

О. А. Шуба,  
к. е. н., доцент, доцент кафедри міжнародної економіки,  
Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

# ОСОБЛИВОСТІ ЄВРООБЛІГАЦІЙНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ КРАЇН З РИНКАМИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

E. Shuba,  
PhD, associate professor, Kharkov National University of V.N. Karazin

## FEATURES OF EUROBOND BORROWING OF THE COUNTRIES WITH EMERGING MARKETS

**У статті розглядаються основні особливості участі країн з ринками, що розвиваються, на міжнародному ринку єврооблігаційних запозичень. Аналізується специфіка єврооблігацій як інструмента запозичень для країн з ринками, що розвиваються.**

**The main features of the participation of countries with emerging markets in the international Eurobond market borrowing are considered in the article. The specific eurobonds as a tool of borrowing for emerging markets are analyzed.**

*Ключові слова: єврооблігації, дефолт, зовнішній борг, інвестори, механізм компенсування втрат інвесторів.*

*Key words: Eurobonds, default, external debt, the investor, the mechanism of compensating for the loss of investors.*

Усе більш популярним джерелом фінансування країн з ринками, що розвиваються стає світовий фінансовий ринок, надаючи оптимальні з точки зору вартості і терміну умови запозичення. Необхідність обслуговування зовнішнього державного боргу в умовах заміщення традиційних інструментів запозичення на світових фінансових ринках новими, більш специфічними та структурно складними їх різновидами, обумовлює актуальність дослідження особливостей єврооблігаційних запозичень країн з ринками, що розвиваються.

Різні аспекти функціонування ринку єврооблігацій та участі на ньому країн з ринками, що розвиваються розкриті у роботах сучасних вітчизняних та зарубіжних науковців: Берзон Н., Криворучко О.В., Красавина Л.М., Билиняк С.А., Смыслов Д.В. та інш. Разом з тим, не дивлячись на велику кількість робіт, присвячених дослідженню ринку єврооблігацій та умов єврооблігаційних запозичень, актуальність зазначеної проблеми зумовила вибір теми статті.

Метою статті є дослідження особливостей використання єврооблігацій країн з ринками, що розвиваються в якості інструменту зовнішніх державних запозичень.

Ринок єврооблігацій є важливим сегментом світового ринку цінних паперів. Він виник на початку 60-х років, приваблюючи емітентів як своєю великою місткістю, так і тим, що дає змогу зменшити країнні ризики, практично не регулюється і єврооблігації не підлягають прямому оподаткуванню.

Єврооблігації — це цінні папери, випущені у валюті, що є, як правило, іноземною для емітента та розміщуються за допомогою міжнародного синдикату андеррайтерів серед зарубіжних інвесторів, для яких дана валюта також, як правило, є іноземною. Слід зазначити, що приставка "євро" в даний час данина традиції, оскільки перші єврооблігації з'явилися в Європі.

Характерними особливостями єврооблігацій є:

- оборотність поза певних національних ринків;
- наявність міжнародного емісійного синдикату;
- привілейований податковий статус, що полягає у відсутності податкових вилучень з джерела доходів.

Появу ринку єврооблігацій було викликано з'єднанням декількох факторів:

- введенням законодавчих обмежень на запозичення нерезидентами в США;
- наявністю альтернативної можливості запозичення в доларах США — запозичення на євrorинках;

— сприятливим регулюванням на ринку єврооблігацій;

— потенційно великим обсягом ринку і ліквідністю інструментів.

Активне розміщення нерезидентами облігаційних позик в 50-х — початку 60-х роках на фінансовому ринку США було обумовлено наступними факторами:

— великим попитом на долари США з боку європейських економічних суб'єктів, що було пов'язано з необхідністю фінансування післявоєнних відновлюваних робіт в Європі;

— нерозповсюдженням правила "Q" Федерально-го резервного акту 1937 р., який передбачає для американських банків обмеження винагороди за депозитами, на ринок облігацій в умовах високих ринкових ставок за кредитами.

Стійке зростання і великі масштаби ринку єврооблігацій пояснюються перевагами, які дають єврооблігації як інвесторам, так і позичальникам. Це — практично відсутність національного контролю, значно нижчий в порівнянні з традиційними інструментами валютний ризик, висока дохідність, відсутність оподаткування "біла джерела" доходу і т. п.

