

НАПРАВЛЕНИЯ РАСШИРЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКОЙ БЕЛАРУСЬ ЕВРООБЛИГАЦИЙ В КАЧЕСТВЕ ИНСТРУМЕНТА ЗАИМСТВОВАНИЯ

И.Н. Жук, А.М. Белковец*

В статье анализируется дебютный выпуск еврооблигаций Республикой Беларусь, выявляются его особенности и проблемы эмиссии. Методами исследования явились формальная логика, диалектика, сравнительно-исторический и ретроспективный, компаративный анализ, обобщение. В результате авторы выделяют факторы высокой доходности дебютного выпуска Беларуси, его положительные последствия, рассматривают перспективы последующих выходов белорусских резидентов на мировой рынок еврооблигационных заимствований. Предлагается ряд мероприятий, направленных на расширение использования республикой еврооблигаций в качестве инструмента заимствования, среди которых меры: по снижению стоимости кредитных ресурсов; увеличению доступа к рынкам капитала; устранению недостатков национального законодательства.

Ключевые слова: еврооблигации, кредитные ноты, суверенные и корпоративные заемщики, доходность к погашению, кредитный рейтинг.

JEL-классификация: F14, F15.

Материал поступил 14.09.2015 г.

С развитием внешнеэкономических связей, их глобализацией и увеличением финансовых потоков между странами резко возрастает роль мирового рынка ссудных капиталов и его основной составляющей – рынка еврооблигаций (Ивашкевич, 2013, 2014; Самодуров, 2007; Фабоцци, 2005; Dunne et al., 2006; Mathieson, 2000). В современных условиях его функционирование способствует диверсификации источников финансирования и, соответственно, росту производства и товарооборота, миграции капитала внутри государств и за их пределами, трансформации денежных сбережений в инвестиции, обновлению основного капитала. В связи с этим углубленное изучение рынка еврооблигаций, его функций и роли в привлечении иностранного капитала в национальную экономику Республики Беларусь, выявление проблем и перспектив данного процесса приобретает особую важность.

Следует отметить, что Беларусь долгое время оставалась своеобразной «Terra

incognita» для иностранных инвесторов, поскольку белорусские эмитенты не были представлены на мировом фондовом рынке. Отправной точкой целенаправленной работы по выходу на международный фондовый рынок можно считать совещание по вопросам наращивания ресурсной базы государственных банков и привлечения иностранных инвестиций в банковский сектор страны, прошедшее 15 июня 2006 г., в рамках которого Президентом Республики Беларусь А.Г. Лукашенко была отмечена необходимость в полной мере задействовать все источники роста экономики – как внутренние, так и внешние¹.

Одним из способов реализации поставленных Главой государства задач должно было стать привлечение кредитных ресурсов на внешнем финансовом рынке. В связи с этим в Постановление Совета Мини-

¹ Мощная банковская система является одним из условий экономического развития. 2006. URL: http://president.gov.by/ru/news_ru/view/moschnaja-bankovskaja-sistema-javljaetsja-odnim-iz-uslovij-ekonomicheskogo-razvitija-2447

* **Жук Ирина Николаевна** (huk_i@mail.ru), кандидат экономических наук, доцент, зав. кафедрой финансов Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь);

Белковец Андрей Михайлович (belkovets@tut.by), магистр экономики, начальник отдела по работе с финансовыми институтами управления международного бизнеса Банка развития Республики Беларусь (г. Минск, Беларусь).

стров Республики Беларусь от 20.07.2006 г. № 910 «Об утверждении мероприятий по выполнению Программы социально-экономического развития Республики Беларусь на 2006–2010 годы» было включено следующее мероприятие: «по результатам присвоения республике приемлемого суверенного рейтинга проработать вопрос об организации выпуска и размещения еврооблигаций Республики Беларусь на внешнем финансовом рынке»². Фактически, данное постановление стало первым нормативным актом Республики Беларусь, в котором был использован термин «еврооблигация».

Министерством финансов во исполнение поручений Правительства была начата соответствующая организационная работа по выходу на мировые рынки капитала для осуществления займов посредством размещения еврооблигаций. Первым шагом стало получение кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Работа была завершена в августе 2007 г.: 21 августа международное рейтинговое агентство Стэндрд энд Пуэрз (Standard & Poor's), а 22 августа международное рейтинговое агентство Мудис Инвесторз Сервис (Moody's Investors Service) присвоили Республике Беларусь суверенные кредитные рейтинги на уровне «В+» и «В1» соответственно.

Получение суверенных кредитных рейтингов открывало дорогу для Беларуси как суверенного заемщика на внешние финансовые рынки. Уже в ноябре 2007 г. белорусские власти на переговорах в Лондоне обсуждали с японским банком Nomura возможность размещения еврооблигаций. Более того, в 2008 г. японскому инвестиционному банку были предоставлены полномочия на размещение евробондов. Ожидалось, что в 2008 г. будет осуществлен дебютный выпуск трехлетних суверенных еврооблигаций, номинированных в японских иенах, в эквиваленте на 260 млн долл. США³.

Однако в связи с финансовым кризисом, который начался осенью 2008 г., планы Правительства были скорректированы, и вме-

сто размещения еврооблигаций Беларусь стала привлекать внешние ресурсы другим способом – посредством межгосударственных займов и кредитов Международного валютного фонда (МВФ). Таким образом, дебютный выпуск был отложен до 2010 г.

Подходящее «окно» для организации выпуска суверена появилось в начале июля 2010 г. В связи с этим Республикой Беларусь с 12 по 16 июля 2010 г. проведены встречи («роуд-шоу») с инвестиционными компаниями Великобритании, Германии, Швейцарии и Австрии, специализирующимися на инвестировании средств в различные финансовые инструменты, в том числе еврооблигации. На встречах была представлена презентация экономики, банковского сектора и государственных финансов республики, даны ответы на вопросы инвесторов.

