

tyzx.people.cn/n/2015/0828/c372194-27527907.html. – Дата доступа: 06.10.2020.

6. 新华丝路网 = Сеть Шелкового пути Синьхуа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.imsilkroad.com/news/p/100113.html>. – Дата доступа: 06.10.2020.

7. Си, Цзиньпин. Добиться решающей победы в полном построении среднезажиточного общества, одержать великую победу социализма с китайской спецификой в новую эпоху : докл. председателя ЦК КПК на XIX Всекит. съезде Коммунист. партии Китая / Цзиньпин Си. – Пекин : Изд-во лит. на иностр. яз., 2018. – 103 с.

8. 齐鲁网 = Цилю сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://qingdao.iqilu.com/qdgushi/2014/0815/2106043\\_3.shtml](http://qingdao.iqilu.com/qdgushi/2014/0815/2106043_3.shtml). – Дата доступа: 06.10.2020.

**Е. А. Лапицкая**

*Белорусский государственный экономический университет  
(г. Минск, Республика Беларусь)*

## **«БОНДЫ В АССОРТИМЕНТЕ»: ВОЗМОЖНОСТИ ДИВЕРСИФИКАЦИИ РЫНКОВ ЗАИМСТВОВАНИЯ ДЛЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ**

*В работе обосновывается необходимость диверсификации рынков заимствования и поиска новых потенциальных кредитодателей для Республики Беларусь, исследуется размещение на китайском рынке облигаций иностранных эмитентов. Предложенное направление развития отношений Китая и Беларуси в вопросах внешних заимствований может способствовать снижению зависимости страны от одного рынка капитала, целесообразному использованию привлеченных средств, расширению взаимодействия стран в других областях.*

**Ключевые слова:** рынок облигаций, рынок капитала, облигационные займы, государственный долг, ценные бумаги, гособлигации, корпоративные заемщики.

*The article substantiates the need to diversify borrowing markets and search for new potential lenders for the Republic of Belarus, the foreign bonds placement on the Chinese market is also analyzed. The proposed direction of external borrowing for the development of relations between China and Belarus can help to reduce the country's dependence on one capital market, more sensible use of borrowed funds and, as a result, expanding interaction between countries in other fields.*

**Keywords:** *bond market, capital market, bond loans, government debt, securities, government bonds, corporate borrowers.*

Развитие мировой экономики и финансов в XXI веке тесно связано с сопутствующим ростом мирового долгового рынка. Для стимулирования национальной экономики в условиях дефицита внутренних ресурсов многие страны используют зарубежные, что способствует экономическому росту, но увеличивает зависимость этих экономик от внешних факторов.

За последние 30 лет структура долгового рынка, как и предпочтения кредитором, непрерывно менялась в зависимости от ситуации в мировой экономике. В 1999–2011 гг. величина непогашенных нот и облигаций, номинированных в евро, увеличилась в восемь раз, превзойдя другие валюты. В 1999 году в евро было номинировано около 29 % непогашенных нот и облигаций, в долларах – 47 %. В 2003 году доля евро впервые превысила долю доллара и до 2008 г. росла. Что касается доллара, то в 1999–2001 гг. его доля увеличилась до 51 %, но в последующие шесть лет его удельный вес сократился до 35 %. С 2008 года доля доллара росла (в 2014 м – 40 %). Помимо доллара в 2008–2014 гг. возрос удельный вес фунта стерлингов с 7,5 до 9,3 %. Доля японской иены в 1999–2014 гг. сократилась с 10,4 % до 2,0%. Анализ заимствований по видам валют показывает, что за рассматриваемый период нетто-эмиссии только в одной из четырех основных мировых валют всегда имели положительные значения – в долларах США. В 2002 году объем нетто-эмиссий ценных бумаг в евро впервые превысил величину нетто-эмиссий в долларах США. Евро лиди-