Темпи зростання заборгованості за рахунок єврооблігацій швидко збільшуються — на початку 1990-х років їх частка в загальній структурі позик становила не більше 10 %, а в 2005 р. — 25 %, склавши в доларовому еквіваленті близько 2 трлн дол. США [3, с. 427].

Тривалий час єврооблігації використовувались переважно економічно розвиненими країнами (в 2005 р. — до 90 %). Основними центрами операцій з єврооблігаціями і зараз залишаються Лондон, Люксембург, Гонконг, Сінгапур, а також Нью-Йорк і Токіо.

В останні роки уряди країн із ринками, що розвиваються також збільшують обсяги запозичень на міжнародному ринку цінних паперів, виходячи на міжнародний ринок єврооблігацій в якості позичальників. Уряди цих країн переслідують цілі, відмінні від розвинених країн певною специфікою.

Однією з найбільш важливих і головних цілей при розміщенні єврооблігацій країнами з ринками, що розвиваються, на світовому фінансовому ринку є підвищення інвестиційної привабливості своєї країни. Випуск єврооблігацій країнами з ринками, що розвиваються, може бути частиною глобальної стратегії по залученню іноземного капіталу в національну економіку та розвитку національного фондового ринку. Крім того, суверенні єврооблігації можуть відкрити доступ національним та корпоративним позичальникам на світовий фінансовий ринок. Подібна практика розрахована на підвищення рівня довіри з боку іноземних інвесторів не тільки для суверенних облігацій, а і для облігацій національних господарюючих суб'єктів [1, с. 73—79].

Участь багатьох країн з ринками, що розвиваються, на ринку єврооблігацій також обумовлена необхідністю фінансування дефіциту державного бюджету. Разом з цим, поширена практика випуску нових єврооблігацій для рефінансування і реструктуризації старих боргових зобов'язань. Поступово до подібної практики звертається все більше емітентів — країн з ринками, що розвиваються. Це пояснюється тим, що темпи нарощування зовнішніх запозичень країнами з перехідною економі-

кою часто перебільшують темпи зростання прибутку або національного доходу. Тому уряди країн змушені робити нові запозичення для забезпечення своєчасного погашення раніше випущених зобов'язань. Використання єврооблігацій в якості інструменту рефінансування можливе лише за умови узгодження умов випуску з потенційними інвесторами і утримувачами зобов'язань.

Ще однією особливістю участі країн з ринками, що розвиваються на ринку єврооблігацій є задоволення внутрішнього попиту на валютні ресурси, яких зазвичай недостатньо, що спричиняє тиск на національну валюту.

Специфіка цих країн полягає в тому, що вони схильні до негативного впливу кризових явищ і відчувають сильну залежність від іноземного капіталу. Сильний тиск на курс національної валюти та її знецінення можуть спровокувати різке збільшення попиту з боку учасників національного фінансового ринку та населення на іноземну валюту. Власних золотовалютних резервів країни може бути недостатньо для збереження стабільності національної валюти.

У цьому випадку випуск єврооблігацій може задовольнити попит на валютні кошти. Перевага єврооблігацій як джерела фінансування внутрішнього попиту на валюту полягає в тому, що подібне залучення коштів має більш довгостроковий і менш обмежений характер, ніж кредити МВФ. Також, країна не повинна узгоджувати свою національну економічну політику (як у випадку з отриманням кредитів МВФ).

Специфікою єврооблігацій як інструменту запозичення для країн з ринками, що розвиваються є і те, що вони є єдиною ринковою альтернативою банківським кредитам як джерела запозичень у часи криз, бо кредити міжнародних організацій обумовлені виконанням узгоджених програм макроекономічної стабілізації.