26 июля 2010 г. объявлено о выпуске еврооблигаций Республики Беларусь сроком на 5 лет. Сделка закрыта 3 августа 2010 г., ее результатом стало размещение суверенных еврооблигаций на сумму 600 млн долл. США с купоном 8,75% годовых по цене 99,011% от номинала, что соответствовало текущей доходности 9% годовых.

Сделка вызвала интерес самых разных инвесторов, что нашло отражение в ее статистике: 28% облигаций было размещено среди европейских инвесторов, 27 – американских оффшорных инвесторов, 22 – российских, 20 – британских и 3% – среди азиатских. Компании по управлению фондами и компании по управлению активами приобрели 55%, банки – 22, хедж-фонды – 10, пенсионные фонды/страховые компании – 6, розничные инвесторы/частные банки – 5 и остальные инвесторы – 2% от общего объема выпуска⁴.

Еврооблигации прошли процедуру листинга на Люксембургской фондовой бирже. Им присвоены рейтинги, аналогичные суверенным рейтингам Республики Беларусь: В1 (Мудис Инвесторз Сервис) / В+ (Стэндрд энд Пуэрз).

С момента завершения дебютного выпуска на вторичном рынке наблюдалась

² Национальный реестр правовых актов Республики Беларусь. 2006. № 5/22645.

³ Минфин Беларуси подтверждает планы по выпуску еврооблигаций в 2010 году. 2010. URL: <http://www.interfax.by/news/belarus/1067472>

⁴ EM BONDS: Belarus rides in Ukraine slipstream. *Intern. Financing Rev.* 2010. URL: <http://www.ifre.com/em-bonds-belarus-rides-in-ukraine-slipstream/600062article>

активная торговля ценными бумагами Беларуси, которые реализовывались по цене на 1–2% выше их номинальной стоимости, а доходность снизилась с 9 до 8,12%. Учитывая сложившуюся благоприятную ситуацию на рынке, был проведен дополнительный выпуск еврооблигаций на 400 млн долл. США по цене 102% от номинала (доходность 8,251% годовых).

Таким образом, общий размер выпуска составил 1 млрд долл. США, доходность к погашению – 8,7% годовых, цена размещения – 100,199% годовых.

Дебютный выпуск еврооблигаций Республики Беларусь был оценен международными аналитиками как успешный, а авторитетный журнал «Euroweek» отметил его как «событие августа» на рынке еврооблигаций⁵.

В связи с этим в соответствии с рекомендациями банков-организаторов Правительством Республики Беларусь принято решение о выходе на международный финансовый рынок с новым 7-летним еврооблигационным выпуском. 19 января 2011 г. Министерством финансов осуществлен выпуск облигаций Республики Беларусь на международном финансовом рынке по правилу Reg S. Облигации на сумму

800,0 млн долл. США со сроком обращения 7 лет размещены под ставку 8,95% годовых с ценой первичного размещения 100,0% от номинальной стоимости.

Нельзя утверждать, что ресурсы привлечены на льготных условиях, но следует отметить, что анализ мнений инвесторов об участии в покупке белорусских еврооблигаций по результатам «роуд-шоу» показал, что подавляющее большинство инвесторов оценивали ставку инвестирования в еврооблигации Республики Беларусь на уровне около 9,5% годовых.

Если рассмотреть дебютные выпуски еврооблигаций развивающихся стран с кредитным рейтингом, близким кредитному рейтингу Беларуси, то можно отметить достаточно высокую доходность дебютного выпуска нашей республики (табл. 1).

Высокая стоимость была обусловлена такими факторами, как:

- наличие высоких рисков на рынке на момент размещения облигаций, которые были вызваны нерешенными долговыми и бюджетными проблемами ряда европейских стран;
- рост очевидных для западных инвесторов рисков для Беларуси в отношениях с основным торговым и экономическим партнером – Россией;
- дебют Беларуси на мировом финансовом рынке и начало формирования кредитной истории.

⁵ Belarus delivers with debut dollar bond. *Euroweek*. 2010. Iss. 1165. URL: <http://www.euroweek.com/Article/2641418/Belarus-delivers-with-debut-dollar-bond.html>

Таблица 1

Дебютные выпуски еврооблигаций развивающихся стран, 2009–2013 гг.

Страна	Дата выпуска	Доходность выпуска	Сумма, млн долл. США	Срок обращения, лет	Рейтинг Moody's	Рейтинг S&P
Сенегал	15.12.2009 г.	9,5	200	5	-	B+
Беларусь	26.07.2010 г.	9,0	600	5	B1	B+
Албания	28.10.2010 г.	7,6	407	5	B1	B+
Нигерия	21.01.2011 г.	7,1	500	10	-	B+
Намибия	27.10.2011 г.	5,8	500	10	Baa3	-
Замбия	13.09.2012 г.	5,6	750	10	-	B+
Боливия	22.10.2012 г.	4,9	500	10	B3	BB-
Монголия	29.11.2012 г.	5,2	1000	10	B1	BB-
Монголия	29.11.2012 г.	4,2	500	6	B1	BB-
Парагвай	17.01.2013 г.	4,6	500	10	Ba3	BB-
Гондурас	12.03.2013 г.	7,5	500	10	B2	B+
Руанда	25.04.2013 г.	7,0	400	10	-	B

Источник. (Guscina et al., 2014. P. 35).

