в качестве премии за риск. С другой стороны, облигации со слишком коротким сроком погашения чреватые для заемщика значительным риском пролонгации кредита в день наступления платежа. Поэтому, приняв во внимание вышеупомянутые ограничения, наиболее привлекательным представляется выпуск облигаций со сроками погашения от 5 до 10 лет. Еще один, более низкий предел для оптимального срока погашения, устанавливается исходя из критериев включения в индексы облигаций развивающихся рынков, которые обычно требуют минимальный срок погашения 2,5 года.

#### *Валюта выпуска*

Большинство заграничных облигаций выпускаются в основных валютах, т.е. долларах США и евро. Другие валюты выпуска, очевидно, играют лишь незначительную роль на международных рынках облигаций, следовательно, рассматривать их здесь нет никакой необходимости. Выбор оптимальной валюты выпуска должен основываться на нескольких соображениях как финансового, так и политического характера. В этом отношении важную роль играют намеченная зона поиска иностранного инвестора и характер валютных поступлений в данной стране. С целью минимизации стоимости кредита следует учитывать преобладающие условия рынка в Европе и США. Поскольку эти условия могут стремительно изменяться, выбор валюты выпуска следует осуществлять как можно позже. Кроме этих финансовых соображений, вопрос выбора валюты имеет также и политическое измерение. На фоне происходящего ныне процесса интеграции Восточной Европы выбор евро в качестве валюты выпускаемых облигаций мог бы послужить для инвесторов позитивным сигналом о намерении Беларуси укреплять связи с Евросоюзом.

#### *Размер выпуска*

Существует два главных критерия определения оптимального размера выпуска облигаций: требуемая сумма капитала, которая может быть эффективно размещена, и потребность в таком выпуске ликвидных облигаций, который одновременно соответствует критериям включения в главные индексы облигаций развивающихся рынков. Если правительству доступны подобные крупные прибыльные проекты, то минимальный размер выпуска должен быть не менее чем 500 млн. долларов США или евро, что является стандартным минимальным требованием для включения в индексы EMBI<sup>+</sup>/EMBIG/EURO EMBIG (см. раздел 5.3).

#### *Схема погашения*

Как правило, выплата основной суммы долга может производиться несколькими способами, которые можно разделить на две категории:

- Выплата основной суммы долга осуществляется в назначенный срок погашения задолженности; это означает, что облигация находится в обращении несколько лет, а затем становится причитающейся и подлежащей оплате. Под эту категорию, называемую "облигации разового погашения", подпадает большинство облигаций заемщиков из стран с развивающимся рынком.
- Платежи по погашению основной суммы долга распределяются в течение всего периода обращения облигаций, либо основная сумма долга уплачивается до наступления объявленного срока погашения. На практике это можно осуществить двумя способами:

**Облигации с правом досрочного погашения**, которые можно погасить до наступления срока платежа, дают эмитенту право погасить всю сумму выпуска либо ее часть по заранее оговоренной цене в любой день до наступления срока платежа. Этот вариант, обусловленный облигационным контрактом, привлекателен для заемщиков, поскольку позволяет им извлечь выгоду из снижения уровня процентных ставок путем изъятия облигаций из обращения и замещения их другим выпуском с более низким купоном. Поскольку положения об изъятии облигаций из обращения невыгодны инвесторам, они согласятся на такую меру лишь при условии, что облигации будут приносить более высокий доход ("премия за досрочное погашение займа"). Как считают эмитенты, изъятие облигаций из обращения до наступления срока платежа в некоторых случаях для них тоже невыгодно. Уменьшение суммы находящегося в обращении выпуска приведет к снижению ликвидности оставшихся на рынке облигаций, а в результате – к повышению их доходности. Более того, если при этом нарушаются определенные обязательные критерии индексов облигаций развивающихся рынков (см. раздел 5.3), выпуск будет исключен из индекса. Зная об этом заранее, инвесторы потребуют дополнительную компенсацию за такой риск.