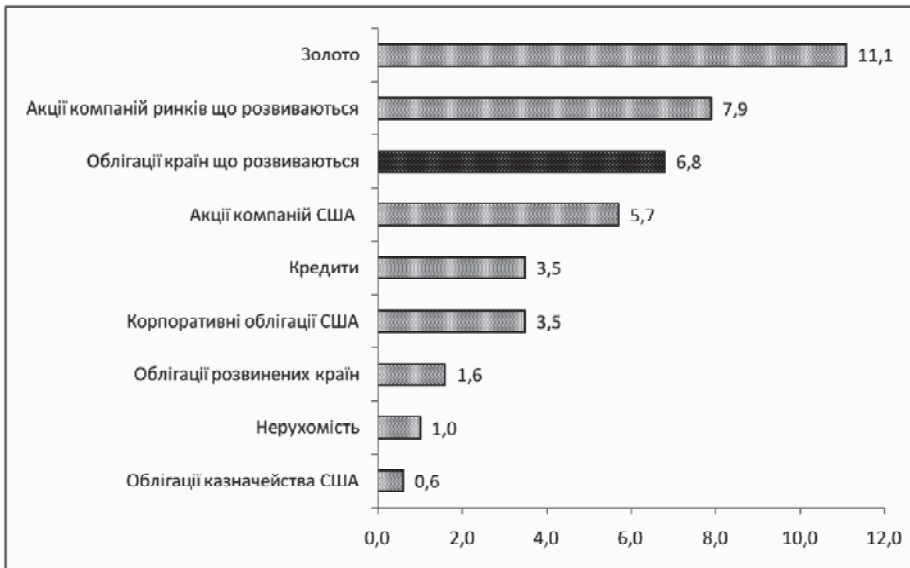
Аналізуючи участь країн з ринками, що розвиваються, на міжнародному ринку єврооблігацій, необхідно звернути увагу на паралельне існування двох різноспрямованих тенденцій.

Можливо виділити дві групи позичальників серед даних країн та їх суб'єктів. Так, частина країн з ринками, що розвиваються, демонструє позитивні результати політики фінансової стабілізації, що проявляються у зростанні ВВП, зниженні рівня інфляції, збільшенні золотовалютних резервів, зростанні реальних доходів населення. Це призводить до підвищення інвестиційної привабливості зазначених країн та зменшує вартість запозичень, тобто до зменшення відсотків по єврооблігаціям.

До цієї групи країн входять Росія, Польща, Чехія та деякі інші країни. З іншого боку, ряд країн вже декілька років зазнає фінансових труднощів та може розміщувати свої єврооблігації лише серед інвесторів, що розраховують на високі відсотки за підвищений ризик. До складу даної групи країн належать Пакистан, Еквадор, Україна та інші [2, с. 23—30].

Фінансові зобов'язання країн з ринками, що розвиваються, завжди відносили до розряду вкрай ризикованих, а тому і з великою прибутковістю.

На сучасному етапі доходність єврооблігацій країн з ринками, що розвиваються досягла значень, які можуть конкурувати з доходністю класичних інвестицій-



**Рис. 1. Порівняння дохідності деяких інвестиційних інструментів за 3 квартал 2012 р., %**

Джерело: [4].

них інструментів таких, як золото, нерухомість, акції. В той же час облігації розвинених країн демонструють низьку, не привабливу для міжнародних інвесторів дохідність (рис. 1).

Привабливість ринків країн з ринками, що розвиваються для інвесторів зумовлюється отриманням більш високих доходів, хоча і пов'язане з підвищеним ризиком.

Можливість диверсифікації в межах цієї категорії країн зменшує загальний портфельний ризик.

На рис. 2 відображено приріст дохідності деяких інвестиційних інструментів.

Важливою подією, що вплинула на розвиток ринку єврооблігацій і умови участі на ньому країн з ринками, що розвиваються, став дефолт в 1999 р. уряду Еквадору за своїми міжнародними зобов'язанням. Вперше за