Вместе с тем размещение Республикой Беларусь, как суверенным заемщиком, в 2010–2011 гг. еврооблигаций позволило:

- в условиях ограниченных возможностей привлечь 1,8 млрд долл. США несвязанных кредитных ресурсов для покрытия разрыва финансирования платежного баланса и пополнения международных резервных активов Республики Беларусь;
- диверсифицировать источники внешнего финансирования;
- расширить инвесторскую базу;
- сформировать эталонную кривую доходности по облигациям Республики Беларусь;
- открыть доступ на международные рынки белорусских субъектов хозяйствования и финансовых институтов;
- улучшить инвестиционный имидж страны;
- начать формирование кредитной истории.

По поводу эмиссии корпоративных еврооблигаций необходимо отметить, что у белорусских корпоративных заемщиков отсутствуют непогашенные выпуски⁶. Вместе с тем крупнейшие белорусские банки (ОАО «АСБ Беларусбанк», ОАО «Белагропромбанк», ОАО «Приорбанк») обладают определенным опытом привлечения долгового финансирования с международного рынка капитала посредством выпуска кредитных нот, механизмы эмиссии которых в целом схожи с еврооблигационными заимствованиями.

Ликвидность кредитных нот, выпущенных белорусскими банками в 2006–2010 гг., была крайне низкой, что обусловило высокую стоимость заимствований и поставило под вопрос эффективность использования привлеченных ресурсов. Вследствие этого некоторые банки заявили о своих намерениях по выпуску еврооблигаций, как более ликвидного и привлекательного с точки зрения инвесторов инструмента, однако из-за экономического кризиса конца 2008–2011 гг. данные планы не были реализованы.

С одной стороны, такая ситуация объясняется сравнительно небольшими масштабами экономики и предприятий нашей

страны, а соответственно, и объемом их спроса на заемные ресурсы. С другой стороны, существенным препятствием для выхода на международные рынки капитала корпоративных эмитентов из Республики Беларусь является низкий уровень суверенных кредитных рейтингов, что автоматически означает высокую стоимость потенциальных заимствований.

Таким образом, с момента размещения дебютного выпуска еврооблигаций прошло 5 лет. За этот период Республикой Беларусь как суверенным заемщиком еврооблигации размещались только в январе 2011 г. Что касается корпоративных заемщиков, то в октябре 2010 г. ОАО «Белагропромбанк» первым после размещения суверенных евробондов разместило бумаги на международном долговом рынке. В частности, 28 октября 2010 г. банк выпустил кредитные ноты (CLN) на 100 млн долл. США со ставкой купона 9,95% годовых. ОАО «Беларусбанк», несмотря на многочисленные заявления, так и не осуществил выпуск кредитных нот (Обухова, 2011).

Следовательно, несмотря на привлекательность данного долгового инструмента, ни государство как суверенный заемщик, ни корпоративные заемщики не осуществляют заимствования на международном финансовом рынке посредством выпуска еврооблигаций. Что же является препятствием для использования данного инструмента?

Можно выделить следующие факторы, негативно влияющие на интерес заемщиков к привлечению финансирования посредством выпуска еврооблигаций: стоимость кредитных ресурсов; доступ к рынкам капитала; недостатки национального законодательства.

Основной причиной, которая останавливает потенциальных эмитентов еврооблигаций, в том числе Правительство Республики Беларусь, несомненно, является стоимость новых займов. Ориентиром стоимости новых выпусков является текущая доходность еврооблигаций.

Как уже упоминалось выше, дебютный выпуск суверенных еврооблигаций в 2010 г. был размещен с доходностью 8,7% годовых. В первые месяцы обращения на бирже бумаги стали пользоваться хорошим спросом

⁶ Информация о рынке долгового капитала стран СНГ. 2014. URL: <http://www.loans.cbonds.info>

и торговались выше номинала, что, в свою очередь, способствовало существенному снижению их текущей доходности. Уже в октябре–ноябре 2010 г. бумаги торговались по 103–104% к номиналу, что соответствовало доходности к погашению 7,7–7,8% годовых. То есть новый выпуск в этот период можно было разместить на 1 процентный пункт дешевле, чем размещенный в июле. Именно на такой сценарий и рассчитывало Министерство финансов Республики Беларусь, ведя подготовку к размещению второго выпуска еврооблигаций.

Однако позитивный тренд изменился после президентских выборов в декабре 2010 г. Инвесторы, обеспокоенные дестабилизацией ситуации в Беларуси, вернувшись с «рождественских каникул», стали избавляться от белорусских бумаг. Фактически, 19 января 2011 г., когда была закрыта сделка по второму выпуску еврооблигаций Республики Беларусь на сумму 800,0 млн долл. США, Министерство финансов «вскочило в последний вагон».

Ситуация на рынке долговых обязательств Беларуси еще больше ухудшилась после публикации в середине марта 2011 г. доклада МВФ, которая положила начало периоду падения котировок белорусских еврооблигаций. Фонд в очередной раз выразил озабоченность дефицитом счета текущих операций платежного баланса Беларуси и политикой Национального банка по привлечению валютных депозитов белорусских банков в обмен на рублевое рефинансирование. Отчет также содержал рекомендации по ужесточению денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики и повышению гибкости обменного курса. После выхода доклада МВФ суверенные обязательства Республики Беларусь подешевели сразу на 200 б. п.

За МВФ последовали международные рейтинговые агентства Стэндард энд Пуэрз и Мудис Инвесторз Сервис. 15 и 26 марта 2011 г. соответственно этими агентствами были на одну ступень понижены суверенные кредитные рейтинги Беларуси с прогнозом «негативный», что говорило о скором дальнейшем понижении кредитных рейтингов. Так и произошло – 21 июля 2011 г. Мудис Инвесторз Сервис, а 26 сентября

2011 г. Стэндард энд Пуэрз понизили кредитный рейтинг еще на один пункт. Таким образом, суверенный кредитный рейтинг Республики Беларусь был снижен до уровня «В-» (Стэндард энд Пуэрз)/«В3» (Мудис Инвесторз Сервис).

