

Новые пути к финансированию

Когда ощущается нехватка финансирования, развивающиеся страны должны использовать инновационные подходы для мобилизации капитала

Кухня ресторана в Вермонте, Соединенные Штаты: группы мигрантов могут стать потенциальными покупателями облигаций для диаспор.

Сухас Кеткар и Дилип Ратха

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ страны имеют непогашенный краткосрочный долг в размере почти одного триллиона долларов. Согласно Всемирному банку, им грозит дефицит финансирования в размере от 370 до 700 млрд долл. США. Учитывая сильный кризис доверия, охвативший рынки долговых инструментов, этим странам будет крайне трудно получить частное финансирование, используя традиционные финансовые инструменты. Требуются инновационные подходы к финансированию, особенно для заемщиков из частного сектора развивающихся стран, которым грозит даже более жесткое нормирование кредита, чем заемщикам из государственного сектора.

Нехватка капитала может воспрепятствовать обеспечению долгосрочного экономического роста и занятости во многих развивающихся странах, которые пользуются ограниченным доступом к капиталу даже в самые благоприятные времена. Одной официальной помощи будет недостаточно, чтобы покрыть кратко- или долгосрочный дефицит финансирования. В конечном итоге, потребуется использовать официальное финансирование, чтобы катализировать частные потоки в развивающиеся страны, используя инновационные подходы к финансированию, такие как адресная работа с потенциальными инвесторами, средства которых ранее не были задействованы, или использование структур расширения кредитования для привлечения средств существующих инвесторов.

Стимулировать такие подходы легче на словах, чем на деле, особенно в период углубляющегося финансового кризиса. Однако кризис задолженности 1980-х годов был, в конечном итоге, урегулирован с помощью инновационного подхода — создания облигаций Брейди в 1989 году. Эти облигации, названные по имени Николаса Брейди, бывшего в то время министром финансов США, позволили секьюритизировать банковский долг, главным образом, латиноамериканских стран, обратив его в обращающиеся облигации, которые могли покупаться широкими слоями инвесторов.

К числу инновационных рыночных механизмов финансирования, которые могли бы быть использованы развивающимися странами, относится заимствование в среде их экспатриантов (диаспор) путем секьюритизации будущих доходов и выпуска облигаций, индексированных по экономическому росту. Согласно первоначальным оценкам, страны Африки к югу от Сахары могут мобилизовать от 5 до 10 млрд долл. США путем выпуска облигаций для диаспор и 17 млрд долл. США путем секьюритизации будущих денежных переводов от лиц, работающих за границей, и другой будущей дебиторской задолженности.

Облигации для диаспор

Правительства Индии и Израиля смогли мобилизовать приблизительно 40 млрд долл. США, часто в периоды кризисов ликвидности, привлекая богатство своих диаспор для урегулирования платежного баланса и финансирования проектов в области инфраструктуры, жилищного строительства, здравоохранения и образования. Выпуски облигаций для диаспор Корпорацией развития Израиля (КРИ) являются обычной практикой в рамках годовых программ привлечения внешнего финансирования этой страны и позволили мобилизовать свыше 25 млрд долл. США за период с 1951 года. Государственный банк Индии (ГБИ) лишь трижды выпускал облигации для диаспор: в 1991 году после возникновения кризиса платежного баланса, в 1998 году после проведения страной ядерных испытаний и в 2000 году. ГБИ мобилизовал 11,3 млрд долл. США. Инвесторы в среде еврейских диаспор при покупке облигаций КРИ платят высокую премию к цене (которую, вероятно, правильнее было бы охарактеризовать как крупный патриотический дисконт с дохода). Индусы, проживающие за границей, покупали облигации ГБИ, когда обычные источники финансирования для Индии практически исчезали.

