

С.М. Марченко

## ЄВРООБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ ФІНАНСУВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ

Стабілізація макроекономічних показників країн ЄС, лібералізація фінансових ринків та, як наслідок, підвищення ліквідності цінних паперів, а також зниження відсоткових ставок надали потужного імпульсу для розвитку єврооблігаційного сегменту міжнародного ринку капіталів.

Єврооблігації являють собою один із найшвидше зростаючих та успішних світових фінансових ринків. Популярність єврооблігацій передусім пояснюється надзвичайно високою ємністю ринку та відсутністю обмежень, які, як правило, існують для кредитів міжнародних організацій чи урядів, а також на внутрішніх національних ринках<sup>1</sup>.

Єврооблігації, або євробонди (eurobonds) – облігації, що одночасно розміщуються на ринках декількох країн і деноміновані у валюті, яка не є національною валютою позичальника, тобто це – міжнародні цінні папери на пред'явника, що приносять певний процент. Дані облігації розміщуються через міжнародні синдикати фінансових інститутів декількох країн<sup>2</sup>.

У своїх працях питанням комерційних запозичень приділяли увагу провідні вчені-економісти, серед яких В. Геєць, З. Варналій, О. Барановський, Г. Кучер, Т. Вахненко, Я. Жаліло та ін. У публікації В. Лісовенка виявлено та обґрунтовано тісний кореляційний зв'язок між кредитним рейтингом країни та премією за ризик, яка визначає ціну зовнішніх запозичень<sup>3</sup>. В. Корнеєв розглядає єврооблігаційний сегмент у контексті кредитно-інвестиційних потоків капіталу на фінансових ринках<sup>4</sup>. Н. Кравчук досліджує питання зовнішніх запозичень з позиції фінансової безпеки держави<sup>5</sup>.

Проте деякі аспекти цієї проблематики залишаються ще недостатньо вивченими та проаналізованими. Основним завданням даної статті є дослідження суті та природи комерційних запозичень на прикладі єврооблігацій та виявлення факторів, що сприятимуть підвищенню ролі України на міжнародних ринках капіталу.

Відомо, що практично в усіх країнах існують обмеження для операцій на фінансовому ринку, причому не тільки на рівень процентних ставок. Скажімо, в 1957 р. в США були обмежені іноземні інвестиції, а у Великобританії певний час існувала заборона на використання кредитів у фунтах стерлінгів для фінансування торгівлі між іншими країнами. На ринку єврооблігацій такого роду обмежень немає, що сприяє залученню на ринок досить широкого кола як емітентів, так і інвесторів<sup>6</sup>.

Останнім часом обсяги операцій на ринку єврооблігацій досить швидко збільшуються. Тому і Уряд України, і муніципальна влада, а також підприємства та банківські установи звертають свою увагу на ринок єврооблігацій, як один з можливих способів залучення капіталу.

Вважається, що розміщення урядових єврооблігацій задає нижню граничну межу запозичень. Формуючи власну кредитну історію, уряд допомагає вітчизняним емітентам відкрити для себе можливості єврооблігаційного сегменту ринків капіталу.

У листопаді 2002 р. оператор мобільного зв'язку "Київстар" вийшов на ринок єврооблігацій, випустивши трирічні папери на загальну суму 160 млн дол. США зі ставкою прибутковості 12,75 %. Експерти визнали, що випуск єврооблігацій, тим більше на тривалі терміни, для "Київстару" є набагато вигіднішою альтернативою залучення засобів, ніж випуск корпоративних облігацій на внутрішньому ринку<sup>7</sup>.

Приватбанк першим серед вітчизняних банків розмістив єврооблігації на 100 млн дол. США під 10,85 % річних<sup>8</sup>. Наприкінці липня 2003 р. Київська міська адміністрація випустила п'ятирічні єврооблігації на суму 150 млн дол. під 8,75 % річних, що лише на 1,1 % перевищило дохідність облігацій Уряду України<sup>9</sup>. Результати даних емісій інвесторами визнано задовільними, враховуючи низькі кредитні рейтинги як емітентів, так і України. Очевидно, наступні випуски будуть більш сприятливими за рахунок того, що українські банки та підприємства матимуть власні кредитні історії, які можуть розглядатися як додатковий фактор зниження вартості запозичень.

