

способны добиться увеличения объемов и качества выпускаемой продукции, за счет этого обеспечить поступления в бюджет, превосходящие размер оказанной государственной поддержки.

<http://edoc.bseu.by>

В. Трухин
БГЭУ (Минск)

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Под *еврооблигацией* подразумевают облигации, размещаемые эмитентом-нерезидентом на нескольких национальных рынках в валюте, которая не является местной для большинства инвесторов, приобретающих эти облигации.

Рынок еврооблигаций, являясь составной частью международного рынка ценных бумаг с фиксированным доходом (fixed income market), представляет собой расширение оффшорных финансовых рынков, где осуществляется заимствование средств и кредитование на сроки более длинные, чем на евровалютном рынке. Объем рынка еврооблигаций в развитых странах (ЕЭВС, США, Японии) составлял по состоянию на сентябрь 1998 г. \$ 3,1 трлн. Рынок еврооблигаций появился в начале 1960-х гг. Этому способствовали:

высокая потребность в инвестиционных ресурсах, в первую очередь, в Европе, сформировавшая спрос на денежные средства на рынке еврооблигаций;

введение в 1964 г. налога на резидентов, уравнивающего доходы от внутренних и иностранных долговых обязательств, что привело к формированию устойчивого предложения денежных средств на рынке еврооблигаций. Кроме того, в периоды нефтяных кризисов 74—78 гг., на финансовых рынках наблюдался избыток денежных средств, часть которых была направлена на рынок еврооблигаций.

Привлекательность еврооблигаций для инвесторов объясняется их *специфическими характеристиками*:

- право эмитента на выбор валюты либо нескольких валют;
- высокая степень валютной эластичности;
- большая мобильность капитала и др.

Основным *эмитентом* на рынке еврооблигаций выступает частный сектор (67% от совокупной эмиссии). Остальной объем эмиссии приходится на федеральные правительства и международные организации. При этом следует отметить, что основной

объем приходится на заемщиков, имеющих инвестиционный рейтинг. В страновом контексте основным заемщиком на данном этапе выступают США (накопленный объем эмиссии заемщиками из США по состоянию на сентябрь 1998 г. составил \$ 1,6 трлн).

Кредиторами выступают институциональные инвесторы, деятельность которых не облагается налогами, индивидуальные инвесторы. В страновом контексте — Япония, в меньшей мере ЕЭВС.

Инструменты рынка еврооблигаций:

облигации с фиксированными ставками дохода (fixed income):

облигации с плавающей ставкой (FRNs- floating rate notes);

конвертируемые облигации;

с нулевым купоном (zero coupon notes);

облигации с варрантом;

Первичное размещение еврооблигаций осуществляется посредством создания банковского синдиката, возглавляемого управляющим банком (lead bank). Кроме того, в синдикат входят другие банки, группа андеррайтеров и группа продавцов. Ведущий банк ведет переговоры с потенциальным эмитентом, определяет с ним параметры выпуска, выкупает облигации и реализует их андеррайтерам и продавцам, которые, в свою очередь, продают их инвесторам и дилерам. За услуги члены синдиката получают комиссионные, равные разнице между индивидуальной ценой покупки и продажи облигаций.

Новые выпуски еврооблигаций обычно осуществляются в Лондоне и Люксембурге. Ежегодный объем эмиссии в начале 90-х гг. составлял \$ 100—110 млрд.

Вторичный рынок еврооблигаций функционирует как внебиржевой рынок ценных бумаг. В 1968 г. в целях повышения профессионального статуса рынка и установления правил, регулирующих деятельность маркетмейкеров, была создана Ассоциация дилеров по международным облигациям, которая в 1991 г. была преобразована в Ассоциацию рынков международных ценных бумаг (International securities market association — ISMA). ISMA включает в себя около 500 членов. Расчеты на рынке еврооблигаций осуществляются клиринговыми системами *Cedel* (находится в Люксембурге) и *Euroclear* (Брюссель). Характерной чертой вторичного рынка еврооблигаций является проведение расчетов на 7-й день после заключения сделки (T+7), таким образом у участников сделки возникает “позиция к исполнению” (pending position).

Годовой оборот вторичного рынка еврооблигаций уже в 1990 г. составлял \$ 6,5 трлн.

Развивающиеся рынки долгов. Одной из причин, способствовавших быстрому развитию развивающихся рынков долгов, по-

мимо большого спроса на денежные средства в самих странах с развивающимися рынками (emerging markets), стало постепенное снижение процентных ставок на развитых рынках (с 8—9% в 1994 г. до 3—4% в 1999 г. в ЕЭВС, с 4% до 1—1,3% в Японии, в меньшей мере в США — с 7% до 5%). Западные инвесторы в поисках большей доходности направили часть средств на развивающиеся рынки долгов, в результате чего объемы эмиссии еврооблигаций на этих рынках возросли в несколько раз. Объем эмиссии еврооблигаций развивающимися странами и странами с переходной экономикой за 1990—1997 гг. составил \$ 352,6 млрд. Основными эмитентами были страны Латинской Америки (43%) и Азии (41,3%).

До финансового кризиса в Азии в 1997 г. и России в 1998 г. только 26% из размещенных развивающимися странами еврооблигаций пришлось на эмитентов с инвестиционным рейтингом (от “Ааа” до “Ваа2”), 53% — на эмитентов с неинвестиционным рейтингом, на долю эмитентов без рейтинга и находящихся в состоянии технического дефолта — 21%. По итогам первых пяти месяцев 1999 г. структура была следующей — 1-я группа — 40%, 2-я группа — 56, 3-я группа — 4%.

После преодоления экономических и психологических последствий финансовых кризисов 1997—1998 гг. на развивающиеся рынки еврооблигаций постепенно возвращается западный институциональный инвестор, склонный к более рисковому, но более доходным инструментам. Таким образом, можно констатировать, что в ближайшем будущем можно ожидать развитие не только развитых рынков еврооблигаций, но и развивающихся при условии, конечно, что международная финансовая система избежит очередных потрясений.

<http://edoc.bseu.by>

Д.И. Корнеев
ММИ (Могилев)

ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОПОРЦИИ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

В настоящее время Республика Беларусь находится на этапе корректировки своей экономической политики, сформированной в 1996—1997 гг. За основу национальной концепции построения экономики была взята кейнсианская антикризисная модель. В результате была применена политика эффективного спроса через