

Суверенный кредитный рейтинг и внешнее финансирование дефицита бюджета

Одна из главных задач, стоящих в текущем году перед правительством и Министерством финансов, — привлечение внешних источников финансирования дефицита республиканского бюджета в размере 500-600 млн. долл. США. Так как международные финансовые организации и правительства зарубежных государств не готовы предоставлять кредитные ресурсы на приемлемых для нашей страны условиях, приходится обращаться к частным иностранным кредиторам.

П.Л. ЛАДИК,
ассистент БГЭУ

В декабре 2005 г. от синдиката международных банков получен дебютный 12-месячный кредит в размере 32 млн. долл. США со спрэдом (премией за риск) к плавающей ставке Libor +4,25 процентных пункта [1]. На дату подписания соглашения процентная ставка по кредиту составила 8,92% годовых, тем не менее план 2005 года по внешнему финансированию дефицита республиканского бюджета выполнен всего лишь на 28,1% [2].

В декабре 2006 г. также привлечен 12-месячный международный синдицированный кредит*, но уже в размере 65 млн. евро и со спрэдом к плавающей ставке Euribor +3,50 п.п. [1]. На дату подписания соглашения процентная ставка по кредиту составила 7,24%

годовых, однако этого все равно недостаточно.

Мировой опыт свидетельствует, что альтернативой международным синдицированным кредитам может выступить такая форма заимствования частного иностранного капитала, как международные облигационные займы. В последние годы развивающиеся государства и страны с формирующимися рынками все в большей степени прибегают к этому источнику заимствования.

Отличие международных облигационных займов от международных синдицированных кредитов в том, что в качестве основных заемщиков выступают национальные правительства. В 2005 г. на них приходилось 46% объема привлеченных средств за счет международных облигационных займов, которые, главным образом, представлены еврооблига-

циями**[3]. В начале 2002 г. их доля составляла 84,9% рынка международных облигаций [4].

Еврооблигации доступны инвесторам практически любой страны. Их рынок обеспечивает высокую мобильность капитала в международном масштабе, т.к. привлекает огромное количество заемщиков и инвесторов. Эти бумаги обеспечивают инвесторам большую диверсификацию финансовых портфелей, более высокие доходы за вычетом налогов, чем те, которые они получили бы при размещении средств в национальные ценные бумаги. Еврооблигации отличаются сравнительная простота операций и быстрота получения средств. Выпуск еврооблигаций – более стабильный источник заимствования во времена кризисов, чем банковские кредиты [5].

Еврооблигации являются активным источником привлечения долгосрочных кредитных ресурсов, поскольку отличаются от синдицированных кредитов большими объемами и сроками заимствования. По данным одного из лидеров среди ведущих менеджеров по размещению еврооблигаций французского банка BNP Paribas,

Таблица

Типичные условия международного синдицированного кредита и еврооблигационного займа [6]

	Синдицированный кредит		Еврооблигационный заем	
	частный заемщик	суверенный заемщик	частный заемщик	суверенный заемщик
Объем займа	100 млн. долл.	250 млн. долл.	100 млн. долл.	500 млн. долл.
Срок займа	4-5 лет	4-4,5 года	4-5 лет	6-10 лет

* Синдицированный кредит – консорциональный кредит, предоставленный двумя или более кредиторами-синдикатами (консорциумами) банков одному заемщику.

** Еврооблигации – это ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся, как правило, иностранной для эмитента и размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной. Приставка «евро» – дань традиции, т.к. первые еврооблигации появились в Европе.

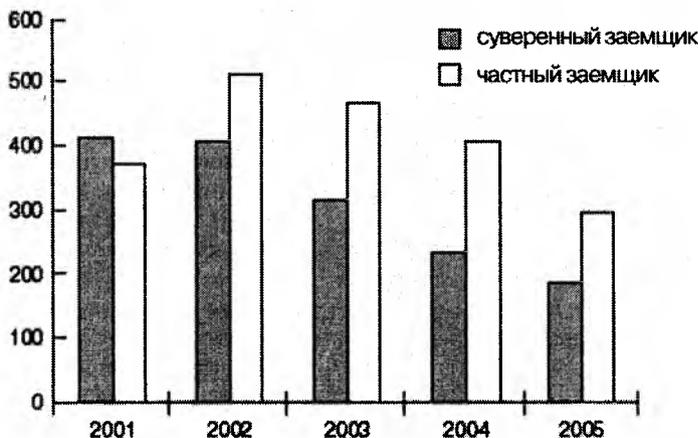


Рисунок. Средняя премия за риск (спрэд в б.п.) по новым международным облигационным займам [3]

типичные условия заимствования в форме международного синдицированного кредита и еврооблигационного займа отображены в таблице.