В числе непосредственных причин снижения рейтингов Беларуси рейтинговыми агентствами в это время назывались:

- кризис платежного баланса, вызванный высоким значением дефицита по счету текущих операций на фоне низкого уровня международных резервов и ограниченного доступа к внешнему финансированию;

- тревожная ситуация в банковской системе, испытывающей на себе негативные последствия глубокой девальвации и оттока банковских вкладов, а также возможное увеличение доли проблемных активов в результате ужесточения денежно-кредитной политики;

- неопределенность относительно планов по приватизации и источников внешнего финансирования, а также возможные сложности с реализацией планируемых реформ из-за роста социальной напряженности.

Таким образом, несмотря на то, что в республике не произошло никаких стихийных бедствий, существенных экономических или политических событий негативного характера, кредитоспособность страны была оценена аналитиками рейтинговых агентств как предефолтная.

Резкое снижение кредитных рейтингов, постоянные негативные политические заявления, включая угрозу введения санкций со стороны ЕС и США на фоне «второй волны» финансового кризиса, привели к распродаже инвесторами еврооблигаций Республики Беларусь. В октябре 2011 г. они продавались по цене менее 70% от номинала, а доходность по ним достигла 20,6% годовых (рис. 1).

Безусловно, нельзя отрицать, что свой негативный вклад в динамику доходностей еврооблигаций внесла и ситуация на валютном рынке страны, имевшая место во II–III кварталах 2011 г. Представляется, что как в развитии «валютного кризиса», так и в динамике доходностей еврообли-

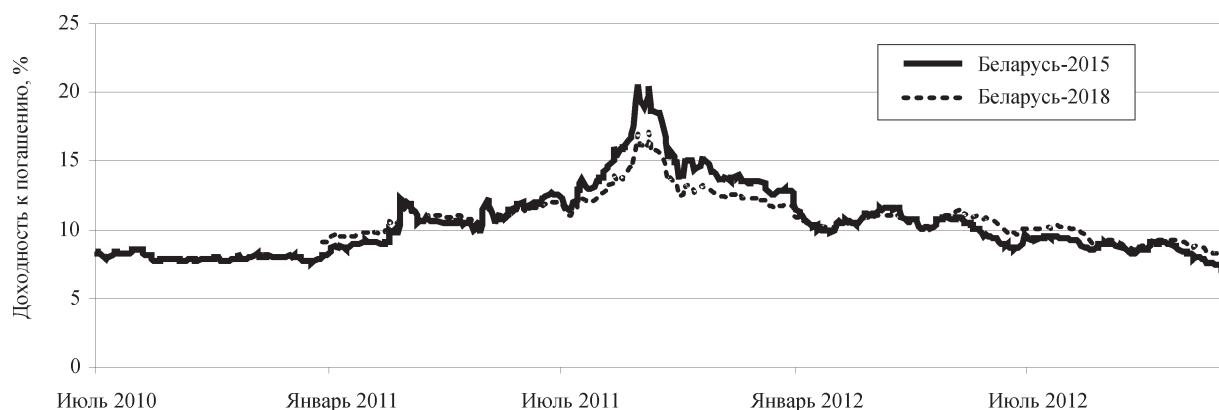


Рис. 1. Динамика доходности суверенных еврооблигаций Республики Беларусь, 2010–2012 гг.

Источник. Построено по данным: Belarus bonds data. 2015. URL: <http://www.bloomberg.com/markets>

гаций негативным моментом явилась недостаточная прозрачность в действиях Правительства. Иностранные инвесторы не владели информацией о его антикризисных мерах и не были уверены, что оно сможет в ближайшее время взять ситуацию под контроль.

Таким образом, несмотря на благоприятную конъюнктуру рынков долговых обязательств развивающихся стран, экономические проблемы Республики Беларусь негативно сказались на рынке ее суверенных еврооблигаций, вызвав рост их доходности (до 20% годовых в начале октября 2011 г.) и расширение спредов по отношению к долговым обязательствам других государств, имеющих схожий уровень международных рейтингов.

Негативная динамика вторичного рынка белорусских еврооблигаций в 2011 г. не позволила полностью реализовать программу заимствований, закрепленную в Указе Президента Республики Беларусь № 245 от 13 мая 2010 г. Из планировавшегося объема выпуска еврооблигаций в 2 млрд долл. США фактически было привлечено 1,8 млрд. Также не вышел на рынок еврооблигационных заимствований г. Минск, получивший в марте 2011 г. в рамках подготовки выпуска еврооблигаций международный кредитный рейтинг от Стэндрд энд Пуэрз (Муха, 2012).

Правительству Республики Беларусь на высшем уровне пришлось в срочном порядке провести ряд встреч с крупнейшими инвесторами – держателями еврооблигаций в Лондоне, Франкфурте, Цюрихе, а также в Вашингтоне в рамках участия в заседании

руководящих органов Всемирного банка и Международного валютного фонда (сентябрь 2011 г.). На встречах была представлена программа антикризисных мер Правительства, а также планируемые мероприятия в сфере денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики.

Эти меры, а также последующие действия Правительства по выходу на единый валютный курс на всех сегментах валютного рынка, сокращению бюджетных расходов на текущий и будущий бюджетный год нашли понимание у инвесторов, что привело к значительному снижению доходностей к концу 2012 г. (с 20,6 до 7,4% годовых).

До лета 2013 г. на рынке суверенных еврооблигаций Беларуси наблюдалась положительная динамика, чему способствовали как благоприятный внешний фон, так и улучшение агентством Стэндрд энд Пуэрз прогноза по рейтингам республики до «позитивного». Вместе с тем постепенное нарастание напряженности на внутреннем валютном рынке, а также конфликт между ОАО «Беларуськалий» и российским ОАО «Уралкалий», приведший к распаду ЗАО «Белорусская калийная компания», вызвали снижение котировок суверенных еврооблигаций в июне – сентябре 2013 г. В последующем рынок в некоторой степени восстановился на фоне сообщений о новых кредитах, привлеченных Беларусью от России (рис. 2).