Феномен облигаций для диаспор имеет два объяснения. С точки зрения стран, облигации для диаспор представляют собой устойчивый и дешевый источник внешнего финансирования, особенно во времена нехватки финансовых средств. С точки

зрения инвесторов, облигации для диаспор предоставляют им возможность продемонстрировать свой патриотизм, оказав помощь стране происхождения. Кроме того, худшим сценарием в случае облигаций для диаспор является осуществление выплат по обслуживанию долга в национальной, а не свободно конвертируемой валюте. Однако поскольку инвесторы в среде диаспоры часто имеют обязательства в стране происхождения, они, вероятно, рассматривают риск получения платежей в национальной валюте с меньшим беспокойством, чем другие инвесторы.

К числу стран, в которых проживают крупные диаспоры, относятся Соединенные Штаты (в которых живут крупные группы выходцев из стран Азии — Филиппин, Индии, Китая, Вьетнама и Кореи; из Латинской Америки и Карибского бассейна — Сальвадора, Доминиканской Республики, Ямайки, Колумбии, Гватемалы и Гаити; и Восточной Европы — Польши), Япония (в которой проживают крупные диаспоры выходцев из Кореи и Китая), Соединенное Королевство (имеющее крупные общины индийцев и пакистанцев), Германия (в которой живут выходцы из Турции, Хорватии и Сербии), Франция (имеющая диаспоры выходцев из Алжира и Марокко) и Южная Африка (принявшая мигрантов из соседних стран Юга Африки). Крупные группы мигрантов из Индии, Пакистана, Филиппин, Бангладеш, Индонезии и Африки в богатых нефтью странах Персидского залива также являются потенциальными покупателями облигаций для диаспор.

Если банки и другие эмитенты хотят задействовать розничный рынок США, им, вероятно, придется зарегистрировать свои облигации для диаспор в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, чьи обычные требования к раскрытию информации могут обескуражить страны со слабыми финансовыми институтами. Но страны, имеющие крупные диаспоры своих выходцев в Европе, где нормативные требования являются сравнительно менее строгими, могут там мобилизовать необходимые средства. Облигации для диаспор могли бы быть также выпущены в САР Гонконг, Малайзии, России, Сингапуре и Южной Африке.

Секьюритизация будущих потоков

Секьюритизация в настоящее время во многом воспринимается как негативный термин, потому что глобальный кризис уходит своими корнями в секьюритизированный долг в Соединенных Штатах. Однако главной проблемой была не секьюритизация, а сверхагрессивная оценка базовых активов. Если эта ошибка не повторится и будет обеспечено достаточное избыточное покрытие на случай понижения стоимости базового залога, секьюритизация долга будущими поступлениями в свободно конвертируемой валюте явится жизнеспособным способом мобилизации средств развивающимися странами в сложившихся условиях низкого стремления инвесторов к риску.

С тех пор как мексиканский Telmex провел первую секьюритизированную операцию, основанную на будущих потоках дохода в долларах США, ведущими агентствами кредитного рейтинга было оценено свыше 400 таких операций, стоимость которых была определена в 80 млрд долл. США. Была проведена секьюритизация разнообразных будущих поступлений, включая экспорт нефти, минералов и металлов; авиационные билеты, ваучеры по кредитным картам, электронные и бумажные перечисления денежных средств лицами, работающими за границей, и международные телефонные звонки; роялти на нефть и газ; и налоговые поступления. Одной из последних инноваций является секьюритизация диверсифицированных платежных прав (ДПП), которые включают в себя все поступления в свободно конвертируемой валюте, проходящие через международные платежные системы. ДПП считаются привлекательным залоговым обеспечением, так как разнообразие их форм происхождения делает эти потоки весьма устойчивыми. В 2002–2004 годах, когда у Бразилии был затруднен доступ к международным рынкам капитала, многие банки Бразилии се-

кьюритизировали будущие ДПП в свободно конвертируемой валюте, что позволило им мобилизовать 4,9 млрд долл. США.