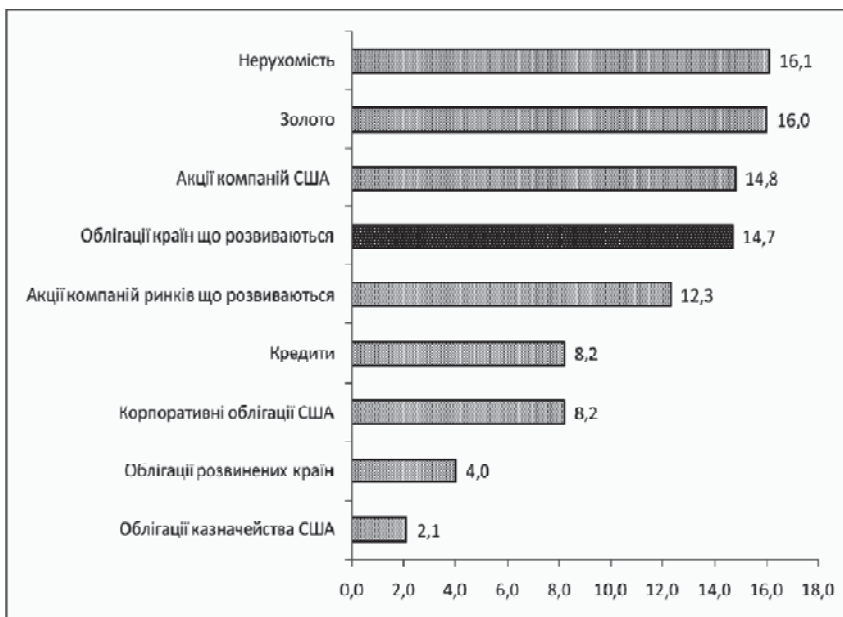
інші країни призвела до падіння ліквідності та збільшення вартості міжнародних зобов'язань країн з ринками, що розвиваються на ринку єврооблігацій [2, с. 23—30].

Відбулась і кардинальна зміна підходу міжнародних фінансових організацій до вирішення проблем, пов'язаних з невиконанням боргових зобов'язань. Якщо раніше країни-позичальники, які не могли своєчасно виконати свої міжнародні зобов'язання, зверталися до Міжнародного валютного фонду чи до Світового банку з проханням про надання їм фінансової допомоги та отримували кошти, то починаючи з 1999 р. така практика була припинена.

Новизна підходу полягає в тому, що тепер країнам, які опинилися перед загрозою дефолту, рекомендовано проводити односторонню реструктуризацію своїх боргів, не чекаючи допомоги від міжнародних фінансових організацій [1, с. 73—79].

Новий підхід було використано в листопаді 1999 р. урядом Пакистану, який запропонував інвесторам план реструктуризації трьох типів міжнародних боргових зобов'язань із погашенням в 1999 р. і 2000 р. Згідно плану, їх пропонувалось обміняти на нові 6-річні облігації з трирічним пільговим періодом і порівняно низьким купоном у 10% річних. Із планом згодились майже 90% власників старих боргів, і таким чином дефолту вдалося уникнути.

Новий підхід до вирішення боргових проблем використав і уряд України на початку 2000 р., коли не було можливості сплатити відсотки і частину основного боргу по черговій кредитній угоді та погасити єврооблігації, термін обігу яких скінчився.



**Рис. 2. Приріст дохідності деяких інвестиційних інструментів з 3 кварталу 2011 р. по 3 квартал 2012 р., %**

Джерело: [4].

У уряду України вибору практично не було: або дефолт, або термінова реструктуризація, бо на новий кредит МВФ розраховувати не доводилося — співробітництво з ним було тимчасово припинено в 1999 р. унаслідок недотримання затверджених параметрів економічних реформ.

Для проведення реструктуризації зовнішньої заборгованості були залучені голландський банк ING Barings та найбільші інвестиційні банки CSFB, Commerzbank і Salomon Smith Barney. Досвід України у вирішенні даної задачі у 2000—2001 рр. вважається прикладом ефективного управління зовнішнім боргом у кризових умовах.

Дефолти по суверенних боргах (Еквадор, Пакистан, Аргентина) змусили учасників міжнародного ринку єврооблігацій удосконалити регулюючу роль міжнародних фінансових організацій. Заслугує уваги ініціатива Міжнародного валютного фонду про розробку процедури банкрутства для країн, аналогічної до схеми банкрутства корпоративних позичальників. Це означає, що в разі прийняття відповідних актів держави (в особливості, країни з ринками, що розвиваються) при дефолті отримують можливість призупинити обслуговування боргів на час проведення переговорів з кредиторами до відновлення рівноваги або вироблення конкретного плану з виведення країни з кризи.

Можливі наслідки реалізації зазначеної ініціативи, відрізняються дещо суперечливим характером.