Вплоть до декабря 2014 г. можно было опять наблюдать положительную динамику белорусских еврооблигаций на вторич-

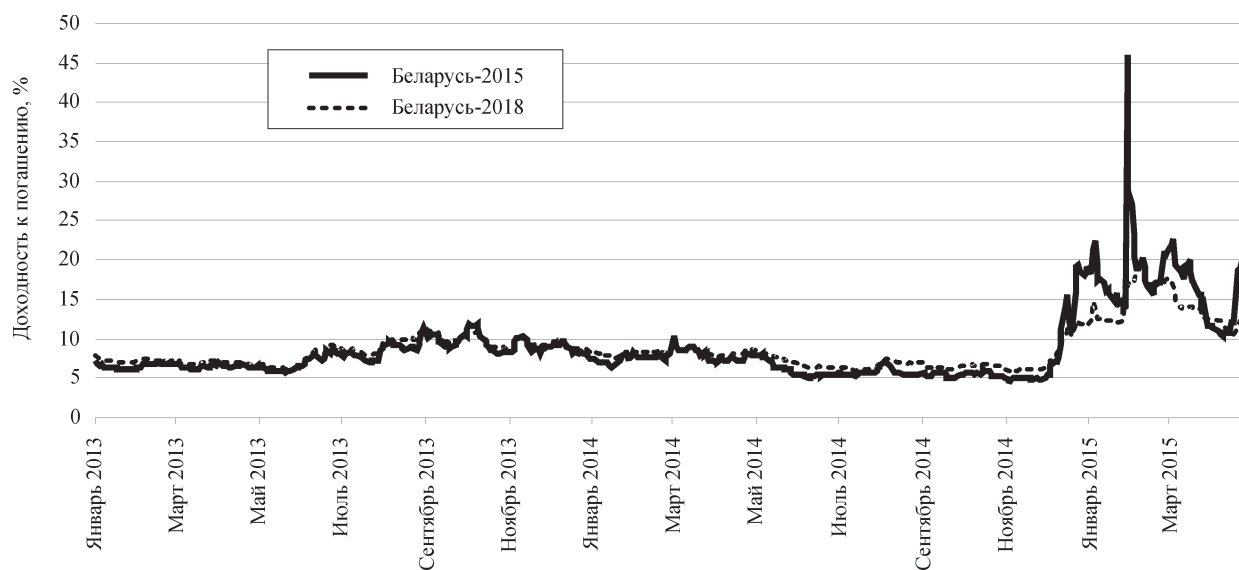


Рис. 2. Динамика доходности суверенных еврооблигаций Республики Беларусь, 2013–2015 гг.

Источник. Построено по данным: Belarus bonds data. 2015. URL: <http://www.bloomberg.com/markets>

ном рынке. Инвесторы до некоторого момента недооценивали масштаб и тесноту взаимосвязей белорусской, российской и украинской экономик, поэтому котировки белорусских суверенных еврооблигаций росли, тогда как российский и украинский рынки уже падали. Ухудшение макроэкономической ситуации в странах – торговых партнерах Беларуси (России, Украине, Казахстане), девальвация их национальных валют, создавшая соответствующие риски для белорусской экономики, привели к очередному обесценению белорусского рубля в декабре 2014 – январе 2015 гг. В результате цена белорусских евробондов резко снизилась. К концу января текущая доходность пятилетних бумаг достигла 15,39% годовых, семилетних – 12,25%, т. е. кривая доходности приобрела инвертированный вид (см. рис. 2).

Последний существенный скачок доходности белорусских еврооблигаций произошел в апреле текущего года и был связан с понижением агентством Мудиз Инвесторз Сервис кредитного рейтинга Беларуси до Caa1 с негативным прогнозом. Решение агентства обусловлено усилившейся напряженностью с внешним долгом республики и неопределенностью в отношении внешней финансовой поддержки. Помимо этого, эксперты агентства указали на нестабильность нынешней экономической

модели в стране⁷. Данный уровень рейтинга предполагает, что существует большая неопределенность относительно того, будут ли платежи по основной сумме и процентам выплачены вовремя, или лишь благоприятное стечение обстоятельств позволит выплатить долг.

Таким образом, позитивная динамика вторичного рынка белорусских суверенных еврооблигаций в сентябре–октябре 2012 г. и в 2014 г. позволила Правительству Республики Беларусь вернуться к теме новых выпусков. Тем более что необходимость новых эмиссий еврооблигаций обусловлена существенными потребностями в иностранной валюте для погашения внешних и внутренних долговых обязательств республики.

Самым подходящим моментом для Беларуси был ноябрь 2014 г., когда рынок продемонстрировал значительный спрос на облигации с высоким риском и доходностью, а еврооблигации республики со сроком погашения в 2015 и 2018 гг. достигли своих минимальных значений: 4,4 и 6% годовых соответственно. Новый выпуск 5-летних еврооблигаций мог быть размещен под ставку 7% годовых, что было бы достаточно удачным рефинансированием еврооблига-

⁷ Moody's downgrades Belarus's sovereign rating to Caa1 from B3; outlook negative. 2015. URL: https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Belarus-sovereign-rating-to-Caa1-from-B3-outlook-PR_322575

ций, приходящихся к погашению в августе 2015 г. и имеющих купон 8,75%.

