

## СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ МИРОВОГО РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

© 2016 Д.В. Абрамов, В.А. Цильх\*

**Ключевые слова:** еврооблигации, санкционные меры, механизм особого назначения (SPV).

Рассматривается роль еврооблигаций в развитии мирового рынка капитала. Проводится анализ объемов международных размещений еврооблигаций за 2015 г. и январь 2016 г. Исследуется проблема снижения кредитных затрат периферийных стран с помощью использования евробондов как долгосрочного финансового инструмента.

Еврооблигации являются одним из важнейших инструментов привлечения заемного капитала во всем мире<sup>1</sup>. Рынок еврооблигаций весьма специфичен в связи с особенностью торгуемых товаров - еврооблигаций, цена которых зависит не только от законов рынка, но и от надежности эмитента. Для эмитента существует два основных положительных момента от размещения еврооблигаций.

Во-первых, по сравнению с кредитами оценка производится расширенным кругом участников рынка, которые распределяют между собой инвестиционные риски. Во-вторых, имеется возможность использования фиксированной процентной ставки на более длительном временном промежутке.

Выход на рынок еврооблигаций считается крайне престижным для любого эмитента, так как это позволяет снизить стоимость привлечения ссудного капитала и дает направление процентным ставкам будущих эмиссий.

Различные категории заемщиков используют еврооблигации для привлечения ссудного капитала на внешних рынках. Однако современные тенденции мировой экономики и политики оказали свое влияние и на рынок еврооблигаций. Обратимся к статистике для наглядного отображения объемов выпуска еврооблигаций.

Объем международных размещений облигаций эмитентов развивающегося рынка в январе 2016 г. снизился на 45% по сравнению с тем же месяцем прошлого года, что является продолжением тенденции прошлого года "затишья" рынка. В общей сложности

в январе 2016 г. было размещено международных облигаций на сумму 29 млрд долл.<sup>2</sup>

Ведущие заемщики по-прежнему азиатские: они разместили 54% еврооблигаций от общего объема выпуска еврооблигаций в мире. 37% от объема выпуска были размещены в латиноамериканском регионе, и только 9% в Центральной Европе, на Ближнем Востоке и в Африке.

В странах СНГ и в России происходит снижение объема выпуска еврооблигаций. Если в июле 2015 г. объем рынка еврооблигаций достигал 269,4 млрд долл., то в январе 2016 г. данный объем составил 250,9 млрд долл. Введение санкционных мер и ограничение сотрудничества со стороны США и ряда европейских государств оказали значительное влияние на международные торгово-экономические взаимоотношения России с зарубежными партнерами<sup>3</sup>.

Объем выпуска еврооблигаций развитых рынков в январе 2016 г. (исключая США) насчитывал 127 617 млн долл., что на 18% меньше объема выпуска от января 2015 г. - 155 631 млн долл. (рис. 1).

Лидирующие позиции по выпуску еврооблигаций в данной группе стран занимают Германия (14,7% от общего выпуска) и Канада (14,6%) (рис. 2).

По валюте эмиссии еврооблигаций преобладают доллары и евро (42,4% и 41,8%, соответственно) (рис. 3).

Объем рынка корпоративных еврооблигаций США продолжает набирать обороты и

\* Абрамов Дмитрий Валентинович, кандидат экономических наук, доцент, зав. кафедрой "Мировая экономика". E-mail: saanecht@mail.ru; Цильх Влада Андреевна, магистрант. E-mail: tsilkh.vlada@yandex.ru. - Самарский государственный экономический университет.