З одного боку, розробка єдиної процедури банкрутства для суверенних позичальників означатиме створення для них законного способу ухилення від сплати боргів, що призведе до обмеження доступу країн з ринками, що розвиваються, на світовий фінансовий ринок і зростанню ризикових премій (кредитних спредів) за їх борговими зобов'язаннями.

З іншого боку, корпоративний досвід доводить наявність великої кількості способів переконати позичальника не оголошувати дефолт. Крім того, розробка єдиної процедури банкрутства поставить кредиторів у рівні умови. Так, інвестори, що входять до Лондонського клубу комерційних кредиторів, погодилися списати Росії більше третини заборгованості при реструктуризації боргу після фінансової кризи в 1998 р., тоді як країни-кредитори, які входять до Паризького клубу, відмовились піти на поступки. У результаті приватні інвестори фактично опинилися в менш привілейованому становищі, ніж суверенні.

Ключовою проблемою сучасного ринку єврооблігацій для країн із ринками, що розвиваються, є не стільки високий ризик вкладень, що компенсуються премією до прибутковості по базовим випусками облігацій, скільки випадки неплатоспроможності позичальників.

Питання механізму компенсування втрат інвесторів на сьогоднішній день не врегульовано, хоча саме він може дати черговий поштовх розвитку ринку єврооблігацій для країн з ринками, що розвиваються.

Серед великої кількості існуючих пропозицій із врегулювання зазначеної проблеми найбільший інтерес представляють зміни, що пропонуються Міжнародним валютним фондом в області розробки меха-

нізму процедури банкрутства для суверенних позичальників, нездатних обслуговувати зовнішній борг, (дозволити призупиняти всі платежі за зовнішнім боргом на певний час, застосовувати різні методи валютного контролю). Це означає, що вироблення механізмів компенсування втрат інвесторів при дефолті позичальників на ринку єврооблігацій країн з ринками, що розвиваються стає головною умовою подальшого якісного розвитку міжнародного ринку єврооблігацій.

Отже, специфіка потреб країн із ринками, що розвиваються, визначила особливості використання ними єврооблігацій. Найбільш важливими фінансовими завданнями, що вирішуються даною групою країн за допомогою випуску єврооблігацій є:

- підвищення інвестиційної привабливості та зміцнення довіри з боку іноземних інвесторів;
- залучення іноземного капіталу в національну економіку;
- фінансування поточних бюджетних витрат;
- рефінансування і реструктуризація боргу;
- задоволення внутрішнього попиту на іноземну валюту.

Основною проблемою участі на ринку єврооблігацій країн з ринками, що розвиваються, є випадки неплатоспроможності позичальників.

#### Література:

1. Берзон Н. Ринок єврооблігацій — ключові моменти / Н. Берзон // Ринок цінних паперів. — 2000. — № 9. — С. 73—79.
2. Криворучко О.В. Становлення та еволюція єврооблігацій як інструменту залучення інвестицій / О.В. Криворучко // Економічний простір. — 2009. — № 21. — С. 23—30.
3. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / [Красавина Л.М., С.А. Билиняк С.А., Смыслов Д.В. и др.]; под ред. Л.Н. Красавиной — М.: Финансы и статистика, 2007. — 606 с.
4. Personal brokerage accounts with no annual fee, offered by the managers of the Fidelity funds [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.personal.fidelity.com>

#### References:

1. Berzon, N. 2000, Rynok jevroobligacij — ključovi moment (Eurobond market — key points). Rynok cinnnyh paperiv, 2000, no. 9, pp. 73—79.
  2. Kryvoruchko, O.V. 2009, Stanovlennja ta evoljucija jevroobligacij jak instrumentu zaluchennja investycij (Formation and evolution of Eurobonds as a tool to attract investment). Ekonomichnyj prostir, 2009, no. 21, pp. 23—30.
  3. Krasavina L.M., S.A. Bilinyak S.A., Smyslov D.V. i dr.; pod red. Krasavinoin L.N. Mezhdunarodnye valyutno-kreditnye i finansovye otnosheniya (International monetary and financial relations). Moscow, Finansy i statistika, 2007. 606 p.
  4. Personal brokerage accounts with no annual fee, offered by the managers of the Fidelity funds, available at: <http://www.personal.fidelity.com>
- Стаття надійшла до редакції 14.10.2013 р.*