Почему же Правительство не воспользовалось «окном» возможностей для размещения еврооблигаций? Новый выпуск анонсируется Министерством финансов и Советом Министров Республики Беларусь с 2012 г. Были даже определены организаторы нового выпуска с ориентировочным объемом 500–600 млн долл. США (ими должны были выступить инвестиционные подразделения российских банковских групп ВТБ и Сбербанк – ЗАО «ВТБ Капитал» и ЗАО «Сбербанк КИБ»). В рамках подготовки нового выпуска в ноябре 2012 г. были даже проведены *pop-deal road-show* (роуд-шоу без размещения) в Сингапуре и Гонконге – крупнейших азиатских финансовых центрах. Однако до выпуска дело не дошло. Причина достаточно проста: Беларуси технически закрыт доступ на рынок.

Объясняется это тем, что крупнейшие западноевропейские финансовые институты, ранее участвовавшие в сделках по размещению суверенных еврооблигаций (The Royal Bank of Scotland, Deutsche Bank и BNP Paribas), публично отказались от продолжения сотрудничества с нами по причине санкций Европейского союза. Потом и другие крупные европейские и американские инвестиционные банки отказались от сотрудничества, сославшись на наличие репутационного риска. В связи с этим Правительство Беларуси согласилось на предложение ВТБ и Сбербанка. Однако даже наличие организаторов не гарантирует реализацию сделки, если эмитент не имеет доступа к инфраструктуре рынка еврооблигаций.

Отказ расчетно-клиринговых систем Euroclear и Clearstream зарегистрировать новые выпуски суверенных еврооблигаций, а также выпуски корпоративных заемщиков государственной формы собственности закрыл рынок еврооблигаций для Республики Беларусь. В своих ответах представители компаний ссылаются на наличие санкций, введенных ЕС в отношении ряда белорусских физических и юридических лиц после президентских выборов 19 декабря 2010 г.

Какие меры могут быть предприняты для улучшения ситуации? На наш взгляд, следует:

- наладить активное взаимодействие со структурами ЕС и расчетно-клиринговыми системами Euroclear и Clearstream для снятия расширительного толкования санкций, в том числе с привлечением специальных юридических компаний;

- расширить сотрудничество с ключевыми иностранными инвесторами, которое может осуществляться как в виде *pop-deal road-show* в крупных финансовых центрах, так и посредством предоставления инвесторам более детальной экономической и финансовой информации о состоянии экономики республики. «Точкой взаимодействия» с инвесторами может стать представительство ОАО «Банк развития Республики Беларусь» в Лондоне, решение об открытии которого принято в апреле 2015 г.;

- наладить более тесное взаимодействие с международными рейтинговыми агентствами, увеличив количество встреч и объем предоставляемой информации;

- возобновить сотрудничество с китайским рейтинговым агентством «Дагонг» с целью получения альтернативных рейтинговых оценок и обзоров.

Важно отметить, что 20 марта 2012 г. данное агентство представило в адрес белорусской стороны рейтинговый отчет по Беларуси, в соответствии с которым республике присваивались следующие значения суверенных кредитных рейтингов: «ВВ-» для обязательств в иностранной валюте; «ВВ+» для обязательств в национальной валюте. Прогноз по обоим рейтингам «стабильный».

На основе анализа аргументации рейтингового отчета, а также сравнения с рейтингами других стран можно сделать вывод о том, что присвоенное значение рейтинга от агентства «Дагонг» достаточно адекватно отражало кредитоспособность республики (табл. 2). В отчете «Дагонг» в качестве сильных сторон кредитоспособности Беларуси отмечаются стабильная внутриполитическая обстановка, благоприятные перспективы экономического роста и сбалансированное исполнение государственного бюджета. К слабым сторонам причислены неразвитая финансовая система и высокие риски экономической и внешней уяз-

Таблица 2
Сравнение суверенных кредитных рейтингов отдельных стран от агентств Дагонг, Стэндрэнд энд Пуэрс, Мудис Инвесторз Сервис

Страна	Dagong	S&P	Moody's
Россия	A	BBB	Baa1
Польша	A-	A-	A2
Казахстан	BBB-	BBB+	Baa2
Литва	BB+	BBB	Baa1
Латвия	BB	BB+	Baa3
Беларусь	BB-	B-	B3
Египет	BB-	B+	B2
Украина	B-	B+	B2

Источник. Составлено на основе Информации о рынке долгового капитала стран СНГ. 2014. URL: <http://www.loans.cbonds.info>

вимости. Таким образом, незападное рейтинговое агентство имеет противоположный взгляд на внутриполитическую обстановку в стране. Вместе с тем контракт с агентством закончился в 2013 г. и продлен не был;

- изучить возможность размещения облигаций Республики Беларусь на российском фондовом рынке с листингом на ММВБ.

Соответствующий опыт у нас уже был. Государственные облигации, размещенные на Московской межбанковской валютной бирже в декабре 2010 г., конечно, не являются классическими еврооблигациями, однако считаем целесообразным рассмотреть их в контексте данной работы.

Выпуск белорусских облигаций на российском рынке был осуществлен в соответствии с Указом Президента Республики Беларусь от 9 октября 2010 г. № 527. Названный документ предоставлял Совету Министров право осуществлять в 2010–2011 гг. выпуски государственных облигаций Беларуси на сумму до 15 млрд рос. руб. со сроком обращения до пяти лет и организовать их размещение на территории Российской Федерации.

Юридическое консультирование в рамках сделки по выпуску облигаций оказывала компания «Линия Права». Банками – организаторами эмиссии выступили Сбербанк России, Газпромбанк и Альфа-Банк. Выбор банков – организаторов размещения был обусловлен тем, что перечисленные кредитные институты вместе с госкор-

порацией «Банк развития и внешнеэкономической деятельности» (Внешэкономбанк) в 2009 г. предоставили Министерству финансов Республики Беларусь синдицированный кредит в размере 6 млрд рос. руб., а за счет вырученных от реализации облигаций средств предполагалось его рефинансировать. Однако недостаточный рыночный спрос не позволил полностью реализовать планы Правительства Республики Беларусь: первоначально были зарегистрированы две серии облигаций общим объемом 15 млрд рос. руб. Однако разместить удалось лишь одну серию на сумму 7 млрд рос. руб., при этом сроки заимствования также были сокращены с 5 до 2 лет. Ставка купона сформировалась на уровне 8,7% годовых⁸.

