

МОДЕЛИРОВАНИЕ ПРЕМИИ ЗА КРЕДИТНЫЙ РИСК ПО МЕЖДУНАРОДНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН И ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ РЕСПУБЛИКОЙ БЕЛАРУСЬ КАПИТАЛА С МИРОВОГО РЫНКА

На рынке международных облигаций¹ мерой стоимости денежных ресурсов является премия, или спрэд, а не вся величина процентной ставки, как на других рынках капитала. *Спрэд* представляет собой разность между доходностью базового инструмента и аналогичным показателем по международным облигациям. В качестве базового инструмента рассматривается наиболее ликвидный финансовый актив на рынке страны, в чьей валюте деноминированы международные облигации. Например, если доходность казначейских облигаций США составляет 5,3 %, а международных облигаций — 10 %, то спрэд будет 4,7 процентного пункта.

Спрэд является:

- 1) индикатором качества финансового актива;
- 2) стоимостью ресурсов для заемщика (при предпосылке, что всегда имеется возможность разместить привлеченные ресурсы на рынке базового инструмента и компенсировать размер базовой ставки);
- 3) компенсацией инвесторам за принятие дополнительного риска;
- 4) предметом торговли между участниками рынка международных облигаций.

Формирование спрэда зависит от большого числа факторов, которые можно разделить на *экзогенные* (величина реальной ставки, ожидаемые темпы инфляции, действия монетарных властей страны, в валюте которой деноминированы облигации, конъюнктура других финансовых рынков) и *эндогенные*, или внутренние, факторы. К числу эндогенных относят следующие факторы: *риск неисполнения обязательств должником, ликвидность облигаций, рыночный тренд, формирующийся под влиянием степени толерантности инвесторов к риску, неустойчивость цен облигаций и др.*

¹На рынке международных

Риск *ненадлежащего исполнения обязательств, или дефолта*, является основным фактором, формирующим величину спреда, или премии, в то время как другие факторы лишь корректируют ее в зависимости от конъюнктуры мировых финансовых рынков. Оценку кредитного риска инвесторы осуществляют на основании собственных расчетов либо ориентируясь на величину кредитного рейтинга, присваиваемого международными рейтинговыми агентствами ("Standard&Poor's", "Moody's", "Fitch IBCA" и др.). Зависимость между величиной кредитного рейтинга и риском дефолта обратная: чем выше риск дефолта, тем ниже рейтинг и соответственно выше премия за риск, которую потребуют инвесторы при покупке облигаций. Анализ зависимости между рейтингом и величиной спреда показал, что в период с 1995 по 2001 г. (первый квартал) долларовые облигации, рейтинг которых был в диапазоне от "AAA" до "A", имели надбавку к доходности базового инструмента от 0,2 до 1,7 процентного пункта. Облигации, чей рейтинг был от "BBB" до "B", котировались со спрэдом от 0,8 до 10 п.п., а за покупку спекулятивных инструментов (рейтинг "CCC" и ниже) инвесторы требовали премию не ниже 10 п.п.

Кредитный рейтинг не является абстрактным показателем, он рассчитывается на основе ряда экономических, финансовых, социальных и других показателей, описывающих экономику страны и финансовое состояние эмитента. Крупные институциональные инвесторы, обладающие развитым аналитическим аппаратом, могут на основе открытой информации самостоятельно произвести оценку устойчивости финансового состояния заемщика как корпоративного, так и суверенного.

Аналогичным способом на основании собственной информации и доступных данных по другим суверенным эмитентам страна, имеющая намерение получить рейтинг и доступ на рынок международных облигаций, может самостоятельно сделать оценку своего потенциального рейтинга и размера спреда. В качестве примера данной процедуры была проведена оценка рейтинга и премии за кредитный риск на основе построения *индекса надежности*, рассчитанного, исходя из экономических и финансовых показателей стран с переходной экономикой², которые разместили облигации на международном рынке.

²Россия, Украина, Казахстан, Литва, Польша, Венгрия, Словакия, Словения, Хорватия, Болгария.