ровал в 2002–2006 гг. и в 2008 году, в 2007 году объемы нетто-эмиссий в евро и долларах были примерно равны, а в 2009–2014 гг. доллар восстановил свое лидерство. Объемы нетто-эмиссий в долларах в 2009–2012 гг. в 1,1 – 6,5 раз превышали нетто-эмиссии в евро в ежегодном исчислении. Особенно заметным стал разрыв между евро и долларом в 2013–2014 гг., когда нетто-эмиссии ценных бумаг, номинированных в евро, имели отрицательные значения, а нетто-эмиссии в долларах превышали ежегодно 600 млрд. Анализ отмеченной выше динамики нетто-эмиссий показывает, что перед кризисом международные кредиторы с большим оптимизмом относились к евро. В посткризисный период они активнее приобретали ценные бумаги, номинированные в долларах США, считая их более надежной валютой по сравнению с евро [1]. В последнее десятилетие доллар вернул себе лидерство как на долговом рынке, так и в целом в международных расчетах (например, в SWIFT), что связано с падением доверия к евро (из-за сомнений в устойчивости евроинтеграции, финансовых сложностей в отдельных европейских странах, BREXIT), а также сохранением недоверия к юаню (из-за наличия ограничений по конвертации, политической трансформации в КНР, торговой войны с США).

Вышеперечисленные обстоятельства свидетельствуют о важности постоянной диверсификации рынков заимствования.

Республика Беларусь не исключение: около 78 % ее долгового портфеля занимают внешние обязательства (66,5 % – кредиты иностранных государств и банков, 21,4 % – кредиты международных финансовых организаций, 12,1 % – государственные ценные бумаги, размещенные на внешних финансовых рынках [4]. Значимым фактором является выбор кредитора. В Беларуси наибольший удельный вес приходится на Российскую Федерацию – 62,7 % внешнего госдолга Беларуси, 19,5 % – на Китай, 17,8 % – на западных кредиторов. При превалировании одного кредитора в общей структуре кредитного портфеля существует риск возможного диктата условий с его стороны как политического, так и экономического характера. С 2012 года долг Беларуси перед

Россией вырос в два раза. Это, а также нефтяной маневр, вопрос стоимости газа с 2020 года, нетарифные торговые ограничения повышают актуальность диверсификации источников привлечения внешних ресурсов для Республики Беларусь [8].

Несмотря на то, что величина валового внешнего долга несколько сократилась, его удельный вес в ВВП заметно вырос. Если в 2014 году валовой внешний долг страны составлял 50,9 % ВВП, то к 2019 году этот показатель составил 64,5 %. Вместе с тем, за анализируемый период при небольшом росте суммы валового внешнего долга (726,5 млн долл. США) расходы по его обслуживанию (платежи по основному долгу и проценты) сократились почти наполовину – с 11 082,9 млн долл. США в 2014 году до 6 371,8 млн долл. США в 2019-м. В 2019 году рефинансирование госдолга составило 65 % против плана 75 %, 35 % погашены за счет недолговых источников [5]. Это свидетельствует об улучшении качества долгового портфеля. Вместе с тем, вызовы, с которыми столкнулось мировое сообщество в 2020 году (пандемия COVID-19 и ограничения, приведшие к существенному спаду в экономике), не самым благоприятным образом сказались и на состоянии государственного долга страны. На 1 октября 2020 года он составил 56,9 млрд рублей, увеличившись с начала года на 12,1 млрд рублей, или на 27 %. Внешний госдолг по состоянию на 1 октября 2020 года составил 17,6 млрд долл., увеличившись с начала года на 0,4 млрд долл. (с учетом курсовых разниц), или на 2,6 % [3].

Традиционные для Беларуси источники обслуживания внешнего госдолга имеют предел своего роста. Валютная выручка от экспорта товаров и услуг, как и в целом ВВП страны пока не могут достичь уровня 2014 года. Но положительная динамика наметилась: в 2014 году на обслуживание валового внешнего долга требовалось более 25 % валютной выручки экспорта товаров и услуг, а к 2019 году эта сумма сократилась до 15 %. В 2020 году расходы по погашению госдолга составят 5,977 млрд рублей, в том числе внешнего государственного долга – 3,741 млрд рублей, внутреннего – 2,236 млрд рублей. Валютных погашений –

2,586 млрд долл. (97,1 % общего объема). Ситуацию осложняет девальвация рубля к доллару на 26,6 % с начала года – в августе рубль несколько раз обновлял исторические минимумы [3].

В настоящий момент наиболее актуальной является задача по диверсификации источников привлечения средств, сохранение размера внешнего долга на безопасном уровне, снижение валютного, процентного, операционного рисков рефинансирования и ликвидности.