На текущий момент финансовый рынок стал более развитым и интересным для иностранных заемщиков. В частности, Национальный расчетный депозитарий Российской Федерации заключил соглашение с Euroclear, и российские локальные облигации стали частью глобального рынка инструментов с фиксированной доходностью, т. е. иностранные инвесторы могут покупать облигации, размещенные на российском фондовом рынке.

Кроме того, с января 2015 г. Московской биржей запущены расчеты по облигациям в юанях. Таким образом, перспективным является изучение возможности выпуска на Московской бирже государственных облигаций Республики Беларусь, номинированных в юанях, с целью расширения круга возможных инвесторов;

- изучить возможность размещения облигаций Республики Беларусь на внутренних финансовых рынках стран Азии (Китай, Индонезия, Сингапур, Гонконг) с целью диверсификации рынков размещения государственных облигаций в иностранной валюте.

Особенно важен для Беларуси внутренний долговой рынок Китая. Он является третьим по величине в мире (5,6 трлн долл. США в обращении на конец 2014 г.). Однако доступ на него для иностранных эмитентов крайне ограничен. До 2013 г. к

⁸ Информация о рынке долгового капитала стран СНГ. 2014. URL: <http://www.loans.cbonds.info>

выпуску облигаций на внутреннем рынке Китая среди нерезидентов были допущены только международные финансовые институты: МФК и Азиатский банк развития. Иностранная небанковская организация – компания Daimler AG – впервые получила разрешение выйти на внутренний долговой рынок Китая в декабре 2013 г.

Учитывая дружеские отношения между нашими странами, а также планы Народного банка Китая по либерализации внутреннего финансового рынка и допуску иностранных заемщиков, необходимо обсуждение вопроса размещения государственных облигаций Республики Беларусь на самом высоком уровне;

- продолжить сотрудничество с международными финансовыми организациями (МВФ, Всемирный банк, ЕБРР, Евразийский банк развития), что даст инвесторам дополнительный источник оценки состояния экономики Республики Беларусь и улучшит инвестиционный имидж страны.

Наличие действующей программы с МВФ всегда положительно воспринимается инвесторами, поскольку они получают доступ к независимой от национальных властей оценке ситуации в стране. Кроме того, такая программа, как правило, поддерживается финансовыми ресурсами Фонда, что повышает кредитоспособность заемщика.

Перспективной также является проработка возможности сотрудничества со Всемирным банком в рамках Гарантирования экономических программ (Policy Based Guarantees, PBGs). Гарантии Всемирного банка частично покрывают риски частных инвесторов, связанные с обслуживанием и погашением долга правительства, привлеченного для поддержки платежного баланса. PBGs может использоваться по таким рыночным инструментам, как кредиты и облигации. Соответствующие программы были реализованы Всемирным банком с правительствами Аргентины (250 млн долл. США по выпущенным облигациям), Колумбии (119 млн долл. США по выпущенным облигациям), Македонии (100 млн евро по займу)⁹.

⁹ World Bank Guarantee Products: IBRD Policy-Based Guarantee (PBG). 2015. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTGUARANTEES/Resources/IBRDPBG.pdf>

Использование гарантий Всемирного банка, имеющего максимальный кредитный рейтинг (AAA), позволит существенно снизить стоимость заимствования, причем плата за гарантию составляет всего 0,5% годовых;

- приложить максимальные усилия для своевременного выполнения Республикой Беларусь и ее резидентами своих внешних обязательств с целью сохранения положительной кредитной истории страны. Особенно важно осуществить полное и своевременное исполнение обязательств по дебютному выпуску еврооблигаций. Это положительно скажется на кредитной истории и оценке риска Беларуси как заемщика.

Что касается устранения недостатков национального законодательства, то их целесообразно разделить на две части: совершенствование нормативной базы для упрощения процедуры выпуска еврооблигаций и расширение полномочий Министерства финансов по осуществлению операций по управлению долгом.

Совершенствование нормативной базы может идти по следующим направлениям:

- упрощение процедуры выпуска суверенных еврооблигаций посредством внесения изменений в Положение о внешних государственных займах и внешних займах, привлеченных под гарантии Правительства Республики Беларусь, утвержденное Указом Президента Республики Беларусь от 18.04.2006 г. № 252 (в редакции Указа Президента Республики Беларусь от 27.06.2011 г. № 275);

- внесение изменений в Налоговый кодекс в части установления одинакового льготного налогового режима при размещении еврооблигаций с использованием механизма эмиссии через SPV и прямой эмиссии для корпоративных заемщиков;

- внесение изменений в Инструкцию о порядке формирования банками фонда обязательных резервов, утвержденную постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 28 декабря 2012 г. № 731 в части освобождения от обязательного резервирования средств клиентов-нерезидентов в иностранной валюте, привлеченных посредством выпуска еврооблигаций.

Расширение полномочий Министерства финансов по осуществлению операций по управлению долгом предполагает:

- предоставление министерству права проводить операции по досрочному погашению (обратному выкупу) облигаций, а также реструктуризацию долга.

Досрочное погашение облигаций может быть выгодно в случае существенного снижения их стоимости. Например, в октябре 2011 г. еврооблигации Беларуси торговались по цене ниже 70% от номинала. В такой ситуации объявление о выкупе, например, за 75% от номинала позволило бы республике существенно сократить расходы на обслуживание и погашение облигаций.

