



Конференция, посвященная выпуску Еврооблигаций: основные выводы

1. Введение

10 декабря 2003 г. Исследовательский центр Института приватизации и менеджмента и Немецкая экономическая группа в Беларуси организовали конференцию "Первый выпуск суверенных государственных облигаций в Республике Беларусь". Учитывая планы правительства Беларуси впервые выйти на международный рынок ценных бумаг в 2004 г., организаторы конференции решили, что настало время начать дискуссию о возможностях и рисках, связанных с первым выпуском государственных облигаций. В результате на конференции в Минске международные эксперты в области экономики и финансов встретились с чиновниками правительства. Целью мероприятия было обсуждение ряда важнейших аспектов, которые правительству Беларуси следует принять во внимание, перед тем как осуществить размещение облигаций на международных рынках капитала. В этой связи особое внимание было уделено факторам, являющимся определяющими для успешного выхода страны на международные рынки ценных бумаг, а также желаемым характеристикам инструментов заимствования, которые будут использованы.

В общем случае успешный дебют суверенного заимствования на международном рынке облигаций обычно сопровождается успешной макроэкономической стабилизацией, которая приводит к значительному сокращению инфляции, что также отражается в стабильности национальной валюты, устойчиво высокими темпами экономического роста, сбалансированностью государственных финансов, и стабильным обслуживанием государственного долга. Последний аспект чрезвычайно важен для начинающего заемщика, так как выпуск иностранных облигаций приводит к увеличению государственного долга, и внешнего государственного долга в частности. Поэтому при первом заимствовании эмитенты должны иметь хорошую историю обслуживания внешнего долга в годы, предшествующие выпуску. В случае Беларуси также важен фактор продолжения политики макроэкономической стабилизации и ускорения структурных реформ. Кроме того, страна должна принимать во внимание источники финансирования, альтернативные зарубежным кредитам, особенно от международных организаций, которые предоставляют займы на благоприятных условиях. Только после выполнения этих предпосылок и рассмотрения альтернативных источников кредитов выход на международные рынки облигаций может стать частью уравновешенной стратегии суверенного заимствования.

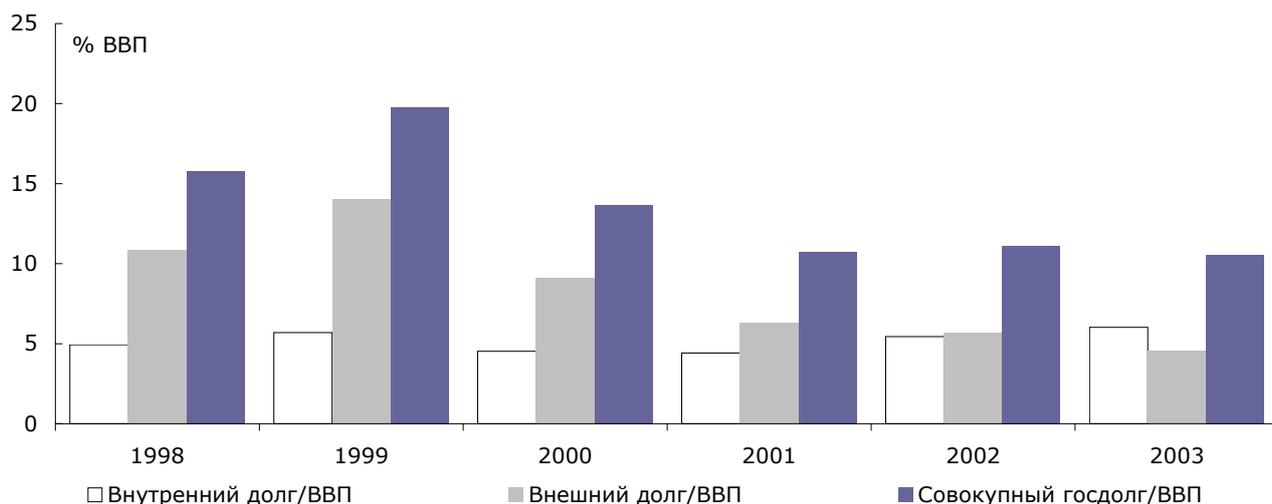
Последующие разделы данной работы представляют собой резюме точки зрения, высказанной экспертами немецкой экономической группы, а также рекомендации по решению проблем и поиска ответов на вопросы, затронутые участниками конференции в ходе выступлений и обсуждения. Указанные рекомендации детально касаются следующих областей:

1. выпуск облигаций и уровень государственного долга;
2. общий объем и время погашения выпуска облигаций;
3. эффективное размещение средств в иностранной валюте, полученных в результате выпуска облигаций;
4. технические аспекты, связанные с выпуском облигаций.