Федеральная резервная система США и Европейский центрбанк с 2018 года начали монетарную политику удорожания кредитных ресурсов, что имеет последствия и для Беларуси. Текущая геополитическая ситуация, резкое замедление или отсутствие экономического роста во многих западных странах, еще недавно являющихся источником относительно дешевых заимствований для Беларуси, требует освоения новых направлений внешнего финансирования. Таковыми могут быть как двусторонние кредиты, так и облигации, размещенные на финансовых рынках Сингапура, Гонконга, арабских стран.

Одним из перспективных направлений для Республики Беларусь в настоящий момент является фондовый рынок Китая. Несмотря на то, что Китай был первой страной, охваченной пандемией COVID-19, его экономика преодолела негативные последствия и продолжает поступательный рост.

Рынок панда-бондов начал активно развиваться с 2015 года, и за последние пять лет общий объем долговых бумаг, размещенных иностранными заемщиками, составил 350 млрд юаней. На сегодняшний день рынок панда-бондов сопоставим с рынками долговых бумаг, номинированных в других азиатских валютах.

Основные цели эмитентов панда-бондов носят неценовой характер и обусловлены необходимостью диверсификации долговой базы и расчетов внутри Китая, интересом к продвижению имиджа в стране. Среди других причин – необходимость финансирования крупных государственных проектов, рефинансирования долга, поддержки национальных компаний. Учитывая девальвационный тренд китайской валюты (при некоторой ревальвационной коррек-

ции в 2020 году), наличие широкого круга китайско-белорусских проектов и прочной базы договоренностей в финансовой и торговой сфере, установление отношений всестороннего стратегического партнерства и взаимовыгодного сотрудничества между Китаем и Беларусью, панда-бонды можно рассматривать как реальный источник привлечения несвязанных ресурсов [2].

Основное препятствие для более активного развития рынка панда-бондов – их сравнительно высокая цена. Среди других возможных ограничивающих факторов – сложный процесс одобрения размещения китайскими регуляторами и относительно низкая ликвидность долгового инструмента. Это связано с тем, что китайское правительство заинтересовано в высоком кредитном качестве заемщиков на данном рынке и опасается дефолтов. В случае с Республикой Беларусь не самый высокий рейтинг может быть компенсирован тесным взаимодействием с китайскими рейтинговыми агентствами для учета высокого уровня китайско-белорусских отношений и более оптимистичной оценки рисков возврата привлеченных средств в китайских юанях [2]. Низкий уровень ликвидности (большая часть инвесторов – китайские коммерческие банки) также негативно сказывается на цене и, следовательно, популярности данного долгового инструмента. Мера ликвидности, предложенная Bloomberg, равна 45,84 – для панда-бондов и 31,18 – для димсам-бондов (выпущенных в SAR Гонконг), а для долговых бумаг, номинированных в долларах и евро, данный показатель равен 67,92 и 67,06 соответственно.

3 сентября 2018 года рейтинговое агентство ССХІ присвоило Республике Беларусь суверенный кредитный рейтинг по китайской национальной рейтинговой шкале на уровне «AA+», прогноз «Стабильный». ССХІ также присвоило Беларуси суверенный рейтинг по международной шкале на уровне «BBg», что на три ступени выше текущих рейтингов страны, подтвержденных на уровне «B», от международных рейтинговых агентств. Ключевым вопросом в настоящее время является достаточность полученного рейтинга для обеспечения комфортных параметров эмиссии панда-бондс. Принимая во внимание опыт размещения другими заем-

щиками с аналогичным рейтингом панда-облигаций, представленным в таблице 1, можно сделать вывод, что китайский фондовый рынок приемлем для размещения облигаций для РБ и при необходимости может стать источником дополнительных заимствований. Суверенная эмиссия будет эталонной и для потенциальных корпоративных заемщиков на китайском рынке.