Реструктуризация долга возможна путем обмена обращающихся облигаций на новые облигации с более поздним сроком погашения. Такая операция целесообразна с целью снижения объема платежей в «пиковые» годы. Возможен вариант с выкупом обращающихся облигаций за счет средств, полученных от нового размещения. Это целесообразно в случае появления возможности заимствовать под более низкую процентную ставку.

В настоящее время для проведения подобных операций требуется проведение процедуры, аналогичной осуществлению нового выпуска еврооблигаций, что фактически препятствует Министерству финансов управлять внешним государственным долгом;

- предоставление полномочий для заключения договоров, направленных на снижение волатильности и повышение ликвидности суверенных еврооблигаций. Примерами такого рода договоров являются договор о назначении маркет-мейкера и договор финансового брокера.

Договор о назначении маркет-мейкера предполагает, что фирма брокер/дилер берет на себя обязательство держать в течение оговоренного времени (скажем, не менее 90% торгового времени) одновременно выставленные заявки на покупку и продажу облигаций со спредом оговоренной величины. Маркет-мейкеры действуют на биржевом и внебиржевом рынках как непосредственные участники сделок.

Договор об оказании услуг финансового брокера предполагает приобретение брокером от своего имени, но за счет клиента ценных бумаг с последующей их продажей по указанию клиента. Это позволяет эмитенту выкупить часть бумаг в моменты существенного падения рынка с целью поддержки ликвидности и стоимости ценной бумаги. В отличие от досрочного погашения в этом случае ценные бумаги по мере появления спроса и роста их стоимости реализуются на рынке.

Таким образом, несмотря на то, что в настоящее время использование еврооблигаций в качестве инструмента привлечения несвязанных кредитных ресурсов практически невозможно, а с учетом текущих доходностей экономически невыгодно, тем не менее Республике Беларусь целесообразно прорабатывать дальнейшие возможности размещения государственных облигаций на локальных рынках зарубежных стран и принимать меры по открытию доступа к рынку еврооблигаций.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

Ивашкевич М.О. 2013. Размещение еврооблигационных займов как форма внешнего финансирования экономики. *Вестник БДУ*. № 1. С. 67–70. [Ivashkevich M. 2013. The placement of eurobond issue as a tool for external financing of the economy. *Vesnik BDU*. No 1. P. 67–70. (In Russ.)]

Ивашкевич М. 2014. Международный рынок еврооблигаций: современное состояние и перспективы развития. *Банковский вестник*. № 9. С. 31–38. [Ivashkevich M. 2014. International eurobond market: current state and development prospect. *Bankovskii vestnik*. No 9. P. 31–38. (In Russ.)]

Муха А. 2012. Зигзаги привлекательности: чтобы оценить перспективы привлечения капитала из-за рубежа, необходимо проанализировать динамику доходности двух выпусков еврооблигаций Беларуси, размещенных ранее. *Экономическая газета*. 24 января. С. 21. [Mukha A. 2012. Zigzags of appeal: in order to assess the prospects of capital attraction from abroad, it is necessary to analyze profitability behavior of two euro issue in Belarus, that was placement earlier. *Ekonomicheskaja gazeta*. January 24. P. 21. (In Russ.)]

Обухова Е. 2011. Корпорация «Беларусь». *Эксперт*. № 48. С. 20–22. [Obukhova E. 2011. Corporation «Belarus». *Ekspert*. No 48. P. 20–22. (In Russ.)]

Самодуров А.А. 2007. *Еврооблигации Республики Беларусь: возможности эмиссии и прогнозы*. Минск. 183 с. [Samodurov A.A. 2007. *Eurobonds of the Republic of Belarus: abilities to issue and forecasts*. Minsk. 183 p. (In Russ.)]

Фаботси Ф. Дж. 2005. *Рынок облигаций: анализ и стратегии*. Москва. 874 с. [Fobotsti F. Dzh.

2005. *Bond market: analysis and strategy*. Moscow. 874 p. (In Russ.)]

Dunne P., Moore M., Portes R. 2006. *European Government Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency*. London. 88 p.

Mathieson D.J., Schinasi G.J. 2000. *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy issues*. Washington. 216 p.

Guscina A., Pedras G., Presciuttini G. 2014. First-Time International Bond Issuance – New Opportunities and Emerging Risks. *IMF Working Paper/14/127*.

In citation: *Belorusskii Ekonomicheskii zhurnal*. 2015. No 4. P. 72–83.

Belarusian Economic Journal. 2015. No 4. P. 72–83.

DIRECTIONS OF EXPANDING THE USE OF EUROBONDS AS A BORROWING INSTRUMENT BY THE REPUBLIC OF BELARUS

Irina Zhuk¹, Andrei Belkovets²

Authors affiliation: ¹Belarus State Economic University (Minsk, Belarus).

²Development Bank of the Republic of Belarus (Minsk, Belarus).

Corresponding author: Irina Zhuk (huk_i@mail.ru).

ABSTRACT. The paper analyses the debut issue of Eurobonds by the Republic of Belarus. Identified are its specifics and problems of issuance. The methods of research include formal logic, dialectics, comparative-historical, retrospective and comparative analyses, and generalization. As a result, the authors identify the factors of high yield of Belarus's debut issue and its positive repercussions. They consider the prospects of subsequent entry into the world market of Eurobond borrowings by Belarus's residents. Suggested are a number of measures aimed at expanding the use of Eurobonds as a borrowing instrument by Belarus, among which are measures on lowering the cost of credit resources, as well as those on increasing access to capital markets and eliminating the drawbacks of the national legislation.

KEYWORDS: Eurobonds, credit linked notes, sovereign and corporate borrowers, yield to maturity, credit rating.

JEL-code: F14, F15.

Received 14.09.2015