**Облигации с правом обратной продажи (заемщику)** – тоже ценные бумаги с правом досрочного погашения и в некоторых отношениях сходны с описанным выше типом облигаций. В этом случае инвестор имеет право продать обратно облигацию эмитенту по номинальной стоимости до наступления срока платежа. Таким образом, это преимущество для инвесторов ведет к уменьшению доходности облигаций. Тем не менее, конечные последствия для заемщика из страны с развивающимся рынком могут быть тяжелыми из-за неопределенности даты погашения основной суммы долга. Если окажется невозможно достать иностранную валюту в момент обратной продажи облигаций, дефолт неизбежен.

**Положения о фонде погашения задолженности** обуславливают в облигационном контракте обязанность эмитента периодически изымать заранее оговоренную сумму выпуска, что автоматически ведет к последовательному уменьшению количества подлежащих к погашению облигаций. Но из-за снижения их ликвидности и возможного исключения из индекса возникнут те же самые проблемы, что делает подобные положения малопривлекательными.

#### *Оговорки о коллективных действиях (САС)*

Оговорки о коллективных действиях являются частью международной документации по государственным облигациям и обуславливают определенные процедуры по выбору представителей держателей облигаций при реструктуризации долга, а также обеспечивают модификацию условий договора о займе путем решения вопроса преобладающим большинством голосов. Существует два основных типа САС (Gugliatti and Richards, 2003):

- **Оговорки о реструктуризации решением большинства;** они позволяют уполномоченному большинству держателей облигаций (например, 75%, что является общепринятым порогом) достигнуть соглашения об изменении условий долга, тем самым, обязывая всех держателей облигаций соблюдать новые условия. Они также определяют, наряду с другими вопросами, правила проведения собраний держателей облигаций и правила голосования.
- **Оговорка о принудительном возвращении долга решением большинства;** они позволяют большинству держателей облигаций ограничить способность отдельных кредиторов требовать от эмитента осуществления своих прав (т.е. возбудить судебный процесс) в случае дефолта. Они также содержат требование о том, чтобы любые средства, возмещенные через суд, были распределены между кредиторами на пропорциональной основе.

Хотя САС уже получили широкое распространение в документации по облигациям (в частности, по выпускам, в отношении которых действуют законы Великобритании, Люксембурга или Японии), они все еще не включены примерно в половину выпусков заграничных облигаций, подлежащих погашению; например, облигации, выпущенные в соответствии с законодательством Нью-Йорка (США) или Германии обычно не содержат вышеописанных САС. Лишь недавно ситуация начала меняться с необыч-

ным новаторским выпуском 26 февраля 2003 года мировой облигации с САС Мексикой на рынок США, привлечшим большое внимание. С того времени другие заемщики с развивающихся рынков, таких как Бразилия и ЮАР, последовали примеру Мексики и тоже включили САС в свои американские выпуски. Недавно возникший интерес к применению САС в большой степени может быть приписан возросшей поддержке со стороны правительств стран Большой Семерки (особенно администрации США). Предложения по совершенствованию рамочных условий для предсказуемого и упорядоченного процесса реструктуризации долга, до некоторой степени, обусловлены желанием ограничить действие соглашения о поддержке госсектора в случае финансового кризиса.

С теоретической точки зрения не совсем четко проработан важный вопрос о том, влияют ли САС на доходность содержащих их облигаций и тем самым на стоимость заимствования. Сторонники САС утверждают, что последние повысят вероятность мягкой реструктуризации, тем самым, увеличивая ожидаемые темпы оздоровления в случае дефолта и снижая доходность по облигациям с САС. Противники, с другой стороны, любят подчеркивать, что в настоящее время стало легче реструктурировать долг, и поэтому государство с большей долей вероятности может пойти на дефолт. Это должно повысить доходность облигаций и увеличить стоимость заимствования. Таким образом, необходим практический опыт для того, чтобы определить, какой из этих эффектов будет преобладать. Проводимые по этому вопросу исследования пока еще не дали определенного ответа. Тем не менее, большая часть накопленного на настоящий момент опыта свидетельствует, что САС не имеет статистически подтвержденного значительного влияния на доходность облигаций и условия займа для стран-эмитентов (Worldbank, 2003).