Еврооблигации предлагают национальным правительствам более выгодные условия заимствования по сравнению с международными синдицированными кредитами. Кроме того, стоимость заимствования посредством еврооблигаций для национального правительства, как правило, меньше, чем для других национальных заемщиков: предприятий, банков (рисунок).

Однако основным недостатком еврооблигаций является более высокий уровень информационной асимметрии относительно кредитоспособности заемщика.

Только крупные финансовые компании могут позволить себе создавать в своей структуре некие аналоги рейтинговых агентств, занимающиеся определением собственных оценок кредитного риска. Поэтому выходом для многих инвесторов на рынке международных облигаций является подписка на публикации международных рейтинговых агентств и использование значений присваиваемых ими кредитных рейтин-

гов при принятии инвестиционных решений.

Так как сегодня на рынке международных облигационных займов кредиторы представлены гораздо большим числом, чем на рынке синдицированных кредитов, то они в большей степени определяют правила игры, с которыми приходится считаться заемщикам. Поэтому получение кредитного рейтинга при международном облигационном заимствовании носит фактически обязательный характер.

В настоящее время 124 государства из числа 191 страны-члена ООН имеют хотя бы один кредитный рейтинг, 24 страны имеют по одному рейтингу, 26 – по два, а 74 обладают тремя рейтингами, что является максимально возможным числом [1].

Значение кредитного рейтинга выражается латинскими буквами с уточняющими буквами или символами. Любое значение рейтинга имеет свою интерпретацию. Рейтинги подразделяются на три отдельные категории: инвестиционная (AAA/Aaa, AA/Aa, A/A, BBB/Baa), неинвестиционная, или спекулятивная (BB/Ba, B/B), и категория дефолта (CCC/Сaa, CC, C/Сa, SD, D) [1]. Путем снижения

значений рейтинга до определенных отметок рейтинговые агентства могут объявлять дефолты по долговым обязательствам.

Суверенные кредитные рейтинги не являются оценками кредитного риска страны. Подтверждением тому могут служить случаи дефолтов частных заемщиков во время Азиатского кризиса 1997-1998 гг. В отличие от международного долгового кризиса начала 80-х гг. XX века дефолты частных заемщиков случались при том, что национальные правительства не допускали дефолтов по своим обязательствам и не вводили мер валютного ограничения [7]. Иногда в условиях суверенных дефолтов частные эмитенты выполняли как внутренние, так и внешние обязательства. Поэтому агентства вынуждены были вводить систему оценки странового кредитного риска, отличающегося от кредитного риска национального правительства.

Выпуски еврооблигаций без рейтингов размещались национальными правительствами преимущественно в первой половине 90-х гг. XX века. Однако усиление конкуренции среди заемщиков на международном облигационном рынке во второй половине 90-х и в начале XXI века привело к тому, что правительства, размещающие свои дебютные международные облигационные выпуски, старались получить перед размещением два, а то и три рейтинга.

Например, Молдова, Эстония, Литва, Латвия, Украина и Россия до получения рейтинга использовали мировой облигационный рынок, но преимущественно в форме непубличного (частного) размещения своих облигаций [8].

В ноябре 1996 г. Россия совершила свой первый публичный облигационный заем после 1917 г. (на сумму 1 млрд. долл. США, на 5 лет и под годовую

купонную ставку 9,25%). В октябре 1996 г. она получила кредитные рейтинги от агентств «Стэндард энд Пуэрз», «Мудиз Инвесторс Сервиз» и «Фитч Рэйтингз». До этого РФ были размещены два частных облигационных выпуска на внешних рынках [8].

В настоящее время получение суверенного кредитного рейтинга является крайне важным начальным этапом подготовки публичного выпуска национальным правительством международных облигаций. Его значение оказывает влияние не только на стоимость заимствования, но и на размер комиссии ведущего менеджера за размещение. Регрессионный анализ 129 суверенных облигационных займов в долларах США, размещенных с период с апреля 2003 г. по декабрь 2006 г. на Лондонской фондовой бирже, дает следующие результаты: такие три фактора, как значение суверенного рейтинга (агентства «Стэндард энд Пуэрз») на момент выпуска, срок обращения и объем займа на 74,6% объясняют размер доходности к погашению на момент выпуска. При этом в значительно большей степени статистически значимым является кредитный рейтинг.