2. Выпуск облигаций и уровень государственного долга

Для успеха первого размещения суверенных государственных облигаций на международном рынке облигаций, как правило, важны успешная макроэкономическая стабилизация, ведущая к значительному снижению инфляции и к стабилизации валюты, сбалансированность государственных финансов, и стабильность в обслуживании государственного долга. Этот аспект чрезвычайно важен для начинающего заемщика, так как в целом выпуск облигаций в иностранной валюте ведет к увеличению государственного долга, в частности, внешнего государственного долга. Следовательно, суверенным заемщикам, делающим это впервые, как правило, необходимо иметь отличную историю обслуживания внешнего долга в течение ряда лет, предшествующих выпуску облигаций.

Рис. 1. Государственный долг Беларуси



Источник: Министерство финансов Республики Беларусь, собственные расчеты.

В настоящее время соотношение общего объема государственного долга к ВВП составляет 10.5% (рис. 1), что по международным стандартам является относительно невысоким показателем, при этом наблюдается тенденция к его снижению. Это, в частности, относится к внешнему компоненту государственного долга, который в 2003 г. составлял 4.5% ВВП. Такое стабильное изменение уровня суверенного долга явилось свидетельством поддержания надежного положения в финансовой сфере. В среднем бюджетный дефицит в 1998-2003 гг. не превышал 1.2% ВВП¹. Более того, сам факт, что Беларусь всегда исправно и своевременно платила по своим долгам, должен способствовать дальнейшему усилению положительной оценки запланированного выпуска облигаций с точки зрения государственной финансовой системы.

Предложение 1: В Беларуси низкое и сокращающееся отношение государственного долга к ВВП, при этом не имеется значительной внешней государственной задолженности. В этой связи благоразумное увеличение внешнего государственного долга путем выпуска облигаций может быть оправданным шагом.

3. Общий объем и время погашения выпуска облигаций

По данным Министерства финансов, в 2004 г. правительство Беларуси планирует выпустить облигации в долларах США или евро на общую сумму от 100 до 200 млн. В целом, объем выпуска облигаций должен зависеть от: (i) потребностей страны в финансировании; (ii) необходимости создания суверенных ликвидных облигаций в качестве эталона; (iii) общей процентной нагрузки на требуемые средства.

- i. Руководству страны необходимо иметь четкое понимание потребностей в краткосрочном и в среднесрочном финансировании. Очевидно, что указанные выше возможные объемы выпуска были определены исходя из таких финансовых оценок. Оценка спо-

¹ Собственные расчеты. Предварительные данные за 2003 г. охватывают период с января по ноябрь.

способности Беларуси обслуживать обязательства, связанные с выпуском облигаций, будет сделана в следующем разделе.

- ii. Потребность выпуска ликвидных эталонных облигаций является важнейшим аспектом, рассматриваемым в ходе определения объема выпуска облигаций. Объем выпускаемых облигаций должен быть достаточно крупным для обеспечения ликвидности. Международные инвесторы, как правило, отдают предпочтение ликвидным облигациям, которые можно легко продать на вторичном рынке, и в этой связи готовы к меньшей доходности. Отдавая предпочтение ликвидности, инвесторы предпочитают минимальный размер выпуска. Выпуски, включенные в индексы облигаций развивающихся рынков (как, например, EMBI) могут способствовать дальнейшему стимулированию спроса инвесторов, что приведет к снижению доходности. Тем не менее, относительным критерием включения является, как правило, выпуск облигаций в объеме не менее 500 млн долларов США или евро. В данном случае по целому ряду причин указанный объем считается слишком большим для Беларуси.
- iii. Опыт первого выпуска облигаций заемщиками показывает, что его доходность имеет тенденцию к снижению, относительно последующих выпусков, снижая процентную нагрузку будущих выпусков. Поскольку ожидается, что в будущем заемщик будет платить меньше, он предпримет попытку избежать фиксации довольно высоких процентных ставок, которые связаны с первым выпуском облигаций. Это подразумевает довольно небольшой объем первого выпуска облигаций. В случае, если ожидается снижение доходности, остальные средства могут быть предоставлены на более благоприятных условиях.