Теперь, исходя из вышеизложенного, можно сделать несколько выводов относительно потенциала Беларуси в сфере выпуска облигаций. Главной целью должно быть максимальное стимулирование спроса среди инвесторов, в том числе путем обеспечения включения облигаций в индексы облигаций развивающихся рынков. Облигация с фиксированным купоном и сроком погашения 5-10 лет ("облигации разового погашения") представляется наиболее перспективной ценной бумагой на международных рынках еврооблигаций (еврорынках). Такая прямая еврооблигация (включающая САС), не содержащая дополнительных условий, подходит особенно для первых выпусков благодаря своей простоте, что помогает инвесторам сосредоточиться главным образом на анализе риска неплатежа по займу. Кроме условий облигации, следует позаботиться о том, чтобы минимальный размер облигации был достаточен для осуществления ликвидных операций на вторичных рынках и включения в индекс (т.е. 500 млн. долларов США или евро). В частности, институциональные инвесторы требуют крупных ликвидных выпусков, которые в больших количествах могут обращаться на рынках облигаций, никоим образом не влияя на их рыночную цену.

#### *5.5. Определение времени выпуска*

Многие заемщики из стран с развивающимся рынком переживают определенные периоды ограниченного доступа на международные рынки капиталов. Такие ситуации обычно характеризуются потерей интереса иностранных инвесторов к активам развивающихся рынков и более высокими процентами по займу. Чтобы избежать эмиссии при таких неблагоприятных условиях, главной заботой, заслуживающей большого внимания, должен стать правильный выбор времени выхода на международные рынки облигаций, поскольку это может в значительной степени повлиять на обслуживание долга. Существует два крупных определяющих фактора, которые повлияют на размер процентов по займу (т.е. доходность облигации) для Беларуси: внешняя среда, в частности, кредитные спрэды на развивающихся рынках (с особой чувствительностью к ситуации в регионе), а также процессы на развитых рынках, и внутренняя среда.

Наиболее приемлемым способом определения текущей цены заимствования для страны-эмитента с развивающимся рынком является государственный кредитный спрэд. Этот спрэд представляет собой разницу между доходами по облигациям, выпущенным страной-эмитентом, и доходами по облигациям в одной стран-эталон(например, доходностью по облигациям Казначейства США или Еврзоны с

сопоставимыми сроками погашения). Если речь идет о эмитенте с первым выпуском, который не имеет выпусков в обращении, спрэды могут быть предварительно рассчитаны только с учетом спрэдов в странах со сходными условиями. В случае Беларуси в качестве ссылки могут служить кредитные спрэды сравнимых с ней восточно-европейских и центрально-азиатских заемщиков (например, Украина, Россия, Казахстан). Однако за спрэдами заемщиков из стран с развивающимся рынком следует пристально наблюдать, поскольку они могут быстро меняться, тем самым, делая стоимость кредитов весьма непостоянной. Таким образом, явное предпочтение следует отдавать эмиссиям во времена относительного спокойствия, при низких и стабильных спрэдах на развивающихся рынках. Вторым фактором, влияющим на стоимость заимствования для стран с развивающейся рыночной экономикой, являются процессы, происходящие на рынках облигаций крупных индустриальных стран. Так как кредитные спрэды развивающихся рынков просчитываются относительно определенного базисного индекса, они выражают лишь относительную стоимость кредита (в сравнении с идеальным рынком). Если доходы по облигациям на крупных финансовых рынках стремительно растут (например, как это было в середине 2003 г. благодаря ожидавшемуся оживлению в мировой экономике), то это, скорее всего, приведет к более высокой общей стоимости заимствования для должников из стран с развивающимся рынком. Поэтому реальные процессы, как на развитых, так и на развивающихся рынках облигаций, должны пристально отслеживаться, чтобы обеспечить выбор оптимального времени для выпуска облигаций.