Если бы Правительство Республики Беларусь получило кредитный рейтинг и разместило дебютный публичный облигационный заем на внешних рынках в начале текущего года, то даже при самом низком из вновь присваиваемых рейтингов (В-/В3), а также с учетом надбавки за дебют (по данным МВФ, это как минимум 0,30%) доходность к погашению на момент размещения составила бы 7-8%.

Несмотря на рост базисных процентных ставок, значительный спрос на еврооблигации, особенно эмитентов с неинвестиционными рейтингами, приводит к снижению

спрэдов, что в конечном итоге сохраняет на международном облигационном рынке достаточно выгодные условия для заимствования.

Так, по состоянию на 2 марта т.г. средняя доходность к погашению по обращающимся на Штутгартской фондовой бирже (занимает второе место в Германии после Франкфуртской) облигациям иностранных правительств с рейтингами группы В составила 6,27% (средний спрэд – 2,36%), а с рейтингами группы ВВ – 5,59% (средний спрэд – 1,67%) [9].

Если стоимость заимствования по второму международному синдицированному кредиту считается приемлемой для республики, то таковой можно считать и прогнозируемую стоимость заимствования по еврооблигациям (7-8%). Даже если стоимость заимствования по еврооблигационному займу будет несколько выше, чем по синдицированному кредиту, объем еврооблигационного займа составит не 32 или 65 млн., а может быть 250-500 млн. при сроке обращения более трех лет.

Использование правительством еврооблигационных займов позволило покрыть потребность во внешнем финансировании дефицита республиканского бюджета на вполне приемлемых для республики условиях.

Кроме того, достаточно высокий запас финансовой безопасности страны и низкий уровень дефицита республиканского бюджета позволяют прибегать к этому источнику для повышения объема государственных инвестиционных ресурсов. Это весьма актуально, учитывая то, что предприятия с наибольшей долей износа активной части основных производственных фондов находятся в государственной собственности, а также

то, что внутренний финансовый рынок не характеризуется достаточной емкостью, а доля прямых иностранных инвестиций и иностранных кредитов в объеме инвестиций в основной капитал сохраняется на низком уровне, и для правительства стоимость заимствования посредством еврооблигаций будет существенно ниже, чем для других национальных заемщиков.

В настоящее время ряд национальных правительств получают кредитные рейтинги, руководствуясь исключительно повышением деловой репутации страны, ее инвестиционной привлекательности и транспарентности.

Безусловно, между суверенным кредитным рейтингом и прямыми иностранными инвестициями, которые выступают в последние три десятилетия наиболее весомой формой иностранных инвестиций, существует определенная связь. Однако она не настолько статистически значима, чем между суверенным кредитным рейтингом и международными облигационными займами.

Что касается суверенного кредитного рейтинга как инструмента повышения транспарентности страны, то для Беларуси, активно сотрудничающей с МВФ и Всемирным банком в этом направлении, такой довод не выглядит актуальным.

На наш взгляд, не стоит уподобляться таким странам, как Грузия, которая в 2005 г. по сути дела, получила рейтинг ради рейтинга. В объеме внешнего государственного долга этой страны наибольшую долю (около 78%) занимают кредиты международных финансовых организаций и правительств зарубежных государств, преимущественно льготный характер предоставления которых не требует наличия кредитного рейтинга [10].

Очень важно для правительства получить рейтинг непосредственно перед размещением еврооблигационного выпуска. Желательно иметь два, а то и три рейтинга, чтобы привлечь интерес к бумагам максимального числа инвесторов. Значительный спрос на бумаги может повысить курс при размещении (средний курс при размещении на Лондонской фондовой бирже займов правительств с неинвестиционными рейтингами за период с апреля 2003 г. по декабрь 2006 г. составлял 99,79%), что позволит получить дополнительные средства сверх номинальной стоимости займа, которые будут несопоставимы с расходами по получению рейтингов и подготовке размещения выпуска.

Перед получением рейтинга необходимо иметь четкое представление о параметрах эмиссии и направлениях использования полученных средств. Учитывая то что международные облигационные займы выпускаются преимущественно с фиксированной купонной ставкой и на длительный срок, важен момент выхода на рынок. В случае, если мировые базисные процентные ставки по облигациям находятся на низком уровне и на рынке существует устойчивый спрос на долговые обязательства с неинвестиционными рейтингами, тогда удастся зафиксировать купонную на сравнительно низком уровне.