Для решения аналогичной задачи по минимизации процентной нагрузки выпуска следует также определить время погашения облигаций. С учетом ожидаемого снижения доходности облигаций, после успешного первого выпуска следует избегать фиксации издержек в связи с высокими процентными ставками на протяжении длительного срока погашения. В связи с тем, что процентная ставка по краткосрочным облигациям также ниже по сравнению с долгосрочными, у правительства Беларуси есть четкий стимул сделать облигации первого выпуска краткосрочными. Иностранные инвесторы могут также отдать предпочтение краткосрочным облигациям, которые не столь уязвимы по отношению к риску рынка по сравнению со среднесрочными.

Принимая эти соображения во внимание, предлагается осуществить выпуск облигаций в долларах США или евро на общую сумму 200 млн. Такой объем позволит обеспечить ликвидность при торговле облигациями, оставляя в то же время возможность для дальнейших выпусков с более низкой процентной ставкой. Что касается срока погашения облигаций, в аналогичных условиях предпочтительным представляется довольно короткий срок погашения, не превышающий 3 года.

Предложение 2: Общий объем выпуска облигаций должен быть в верхнем пределе установленного диапазона, т.е. 200 млн. долларов США или евро, при этом срок погашения облигаций выпуска не должен превышать 3 года.

4. Эффективное размещение средств в иностранной валюте, полученных в результате выпуска облигаций

При первом выходе на иностранные рынки капитала заемщик сможет: (i) сгладить потребление; (ii) воспользоваться преимуществами инвестиционных возможностей; или (iii) увеличить резервы иностранной валюты для создания "подушки" для защиты от неблагоприятных внешних воздействий. Решение по использованию заимствованных средств для инвестиций или потребления является самым важным. Это также очень важно для возможных кредиторов, поскольку обслуживание долга и выплата основной части серьезным образом связываются с надлежащим размещением иностранных средств:

- i. Следует полностью избегать роста потребления за счет поступлений от выпуска облигаций (например, импорта предметов роскоши – легковых автомобилей и потребительских товаров, и т.д.). Тогда способность обслуживания долга и выплаты основной части, вне всякого сомнения, будет под угрозой, что снизит доверие иностранных инвесторов.

- ii. Если правительство будет использовать заимствованные средства для производственных инвестиций, экономический рост должен увеличиться. Следует подготовить конкретные эффективные инвестиционные проекты или схемы, дающие возможность получения крупных ожидаемых норм доходности; данные поступления послужат иностранным кредиторам сигналом того, что с обслуживанием долга не будет проблем. Важнейший вопрос состоит в том, как создать надежную связь между заимствованными средствами и их последующим использованием. Один из вариантов состоит в создании отдельного юридического лица, которое будет осуществлять контроль и нести всю ответственность за процесс инвестиций. Следует инвестировать в ту часть национальной экономики, которая выпускает пользующуюся спросом продукцию, так как это ведет к получению (или экономии) иностранной валюты. Ряд товаров и услуг (например, инфраструктурные проекты) не могут принести доходы в иностранной валюте. Тем не менее, в особых случаях косвенные стимулы для производства пользующихся спросом товаров можно создать путем финансирования государственных инвестиций, что приведет к росту экспорта, т. е. притоку иностранной валюты. В этой связи особое внимание должно уделяться экспортным отраслям, так как увеличение поступлений в иностранной валюте играет важную роль для способности страны обслуживать внешний долг в будущем. Кроме немедленного влияния на поступления в иностранной валюте, стимулирование экспорта дает стране и другие преимущества, например, более высокий экономический рост в долгосрочной перспективе. Стратегия развития крупного и диверсифицированного экспортного сектора может быть дополнена путем привлечения прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в данную отрасль.
- iii. Еще одной целью выпуска облигаций может стать желание руководства страны увеличить официальные резервы иностранной валюты. В целом существуют, по меньшей мере, две причины, по которым страны делают выбор в пользу накопления резервов иностранной валюты. Во-первых, в контексте плавающего валютного курса, резервы можно рассматривать как форму страхового полиса от воздействия непредвиденных шоков внутри или за пределами страны. Второй причина создания резервов касается стран, которые пытаются поддержать определенную стабильность валютного курса с помощью прямой интервенции на рынке иностранной валюты. Тем не менее, создание резервов также означает определенные издержки, так как отдача на резервные активы (например, облигации казначейства США или еврооблигации) вероятнее всего, будет гораздо ниже издержек международного заимствования для Беларуси. Это может пошатнуть доверие в способность выплатить внешний долг. Еще более проблематичным является случай, когда такие резервы используются для предотвращения преобладающей слабости курса национальной валюты, поскольку это приведет к постоянным потерям резервов. Если не будут найдены другие источники иностранной валюты, может иметь место дефолт.