Кроме внешних финансовых условий, существуют также внутренние факторы, которые следует учитывать при выборе правильного времени для эмиссии. Поскольку инвесторы обычно предпочитают стабильные политические и экономические условия, нежелательно выпускать облигацию в период высокой политической и/или экономической неопределенности. Во время принятия важных политических решений, которые потенциально могут создать неблагоприятные условия для облигации (например, обсуждение бюджета в парламенте), такая неопределенность может быть особенно сильной и отпугнуть потенциальных инвесторов.

## **6. Выводы и уроки для политиков**

Цель данной работы состояла в определении концептуальных рамок в отношении возможной первой попытки заимствования Республикой Беларусь на международных рынках ценных бумаг. Первым аспектом, рассмотренным в данной работе, была точка зрения, что при должном управлении приток капитала может привести к большим потенциальным выгодам для экономики страны. Такие выгоды в странах с развивающейся рыночной экономикой могут быть особенно значительными для некоторых типов притока капитала, чаще всего прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Через разные каналы, которые были приведены, ПИИ вносят вклад в инвестиции и долгосрочный рост в экономике страны. В этой связи важнейшим вопросом для лиц, принимающих решения в области политики является подготовка таких мер, реализация которых позволит использовать долгосрочные экономические выгоды от притока капитала, и при этом свести к минимуму связанные с этим риски.

Исходя из названия работы, остальные главы посвящены рассмотрению особых случаев притока капиталов, а именно, заимствование правительством у иностранных инвесторов. Если решение о заимствовании из-за рубежа было принято, важнейшим вопросом является обеспечение наиболее эффективного использования полученных средств. Способность обслуживать долг и осуществлять выплату основной части долга, главным образом, зависит от характера использования средств. Несомненно, приоритет следует отдать инвестиционным проектам, а не потреблению или накоплению резервов иностранной валюты. Для целей практической политики на основе анализа можно сделать следующие рекомендации:

**Рекомендация 1: Средства в иностранной валюте следует направлять, прежде всего, на высокодоходные инвестиционные проекты, уделив особое внимание ориентированным на экспорт отраслям.**

Еще один аспект, который обсуждался в этой работе, касался внешнего воздействия выпуска облигаций на развитие финансового сектора. Определив суверенный рейтинг как отправную точку, и привлекая иностранных инвесторов, правительство может косвенным образом снизить стоимость капитала для корпораций и стимулировать параллельное развитие рынков ценных бумаг внутри страны, являющихся неотъемлемой частью финансового посредничества:

**Рекомендация 2: Довести до максимума внешнее влияние выпуска международных облигаций, уделив особое внимание развитию суверенного и корпорационного рынка облигаций внутри страны.**

Возвращаясь к общей дискуссии о преимуществах и недостатках притока капитала, одной из важнейших задач для руководства страны будет привлечение прямых иностранных инвестиций, например, в ходе приватизации. В этой связи выпуск облигаций в сочетании с долгосрочными структурными реформами сможет послужить сигналом для дальнейшего притока частного капитала:

**Рекомендация 3: Взять выпуск облигаций за точку отсчета для привлечения притока капитала в будущем. Рассмотреть дополнительные аспекты привлечения ПИИ в качестве основной задачи процесса приватизации.**

С принятием решения о выпуске облигаций, следует определить условия облигаций с целью достижения успеха на международных рынках ценных бумаг. Особенно это касается тех, кто осуществляет заимствование впервые и не имеет соответствующей истории: им следует придерживаться традиционных структур, помогающих стимулировать интерес иностранных инвесторов и снизить общую стоимость заимствования. В этой связи анализ завершается следующей рекомендацией:

**Рекомендация 4: Выпускать “прямые” облигации с условиями, которые обеспечат ликвидную торговлю иностранным инвесторам и включение в индексы рынка облигаций стран с развивающейся рыночной экономикой.**

Р.К., Редактор: Р.Д. Потсдам, Декабрь 2003



## Литература

Agenor, Pierre-Richard (2001). Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts, Working Papers in International Economics. Trade, capital flows. No. 2699, World Bank: Washington, DC.