В Мероприятиях по выполнению Программы социально-экономического развития Республики Беларусь на 2006-2010 годы установлено, что проработка вопроса об организации выпуска и размещения еврооблигаций страны на внешнем финансовом рынке начнется только по результатам присвоения республике приемлемого суверенного рейтинга. При этом на подготовку

и размещение еврооблигационного займа отводится максимальный срок – два года после официального присвоения рейтинга.

Если же в год присвоения рейтинга выпуск не состоится, это будет свидетельствовать о неэффективном использовании валютных средств республиканского бюджета. Ведь вознаграждение агентству только за присвоение рейтинга составляет 80-90 тыс. долл. США. При выпуске в течение 12 месяцев после присвоения рейтинга за его использование при публичном размещении ничего платить не придется. По истечении льготного периода за выпуск необходимо выплатить порядка 0,03% от объема займа. Получается, что в случае выпуска займа объемом 500 млн. евро в рамках льготного периода экономия составит 150 тыс. евро.

Кроме того, отсутствие выпуска не позволит рассчитывать на скорое повышение рейтинга. Опыт ряда стран показывает, что одним из эффективных способов повышения значения рейтинга является демонстрация своевременного и полного выполнения своих публичных долговых обязательств.

Таким образом, получение суверенного кредитного рейтинга Правительством Республики Беларусь должно обязательно рассматриваться как начальный этап публичного выпуска еврооблигационного займа. Это позволит профинансировать дефицит республиканского бюджета и повысить объем государственных инвестиционных ресурсов на приемлемых для страны условиях.

СПИСОК ЦИТИРОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Козлова Т. Под низкие проценты и на длительный срок / Т. Козлова // Республика. – 2007. – 30 мая. – С. 6.

2. Об утверждении отчета об исполнении республиканского бюджета за 2005 год: Закон Респ. Беларусь от 12 июля 2006 г., № 143-3 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2006. – № 2/1240.

3. Global Development Finance. The Development Potential of Surging Capital Flows [Electronic resource] – World Bank, 2006. – Mode of access: http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2006/Resources/GDF06_complete.pdf. – Date of access: 25.05.2006.

4. Size & Structure of the World Bond Market: 2002 [Electronic resource] – Merrill Lynch, 2002. – Mode of access: <http://www.ml.com/WorldBondMarket.pdf>. – Date of access: 18.01.2006.

5. Белик А.Ю. Еврооблигации как инструмент заимствования на международных рынках капиталов для стран с переходной экономикой: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.14 / А.Ю. Белик. – М., 2002. – 199 л.

6. Emerging sovereign markets: bank loans less risky than bonds? [Electronic resource] / E. Vulliez. – BNP Paribas, 2003. – Mode of access: [http://economic-research.bnpparibas.com/applis/www/RechEco.nsf/ViewSearchEN/21013521C365E099C1256D2F0030CAB6/\\$File/C0305_A2.pdf?OpenElement](http://economic-research.bnpparibas.com/applis/www/RechEco.nsf/ViewSearchEN/21013521C365E099C1256D2F0030CAB6/$File/C0305_A2.pdf?OpenElement). – Date of access: 03.03.2005.

7. Fitch Sovereign Ratings. Rating Methodology [Electronic resource] – FitchRatings, 1998. – Mode of access: www.fitchratings.com/dtp/pdf3-98/svme0805.pdf. – Date of access: 23.08.2006.

8. External Borrowing by the Baltics, Russia and Other Countries of the Former Soviet Union: Developments and Policy Issues [Electronic resource] / I. Kapur, E. van der Mensbrugge. – International Monetary Fund., 1997. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9772.pdf>. – Date of access: 03.08.2005.

9. Stuttgart Stock Exchange website. [Electronic resource] / Suchergebnis Anleihen Finder. – Stuttgart, 2007. – Mode of access: <http://www.boerse-stuttgart.de>. – Date of access: 04.03.2007.

10. European Sovereign Issuance Outlook: Gross Borrowing To Rise To 876 Billion In 2007 [Electronic resource] – Standard and Poor's, 2006. – Mode of access: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/2,1,8,0,1148414676744.html>. – Date of access: 19.02.2007.

Раздел подготовил И. ЗНАТКЕВИЧ.