Оценка *индекса надежности* была произведена по показателям *реального сектора экономики* (темпы роста ВВП, инфляции и их неустойчивость, темпы роста внутренних инвестиций, отношение ВВП и инвестиций к аналогичному показателю в год начала экономических преобразований [1989 г.]), *внешнего сектора* (размер текущего счета платежного баланса и чистых портфельных инвестиций в % ВВП), *долговым показателям* (обслуживание внешнего долга к золотовалютным резервам центрального банка и совокупным иностранным активам банковской системы страны, сальдо счета доходов платежного баланса к совокупной денежной массе (СДМ), чистые иностранные активы банковской системы к величине внешнего долга) и *монетарного сектора* (обеспеченность резервных денег золотовалютными резервами центрального банка, СДМ к ВВП, изменение валютного курса и внутренней процентной ставки).

На основе вышеуказанных показателей за 1995—2000 гг. был рассчитан *индекс надежности* и построены модели (оценка с использованием классического метода наименьших квадратов) зависимости между индексом, спрэдом и рейтингом. Для проверки адекватности модели, помимо оценки тестовых статистик (коэффициентов), была проведена имитация модельного спреда по российским еврооблигациям на основе текущих экономических показателей. Модельная величина спреда, соответствующая текущему состоянию экономики Российской Федерации, сложилась на уровне 3-4,1 п.п. В апреле—мае 2001 г. фактический спред по еврооблигациям Российской Федерации, погашение которых должно состояться в ноябре текущего года, находился на уровне 3,6 п.п.

Разработанная модель была применена также и для *оценки гипотетического кредитного рейтинга и спреда по международным облигациям Республики Беларусь*. Анализ индекса надежности, построенного по экономическим показателям Республики Беларусь за 1995—2000 гг., показал, что страна может получить рейтинг на уровне “ССС” — “В-”, при этом спред по гипотетическим облигациям с минимальным сроком обращения (до 2 лет) составит 7,5-8,5 п.п. (купонная ставка — 13-14 % годовых). При увеличении срока обращения до 5-10 лет купонная ставка возрастает до 15-16 % годовых.

Рассмотрим возможные последствия размещения облигаций органами денежно-кредитного регулирования Республики Беларусь в целях пополнения золотовалютных резервов при условии, что других источников накопления резервов нет. Срок обращения облигаций составит, допустим, 3 года, купон-

ная ставка — 15,6 % годовых. Перед проведением эмиссии облигаций размер валовых иностранных активов составляет 370,5 млн. долл., чистых — 182 млн. долл. Имитация выплаты процентов и погашения облигаций показала, что даже при условии размещения привлеченных средств на депозит в надежных банках или покупки казначейских облигаций США валовые иностранные активы сократятся на 7 %, и чистые — на 15 %. Для максимальной компенсации расходов по обслуживанию долга потребуется более активное управление резервами, покупка высокорисковых активов, что приведет к росту риска потери части привлеченных ресурсов. *Таким образом, получение Республикой Беларусь кредитного рейтинга в нынешних условиях не означает открытия доступа на рынок.*

В международной практике считается, что *допустимый уровень спреда составляет 3-4 п.п.*, что соответствует рейтингу “ВВ”. Для получения такого рейтинга, согласно модельным закономерностям, экономика Республики Беларусь должна характеризоваться следующими показателями. *Реальный сектор*: устойчивый рост ВВП в долгосрочной перспективе (4 % ? 3 %), качественный рост внутренних инвестиций (2 — 3 %), невысокая стабильная инфляция (20-40 % за год). *Внешний сектор*: пассивное сальдо текущего счета не более 2,5 % ВВП, чистые портфельные инвестиции +2 % ВВП. *Долговые показатели*: отношение обслуживания внешнего долга к резервам и иностранным активам не более 25 %, чистые активы банковской системы к долгу не менее 50 %. *Монетарные показатели*: обеспеченность резервных денег — 100 %, совокупная денежная масса — 15-20 % ВВП, обесценение национальной валюты — не более 20-40 % за год. При этом объем золотовалютных резервов должен находиться по крайней мере на уровне 500 млн. долл., чтобы иметь минимальный резерв для погашения облигаций (минимальный размер эмиссии на рынке международных облигаций обычно превышает 100 млн. долл.).

Таким образом, органы монетарного регулирования Республики Беларусь должны иметь собственные ресурсы в достаточном объеме, чтобы быть в состоянии при любых условиях выполнить свои обязательства в полном объеме и надлежащие сроки. Только при таком условии привлеченные ресурсы могут быть использованы внутри страны, а не направлены на финансирование зарубежных экономик. *В противном случае факт дефолта подорвет репутацию, что закроет доступ на рынок на срок не менее трех—пяти лет.*