Ammer, John (1998). Sovereign Credit Ratings and International Debt Markets, mimeo, Federal Reserve Board.

Beers, David T. (1997). Standard & Poors's Sovereign Ratings Criteria, in: Fabozzi, Frank J. and T. Dossa Fabozzi, eds., *The Handbook of Fixed Income Securities* (Fifth Edition), Burr Ridge, IL: Richard D. Irwin, pp. 460 – 472.

BIS (2000). Managing Foreign Debt and Liquidity Risks, BIS Policy Papers No. 8, Bank for International Settlements, Basle.

BIS (2002). The Development of Bond Markets in Emerging Economies, BIS Papers No. 11, Bank for International Settlements, Basle.

Castellanos, Jorge (1998). Developing Government Bond Markets, Inter-American Development Bank Technical Paper No. IFM-111, Washington, DC.

Cuddington, John T. and Gordon W. Smith (1985). International Borrowing and Lending: What Have We Learned from Theory and Experience?, in: Smith, Gordon W. and John T. Cuddington (eds.) *International Debt and the Developing Countries*, The World Bank: Washington, DC.

Grigorian, David A. (2003). On the Determinants of First-Time Sovereign Bond Issues, IMF Working Paper No. 03/184, Washington, DC.

Gugiatti, Mark and Anthony Richards (2003). Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields? New Evidence from Emerging Markets, Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 2003-02.

IMF (2003). *Global Financial Stability Report*, March Issue, International Monetary Fund: Washington, DC.

IMF/Worldbank (2001). *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Chapter 1, Washington, DC.

JP Morgan (1999). Introducing the J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global), 3 August.

JP Morgan (2001). Introducing the J.P. Morgan Euro Emerging Markets Bond Index Global (EURO EMBIG), March.

Loungani, Prakash and Assaf Razin (2001). How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?, *Finance & Development*, Vol. 38, No. 2.

Merrill Lynch (1998). Size & Structure of World Bond Market 1998, September.

Obstfeld, Maurice (1998). The Global Capital Market: Benefactor or Menace?, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No. 4, pp. 9-30.

Steward, Christopher B. and Adam M. Greshin (1997). International Bond Markets and Instruments, in: Fabozzi, Frank J. and T. Dossa Fabozzi, eds., *The Handbook of Fixed Income Securities* (Fifth Edition), Burr Ridge, IL: Richard D. Irwin, pp. 327 – 345.

UNITAR (1999). The "Building Blocks" of Effective Government Debt Management, United Nations Institute for Training and Research (UNITAR) Document Series, No. 8: Geneva.

UNITAR (2001). Best Practices in the Field of External Borrowing, United Nations Institute for Training and Research (UNITAR) Best Practices Series in External Debt Management, Document No. 1: Geneva.

Vine, Allen A. (1997). High-Yield Analysis of Emerging Markets Debt, in: Fabozzi, Frank J. and T. Dossa Fabozzi, eds., *The Handbook of Fixed Income Securities* (Fifth Edition), Burr Ridge, IL: Richard D. Irwin, pp. 473-498.

Vir Bhatia, Ashok (2002). *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*, IMF Working Paper No. 02/170, Washington, DC.

Worldbank (2003). *Global Development Finance 2003*, The World Bank: Washington, DC.

Yuan, Kathy (2001). *The Liquidity Service of Sovereign Bonds*, unpublished, University of Michigan Business School.