Слід зазначити, що вартість запозичення на зовнішньому ринку залежить від загального стану світової економіки і ринків капіталу в провідних світових фінансових центрах, перш за все США, а також рейтингу емітента. Чим нижчим є рейтинг, тим вища прибутковість. Також позичальник несе витрати під час емісії та розміщення своїх боргових зобов'язань, основними з яких є винагорода професійним учасникам ринку (менеджерам позики, агентам по розміщенню, рейтинговому агентству, плата за лістинг на фондовій біржі тощо). Від рейтингу емітента залежить і величина комісійних<sup>10</sup>. Проте високий кредитний рейтинг не є обов'язковою умовою розміщення позики. Просто він дозволяє розмістити позику під нижчу процентну ставку.

Потрібно відмітити, що протягом року рядом міжнародних рейтингових агентств було підвищено рейтингові оцінки України. З-поміж них можна виокремити лідерів на ринку рейтингових послуг: Moody's, Standard&Poor's, Fitch, R&I. Основними передумовами покращання рейтингових оцінок є економічне зростання, накопичення валютних резервів, виважена податкова та грошово-кредитна політика тощо. Це не тільки робить країну привабливішою для міжнародних інвесторів і свідчить про зростаючу довіру до економічної політики уряду, а й становить додатковий фактор євроінтеграційних спрямувань<sup>11</sup>.

Хоча за 2003–2004 рр. рейтинги України значно підвищилися, проте вони мають спекулятивний характер, що значно звужує коло потенційних інвесторів, адже в основному це різноманітні інвестиційні, пайові, пенсійні та хедж-фонди. В більшості своїй інвестиції таких фондів обмежені службою ризик-менеджменту або нормативними вимогами та визначеними лімітами на активи з середнім та високим ризиком<sup>12</sup>. Таким чином, без значного підвищення суверенного кредитного рейтингу Уряд України може розраховувати лише на незначні суми від потенційно можливого обсягу коштів.

У даному контексті потрібно відмітити позитивний результат, досягнутий Урядом Російської Федерації. Так, на початку жовтня 2003 р. рейтингове агентство Moody's присвоїло Росії кредитний рейтинг інвестиційної категорії Ваа 3. Це означає вихід країни на якісно новий рівень – до кате-

горії держав, що динамічно розвиваються. Зазначена рейтингова оцінка розширює коло потенційних інвесторів, що готові купувати боргові зобов'язання як Уряду РФ, так і приватних емітентів. За оцінками експертів Moody's, діапазон інвестиційної пропозиції Росії розширюється зі 100 млрд дол. до 1 трлн дол.

Слід зазначити, що отримання кредитного рейтингу інвестиційної категорії надає можливості для:

- здійснення спрощеної процедури розміщення боргових зобов'язань;
- залучення позик на більш вигідних умовах (мінімізація відсотків і максимізація строків залучення позик);
- виходу приватних емітентів на міжнародні ринки капіталу;
- додаткового залучення прямих іноземних інвестицій у країну та спрощення експортно-імпортних операцій.

За інформацією J.P. Morgan Risk Metrics Group, позичальники, які мають найвищий кредитний рейтинг, можуть одержати кредит за ставкою, яка становить лише 65 пунктів базової процентної ставки (1 пункт = 0,01%) за короткостроковими позиками і 90 базисних пунктів за довгостроковими позиками. Навпаки, для позичальників із низьким рейтингом може бути встановлена процентна ставка, яка становить 500 базисних пунктів за короткостроковими позиками і до 775 базисних пунктів за довгостроковими зобов'язаннями<sup>13</sup>.

Як вже було сказано вище, вартість запозичення на зовнішньому ринку залежить, крім рейтингу емітента, також від загального стану світової економіки і ринків капіталу в провідних світових фінансових центрах, перш за все США. Так, для того, щоб з'ясувати, наскільки довіряють іноземні інвестори єврооблігаціям України, необхідно зважати на різницю (спред) між дохідністю українських єврооблігацій і дохідністю облігацій Казначейства США з відповідним терміном обігу, які вважаються безризиковими паперами, тобто є найнадійнішими цінними паперами в світі. Еталоном для всіх єврооблігаційних випусків зазвичай слугують облігації Казначейства США, дохідність яких визначається майбутньою інфляцією та перспективами економічного зростання<sup>14</sup>. Дохідність українських єврооблігацій визначається, в свою чергу, виходячи з дохідності облігацій США. Тобто чим нижчою є дохідність даних паперів, тим нижчою є дохідність розміщуваних єврооблігацій.