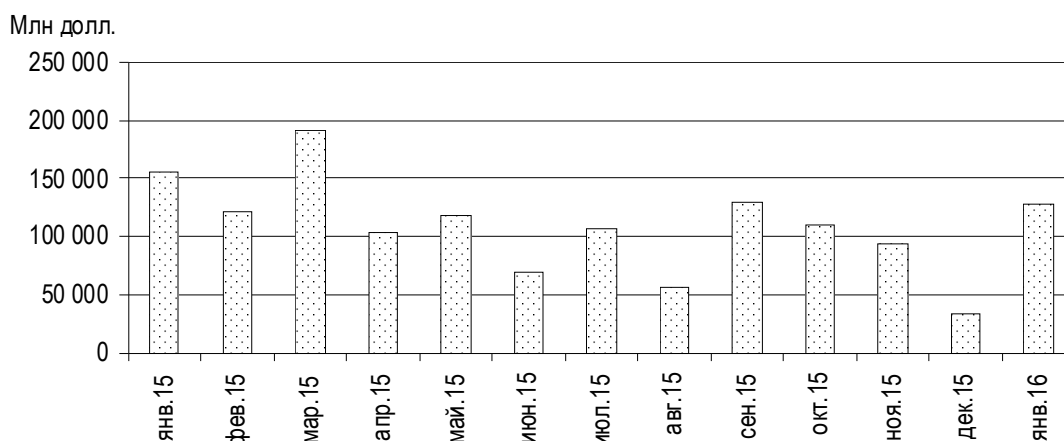


Рис. 1. Объем выпуска еврооблигаций развитыми рынками

Источник: Cbonds global monthly newsletter: issue statistics and league tables // Financial cbonds information. URL: <http://ru.cbonds.info>.

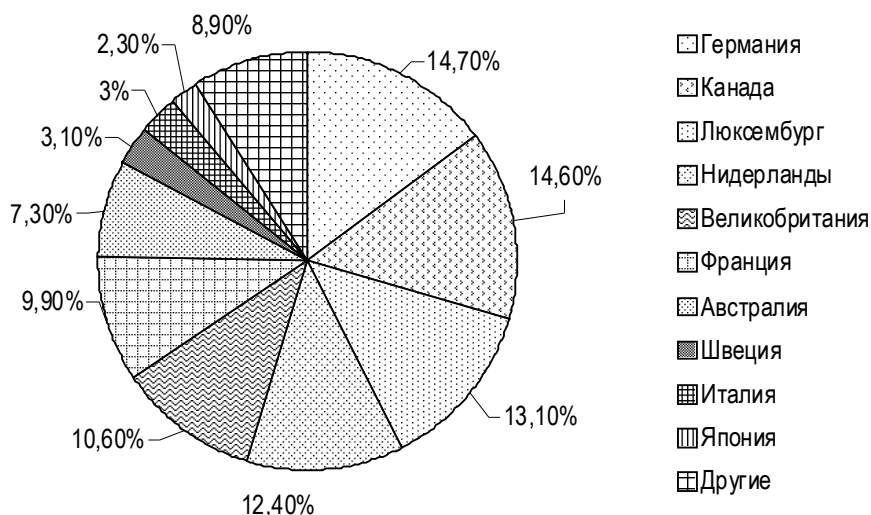


Рис. 2. Объем выпуска еврооблигаций развитыми странами (кроме США)

Источник: Cbonds global monthly newsletter: issue statistics and league tables // Financial cbonds information. URL: <http://ru.cbonds.info>.

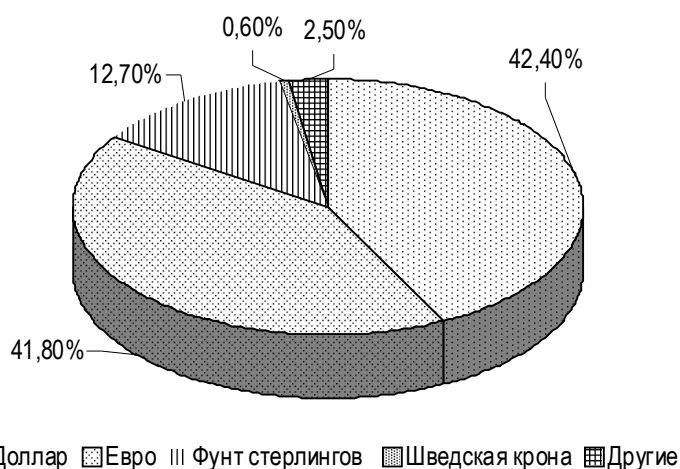


Рис. 3. Выпуск еврооблигаций по валюте эмиссии в январе 2016 г.

Источник: Hild A., Herz B., Bauer C. Structured Eurobonds // Econometrica. Discussion Paper. Oct. 2011. № 07-11.

занимать лидирующие позиции в мире. В январе 2016 г. этот показатель достиг 2594 млн долл., что на 105 млн долл. больше его значения в августе 2015 г. - 2489 млн долл.

Евробонды в последнее время характеризуются некоторым отсутствием стабильности, при котором проблемы отдельных стран влияют на ситуацию по всему миру. Данное обстоятельство приводит к переосмыслению проблемы евробондов. Возникла и получила обоснование идея, что евробонды могут применяться как долгосрочный финансовый инструмент с целью снижения кредитных затрат периферийных стран.