Таблица 1. Суверенные эмиссии панда-облигаций

Эмитент	Дата эмиссии	Объем размещения (юаней)	Срок обращения	Дата погашения	Ставка купона, %	Локальный рейтинг эмиссии/эмитента	Международный рейтинг (S&P/Fitch/Moody's)
Южная Корея	Декабрь 2015	3 млрд	3 года	Декабрь 2018	3,0	AAA/-	AA/AA-/Aa2
Польша	Август 2016	3 млрд	3 года	Август 2019	3,4	AAA/AAA	BBB+/A-/A2
Венгрия	Июль 2017	1 млрд	3 года	Июль 2020	4,85	AAA/AAA	BBB-/BBB-/Baa3
Филиппины	Март 2018	1,46 млрд	3 года	Март 2021	5,0	AAA/AAA	BBB/BBB/Baa2

Примечание. Источник: [6].

Согласно ожиданиям российского Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства, рынок панда-бондов продолжит расти, все больше компаний и суверенных эмитентов при налаживании сотрудничества с КНР используют данный тип долгового инструмента для достижения своих целей [7].

Если работа на фондовом рынке КНР – перспективная возможность, то договоренность о предоставлении Беларуси не-

связанного кредита на сумму 3,5 млрд юаней реализована в конце 2019 года. Процентная ставка была относительно невысокой (до 4,5 %), а сроки – длительными (от 10 лет).

Значительный интерес китайский фондовый рынок представляет и для корпоративных заемщиков. Присутствие на рынке Китая способствует улучшению имиджа, налаживанию двусторонних отношений с компаниями реального сектора экономики, позволяет получать валюту при расчетах в Китае. Кроме того, это позволяет реализовывать крупные проекты, связанные с инициативой «Один пояс – один путь». Одной из таких потенциальных компаний Республики Беларусь для выхода на китайский рынок в качестве корпоративного заемщика может стать ОАО «Беларуськалий», поскольку Китай – второй по объему рынок сбыта для данной компании, в 2018 году объем продаж в Китай составил 280 млн долл. США.

В 2017 году российский производитель алюминия ОК РУСАЛ дважды разместил панда-бонды на Шанхайской фондовой бирже, объем сравнительно незначительный на фоне других эмитентов (таблица 2). Основной мотив компании при размещении заключался в стремлении укрепить присутствие на внутреннем рынке Китая и продолжить развивать сотрудничество с азиатскими партнерами.

*Таблица 2. Два размещения ОК РУСАЛ на Шанхайской фондовой бирже*

	Март 2017 года	Сентябрь 2017 года
Рейтинг международного агентства (Fitch)	B+	
Рейтинг китайского агентства (ChinaChengxin)	AA+	
Объем выпуска	1 млрд юаней	500 млн юаней
Срок погашения	3 года	
Купон	5,5%	5,5%

*Примечание. Источник: [7].*

## Литература

1. Балюк, И. А. Современный международный долговой рынок: теория и практика функционирования: дис. ... док. экон. наук: 08.00.14 / И. А. Балюк. – Москва, 2019. – С. 223.
2. Бобрович, В. «Панда-облигации» как инструмент привлечения несвязанных займов с финансового рынка Китая / В. Бобрович // Банковский вестник. — 2017. — № 4. — С. 48.
3. Госдолг за 9 месяцев вырос на 27% // Информационный портал «Tut.by» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://news.tut.by/economics/706047.html?c>. – Дата доступа: 12.11.2020.
4. Дубина, Э. Финансовый источник для экономики и бюджета / Э. Дубина // Финансы, учет, аудит. — 2019. — № 2. — С. 17.
5. «Источники оказались ничуть не хуже». Минфин не сожалеет о срыве в прошлом году российских кредитов // Информационный портал «Tut.by» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://news.tut.by/economics/672503.html>. – Дата доступа: 12.11.2020.
6. Лабоцкая, В. Новая кредитная оценка / В. Лабоцкая // Финансы, учет, аудит. — 2018. — № 10. — С. 37.
7. Рынок панда-бондов становится все более привлекательным для иностранных заемщиков // Рейтинговое агентство «АКРА» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.asra-ratings.ru/research/1365>. – Дата доступа: 12.11.2020.
8. Ткачев, И. Беларусь, Украина и Венесуэла оказались крупнейшими должниками России / И. Ткачев // Информационный портал «Tut.by» [Электронный ресурс]. – 2019. – Режим доступа: <https://news.tut.by/economics/650005.html>. – Дата доступа: 12.11.2020.