Порівняємо динаміку дохідності амортизаційних єврооблігацій України, номінованих у доларах США, випуск 2000 р., зі ставкою дохідності 11 %, з еталонними 7-річними облігаціями Казначейства США (рисунок).

Для визначення статистичного взаємозв'язку між дохідністю амортизаційних єврооблігацій України, номінованих в доларах США, з погашенням у 2007 р. та 7-річними облігаціями Казначейства США (US Treasury Bonds), побудуємо лінійну модель залежності.

Рівняння регресії буде мати такий вигляд:

$$UA\ Bonds = -3,8 + 3,8 \cdot US\ Treasury\ Bonds.$$

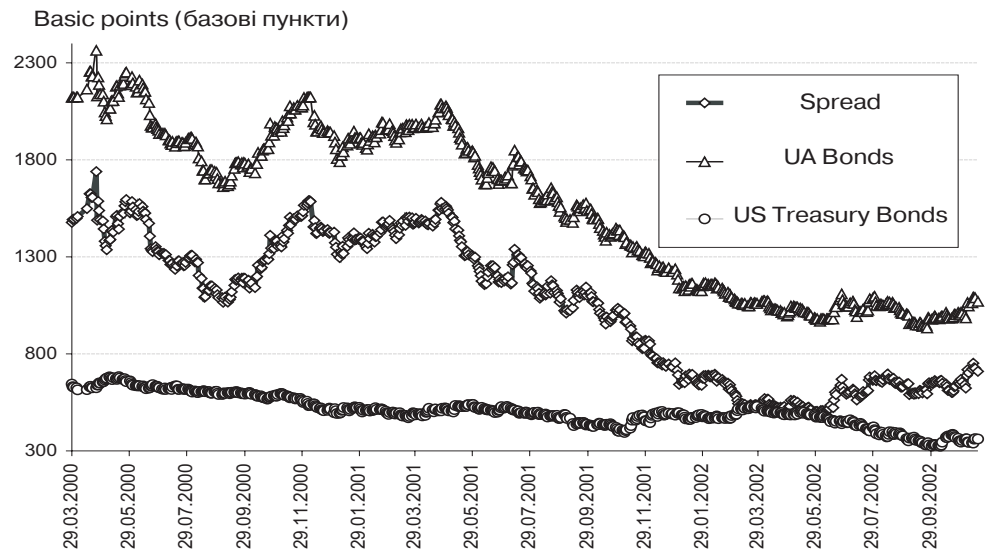


Рисунок. Динаміка дохідності амортизаційних єврооблігацій України, номінованих у доларах США з погашенням у 2007 р. та 7-річних облігацій Казначейства США (US Treasury Bonds) за 2000–2002 рр.

Джерело: за даними інформаційно-аналітичного агентства Reuters.

Основними характеристиками адекватності даної моделі є такі статистичні параметри:  $P$  – статистика є меншою за 0,01, що являє собою статистично значимий показник взаємозв’язку між параметрами на 99 %-му довірчому інтервалі. Значення  $F$  та  $T$  статистики також є статистично значимими, що допускають існування припущень згідно з даною моделлю.

Коефіцієнт детермінації  $R^2 = 0,55$  показує, що 55 % варіації значень дохідності єврооблігацій України пояснюються дохідністю облігацій Казначейства США.

Коефіцієнт кореляції становить 0,74, тобто існує досить тісний кореляційний зв’язок між дохідністю амортизаційних єврооблігацій України, номінованих в доларах США, з погашенням у 2007 р., та 7-річними облігаціями Казначейства США (US Treasury Bonds).

Проведене дослідження вказує на наявність досить тісної залежності дохідності єврооблігацій України від базового показника – дохідності облігацій Казначейства США, яка є основою сумарної дохідності єврооблігацій України, що визначається сумою дохідності облігацій Казначейства США та спреда, або “премії за ризик”. “Премія за ризик” розраховується у відповідності з кредитними рейтингами відомих рейтингових агентств Moody’s, Standard&Poor’s, Fitch, R&I.

Наведемо деякі основні чинники, що обумовлюють “премію за ризик” єврооблігацій України:

- **Політичний аспект.** Нестабільність політичної обстановки в країні негативно позначається на дохідності українських єврооблігацій і попиті на них.

- **Економічне зростання.** Забезпечує можливість обслуговування в подальшому своїх боргових зобов'язань.

- **Міжнародні фінансові показники.** Зростання попиту на єврооблігації може бути наслідком вилучення інвесторами коштів з ринку акцій, тому дуже важливо при моделюванні ціни та дохідності єврооблігацій обраховувати дані показники.