В качестве примера приведем механизмы обеспечения стабильности рынка евробондов, предложенные в рамках Европейского союза. На данный момент исследователи и политики разработали несколько подходов к использованию евробондов. Дискуссия, вызванная текущим кризисом, может быть охарактеризована двумя следующими позициями. С одной стороны, существует понимание евробондов как олицетворения идеи взаимной поддержки и солидарности. Сторонники этой идеи подчеркивают, что евробонды являются важным экономическим инструментом в случае кризиса. С другой стороны, противники указанной идеи предостерегают от моральной угрозы, которая может быть вызвана евробондами. Данная группа людей опасаются, что Европейский валютный союз может превратиться в союз, в котором страны с хорошей экономикой платят за ошибки отстающих стран. В этой ситуации представляется очевидным новый, свежий подход к использованию евробондов<sup>4</sup>.

Применение подхода, основанного на обеспеченной активами безопасности, позволяет достигнуть благоприятных эффектов от сотрудничества, избегая вместе с тем негативных последствий. В рамках настоящего подхода и применения механизма особого назначения (SPV) приобретает портфель долговых инструментов стран, а затем выпускается совокупность соподчиненных евробондов с различной степенью ценности и риска (разделение).

Основная идея состоит в том, что при создании евробонда выпускается пакет бумаг с обеспеченной активами безопасностью,

поддерживаемых правительствами всех стран - членом союза. Посредством объединения активов этих стран и разделения нового продукта на отдельные части кредитоспособность евробондов повышается. В процессе выпуска евробондов должны участвовать страны - члены союза, инвесторы и механизм SPV с доверительным фондом.

Процесс выпуска еврооблигаций с применением данного метода должен протекать следующим образом: в начале SPV инвестирует средства в общие активы - в нашем случае это правительства стран - членом союза. Чтобы профинансировать свою инвестицию, SPV издает такой актив, как евробонд. Далее новый продукт подразделяется на части с разной степенью рейтинга и риска. Страны с высоким рейтингом платят по меньшим процентным ставкам и имеют меньший риск. Участник с наиболее высоким рейтингом обладает приоритетом при распределении денежного потока и самым низким риском.

После вноса платежей проценты с SPV выплачиваются прежде всего участнику с наибольшим рейтингом и лишь затем остальным участникам. В случае дефолта в первую очередь под влиянием оказывается участник с наименьшим рейтингом, если средства из доверительного фонда не покрывают первые потери данного участника. Доверительный фонд обеспечивает безопасность даже самых слабых участников евробонда, поскольку покрывает первые потери. Средства доверительного фонда управляются и реинвестируются с небольшой процентной ставкой с целью снижения рисков для слабых участников. Таким образом, залоговое обеспечение со временем только увеличивается, если ни одна из стран не сталкивается с дефолтом. После того, как SPV выпускает новый евробонд, инвесторы могут приобрести разные его части в зависимости от своих предпочтений относительно степени рейтинга и риска.

С помощью объединения и разделения риск дефолта концентрируется в одной части структуры капитала. В результате образуется большое количество более надежных бумаг и риск в целом снижается. Часть денежного потока от SPV в страны направляется в доверительный фонд, который может покрыть убытки страны в случае дефолта.

Кроме того, прибыль распределяется между всеми участниками, а не только между нуждающимися странами. Такая структура позволяет равномерно распределить риски и прибыли между всеми членами союза. При любой экономической ситуации такой подход развивает стабильную структуру евробонда.

Евробонды не только являются воплощением идеи европейской солидарности, но и способствуют получению выгоды для каждого участника союза, вне зависимости от рейтинга участника. Однако данный рыночно-ориентированный подход не должен превратиться в простое решение для стран с

плохо спланированной экономической политикой.

---

<sup>1</sup> Теоретические проблемы структуры современного финансового капитала рассмотрены в частности: *Винокуров О.В.* Факторы трансформации современного финансового капитала // Вестник Самарского государственного экономического университета. Самара, 2015. № 11. С. 115-120.

<sup>2</sup> Cbonds global monthly newsletter: issue statistics and league tables // Financial cbonds information. URL: <http://ru.cbonds.info>.

<sup>3</sup> Там же.

<sup>4</sup> *Hild A., Herz B., Bauer C.* Structured Eurobonds // *Econometrica*. Discussion Paper. Oct. 2011. № 07-11.

*Поступила в редакцию 29.06.2016 г.*