Предложение 3: Средства в иностранной валюте, полученные от выпуска облигаций должны быть предназначены прежде всего на:

- (i) Инвестиции, а не на потребление;**
- (ii) Реализацию инвестиционных проектов с высокой отдачей, а не на накопление резервов;**
- (iii) Реализацию проектов, связанных с выпуском продукции, пользующейся спросом, так как это серьезным образом связывается со способностью обслуживать выпуск облигаций.**

5. Технические аспекты, связанные с выпуском облигаций

Выбор валюты облигаций: доллары США или евро

Выбор валюты для нового выпуска облигаций зависит от многих факторов, в том числе использования поступлений от выпуска; способности получить доход в иностранной валюте в данной валюте; целевого ориентира инвестора; а также преобладающей на рынке ситуации. С точки зрения заемщика, первыми двумя факторами можно пренебречь, так как возможно выпустить облигации в одной валюте и конвертировать полученные средства в другую валюту через валютный своп с иностранным банком. Тем не менее, в отноше-

нии целевого ориентира инвестора, стратегические соображения играют дополнительную роль. На фоне проходящего процесса интеграции стран Восточной Европы в ЕС выпуск облигаций в евро сможет послужить положительным сигналом для инвесторов о стремлении Республики Беларусь укрепить свои связи с Европейским Союзом. Как указывалось ранее, в связи с потребностью выпустить ликвидные облигаций, рекомендуется сделать это в одной валюте - долларах США или евро, уделяя особое внимание ситуации, складывающейся на рынке.

Предложение 4: Облигации должны быть выпущены в одной валюте, т.е. в долларах США или евро, и это решение должно быть принято в последний момент.

Определение времени выпуска

Как правило, для успеха первого выпуска суверенных государственных облигаций нужны благоприятные условия как внутри, так и за пределами страны. В связи с изменчивой или двойственной природой международного рынка облигаций для стран-заемщиков с развивающимися рынками, данные страны обычно отрезаны от международных рынков во времена финансовых кризисов. Соответственно, успех первого выпуска облигаций зависит от благоприятной международной ситуации. В этой связи, изменчивость и спреда на развитых рынках должны быть низкими, а у инвесторов должна быть низкая степень риска, что приведет к хорошему общему результату в отношении рыночного долга. Более того, внутри страны также есть факторы, которые следует учесть при определении подходящего времени для выпуска облигаций. Поскольку инвесторы, как обычно, предпочитают стабильную ситуацию в политике и экономике страны, не рекомендуется выпускать облигации в период высокой нестабильности в политике и/или экономике (например, в ходе обсуждения бюджета в парламенте).

Наряду с данными рассуждениями при планировании выхода на рынок следует учитывать конкуренцию со стороны других заемщиков. Самым оптимальным временем считается период, когда внимание иностранных инвесторов будет привлечено к Беларуси.

Предложение 5: Выпуск облигаций должен осуществляться при наличии благоприятных условий внутри и за пределами страны, в частности следует принимать во внимание планы заимствования со стороны конкурентов.

Авторы: Р.К., Риккардо Джуччи

Берлин, январь 2004 г.