- **Сприятлива кон'юнктура для країн, що розвиваються (emerging markets)\*.** Зростання економіки регіону, зменшення інвестиційних ризиків та покращання кредитних рейтингів, зокрема Росії та інших країн-сусідів України, сприяє зниженню дохідності та підвищенню ціни єврооблігацій України.

У червні 2003 р. Уряд України успішно розмістив 10-річні облігації зовнішньої державної позики на 800 млн дол. США під 7,65 % річних. При цьому обсяг заявок від інвесторів більш, ніж в п'ять разів перевищував пропозицію і досяг 4,9 млрд дол. США, а кількість заявок перевищила 300. У вересні 2003 р. Україна оголосила та здійснила довипуск єврооблігацій з терміном погашення в 2013 р. на суму 200 млн дол. Дохідність до погашення склала 7,647%<sup>15</sup>.

Підтвердженням успішності операцій по розміщенню облігацій у 2003 р. може слугувати той факт, що авторитетний журнал Emerging Markets у випуску до щорічних зборів Світового банку і Міжнародного валютного фонду назвав розміщення українських єврооблігацій на суму 800 млн дол. за ставкою 7,65 % кращою державною фінансовою операцією року. Згодом ще один авторитетний журнал Euroweek включив Україну у номінацію за кращу державну угоду на ринках, що розвиваються.

Намагаючись залучити американських інвесторів, Уряд України розміщував облігації за досить складною процедурою – 144А. Згідно із Законом США “Про цінні папери” 1933 р. (Security Act), всі цінні папери, розміщені на американському ринку, повинні бути зареєстровані в Комісії по цінних паперах і фондових біржах США (Securities and Exchange Commission – SEC). Проте, якщо цінні папери пропонуються “кваліфікованим інституційним покупцям” (Qualified institutional buyers), то реєстрація не потрібна. До таких покупців належать, зокрема, страхові компанії та інвестиційні консультанти з обсягом інвестицій в цінні папери не менше 100 млн дол.<sup>16</sup>.

Зважаючи на успішність операцій, проведених у 2003 р., 26 лютого 2004 р. Україна здійснила випуск єврооблігацій на суму 600 млн дол. США з терміном обігу 7 років та дохідністю 6,875 %. Інтерпольований спред до еталонних 5-ти та 10-річних облігацій Казначейства США (US Treasury Bonds) склав 335 базисних пункти. Потрібно відмітити, що спред за українськими цінними паперами у вересні 2003 становив 362 базисних пункти, у червні – 433 базисних пункти<sup>17</sup>.

\* Emerging markets – “небезпечні” ринки – фінансові ринки країн з перехідною економікою або з економікою, що розвивається. Характеризуються вищим ступенем ризиків у порівнянні з ринками розвинених держав. Наприклад, фінансові ринки країн Східної Європи, Росії, України, Бразилії, Аргентини (Саркісянц А.Г. Система міжнародних долгов. – М.: Издательско-консалтинговая компания “ДеКа”, 1999. – 716 с.).

Зменшення величини спреда свідчить про зростання довіри з боку інвесторів до України. Тобто іноземні хедж-фонди і банки все уважніше цікавляться ринками, що розвиваються, та українськими цінними паперами зокрема. Відсутність довготермінових цінних паперів України спонукає інвесторів перспективних ринків вкладати кошти в цінні папери держави, що пропонує пристойну прибутковість.

Знизивши вартість запозичення, Уряд України створив досить сприятливі умови для виходу на міжнародні ринки капіталу корпоративних емітентів. Тобто з появою нового урядового еталону з низькою дохідністю підприємствам і банкам країни стало набагато простіше здійснювати запозичення на міжнародних ринках капіталу. Крім цього, відстежуючи зміну дохідності за державними єврооблігаціями, приватні емітенти мають можливість прогнозувати перспективи виходу на ринок єврооблігацій в той чи інший момент. Внаслідок цього інтерес до ринку єврооблігацій виявила, зокрема, така потужна компанія, як ДП “Енергоринок”, що планує випустити єврооблігації на суму 300 млн дол. США. Кошти передбачається спрямувати на добудову Хмельницької та Рівненської АЕС. Також власні єврооблігації вже розміщено Укрсоцбанком – 100 млн дол. США, НАК Нафтогаз України, Укрсиббанком та Приватбанком. Тобто вітчизняний капітал дедалі більше усвідомлює перспективність запозичень на міжнародних ринках боргових зобов’язань.

Отже, підсумовуючи сказане вище, відмітимо основні переваги, які надають єврооблігації емітентам:

*по-перше* – розмір ринку єврооблігацій досить об’ємний і вимірюється сотнями мільярдів доларів. Крім європейських інвесторів на вторинному ринку облігацій купівлю можуть здійснювати американські й азійські інвестори, а це ще сотні мільярдів доларів;

*по-друге* – випуск облігацій не вимагає забезпечення і є практично конфіденційною операцією;

*по-третьє* – позитивна відмінність єврооблігацій від традиційних позик Міжнародних фінансових організацій та кредитів іноземних держав полягає у вільному, без додаткових умов і обмежень, використанні;

*по-четверте* – випуск єврооблігацій – це один із найбільш дешевих засобів залучення коштів, також процентні ставки за єврооблігаціями в основному є нижчими, ніж при випуску внутрішніх облігацій;

*по-п’яте* – єврооблігації, як правило, випускають на термін більше трьох років;

*по-шосте* – для корпоративних емітентів випуск облігацій, на відміну від акцій, не призводить до розмивання акціонерного капіталу;

*по-сьоме* – єврооблігації не обкладаються податками і їх ринок не регулюється, що створює суттєві переваги як для емітентів, так і для покупців<sup>18</sup>.

Проте найбільш важливим чинником є те, що вихід на ринок єврооблігацій – це передусім можливість отримати позитивну кредитну історію на міжнародному ринку капіталів та сприяти покращанню іміджу держави в світі.

При всіх можливостях вітчизняного фондового ринку корпоративні емітенти практично не мають змоги розмістити на внутрішньому ринку великі

обсяги цінних паперів. Тому на даний момент саме вихід на міжнародні ринки капіталу є одним з найперспективніших способів залучення капіталу як для держави, так і для українських підприємств і банків.

<sup>1</sup> *Белик А.Ю.* Новые тенденции рынка еврооблигаций: внедрение финансовых технологий // Вестник Финансовой академии при правительстве Российской Федерации. – 2001. – №2. – С. 79–91.

<sup>2</sup> *Саркисянц А.Г.* Система международных долгов. – М.: Издательско-консалтинговая компания “ДеКа”, 1999. – 716 с.

<sup>3</sup> *Корнеев В.В.* Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. – Київ: НДФІ. – 376 с.

<sup>4</sup> *Лісовенко В.В.* Кредитний рейтинг у системі управління державним зовнішнім боргом // Фінанси України. – 2000. – № 11. – С. 30–38.

<sup>5</sup> *Кравчук Н.Я.* Зовнішня заборгованість держави та її вплив на фінансову безпеку України: Автореф. дис. ... канд. екон. наук/ Київський національний ун-т. – К., 2002. – 20 с.

<sup>6</sup> *Буклемишев О.В.* Рынок еврооблигаций. – М.: Дело, 1999. – 232с.

<sup>7</sup> *За даними* інформаційно-аналітичного-агентства “Контекст” – [www.context-ua.com](http://www.context-ua.com)

<sup>8</sup> *Там же.*

<sup>9</sup> *Там же.*

<sup>10</sup> *Roman Kraussl* Sovereign Credit Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises, Center for Financial Studies, June, 2003.

<sup>11</sup> *Марченко С.* Вплив державних запозичень на інвестиційну складову фінансової системи держави // Вісник Національного банку України. – 2003. – №11. – С. 56–59.

<sup>12</sup> *Daniel F. Waggoner.* Spline Methods for Extracting Interest Rate Curves from Coupon Bond Prices // Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 97–10, November, 1997.

<sup>13</sup> *Лісовенко В.В.* Кредитний рейтинг у системі управління державним зовнішнім боргом // Фінанси України. – 2000. – №11. – С. 30–38.

<sup>14</sup> *Daniel F. Waggoner.* Spline Methods for Extracting Interest Rate Curves from Coupon Bond Prices // Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 97–10, November, 1997.

<sup>15</sup> *За інформацією* Міністерства фінансів України

<sup>16</sup> *Буклемишев О.В.* Рынок еврооблигаций. – М.: Дело, 1999. – 232 с.

<sup>17</sup> *За інформацією* Міністерства фінансів України.

<sup>18</sup> *Лісовенко В.В.* Кредитний рейтинг у системі управління державним зовнішнім боргом // Фінанси України. – 2000. – № 11. – С. 30–38.