Поскольку залоговым обеспечением служат будущие поступления в свободно конвертируемой валюте, секьюритизированные сделки ведут к субординации интересов текущих и будущих кредиторов. В условиях идеальных рынков капитала это может вести к повышению стоимости будущего заимствования и устранять главное обоснование секьюритизации (Chalk, 2002). Однако многие развивающиеся страны сталкиваются с рынками капитала, которые далеки от идеала, и кредиторам может быть трудно различать «хорошие» и «плохие» риски, что создает условия для секьюритизации.

Операции, обеспеченные будущими потоками доходов, структурированы таким образом, чтобы платежи не достигали страны эмитента, пока не будут выполнены обязательства перед держателями облигаций. Хотя такая структура уменьшает риски, связанные с суверенной передачей средств и конвертируемостью потоков, ряд других рисков сохраняется. Они включают в себя:

- **риск, связанный с хозяйственной эффективностью**, — сможет ли эмитент обеспечить поступление дохода;
- **риск, связанный с продукцией**, — насколько стабильными будут потоки поступлений ввиду колебаний цен и объемов; и
- **риск переориентации потоков**, если правительство эмитента вынудит производить продажи клиентам, которые не обязаны осуществлять платежи в трастовый фонд.

Многие из этих рисков могут быть уменьшены путем правильного определения потоков будущих поступлений и избыточного покрытия. Последний аспект в настоящее время представляется особо важным ввиду недавнего отрицательного опыта использования ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. В отличие от секьюритизации существующих активов, таких как ипотечные ссуды в национальной валюте, механизмы секьюритизации будущих потоков (связанных с поступлениями от экспорта в иностранной валюте или диверсифицированными платежными правами) оказались весьма устойчивыми в ходе текущего финансового кризиса.

Тем не менее, выпуски секьюритизированных облигаций остаются ниже потенциала. К числу ограничивающих факторов относятся недостаток надежной дебиторской задолженности и сильных (инвестиционной категории) местных учреждений, а также отсутствие ясных законов, особенно законодательства о банкротстве. Однако количество препятствий в настоящее время меньше, чем десять лет назад.

Облигации, индексированные по результатам деятельности

Платежи в счет обслуживания долга по облигациям с фиксированным купоном могут входить в противоречие с платежеспособностью страны. Когда внутренний или внешний шок ведет к сокращению экономического роста, поступления падают, а расходы на систему социальной защиты возрастают. Возникающее в результате этого давление на бюджет может вынудить страну пойти на выбор между дефолтом по внешнему долгу и принятием мер политики, обеспечивающих увеличение средств, доступных для обслуживания долга, но усиливающих сокращение выпуска продукции. Облигации, индексированные по экономическому росту, призваны помочь в решении этой проблемы. Купонные платежи по таким облигациям варьируют в зависимости от показателя роста валового внутреннего продукта страны (ВВП), который отражает ее платежеспособность. Эта особенность позволяет развивающейся стране проводить антициклическую налогово-бюджетную политику, выплачивая меньшие средства на фазе замедления роста и большие средства на фазе расширения масштабов деятельности. Возможно, что развивающиеся страны пожелают платить более высокую ставку по индексированным облигациям, чем по облигациям с фиксированным купоном, с тем чтобы они могли избежать потенциального дефолта по долгу.

Эта идея уже достаточно давно обсуждается, но, несмотря на их очевидную привлекательность, индексированные по экономическому росту облигации не пользуются популярностью. Только небольшое число развивающихся стран — Аргентина, Босния и Герцеговина, Болгария и Коста-Рика — вводили положения или варранты, согласно которым выплаты держателям облигаций повышаются, если темпы роста ВВП превышают определенный уровень. Например, индекс-

ированные по ВВП варранты в программе Аргентины представляют собой обязательство правительства выплачивать 5 процентов избыточного годового ВВП в любой год, когда темпы роста ВВП превышают тренд. Изначально низкая рыночная оценка этих варрантов повысилась в 2007 году, когда в экономике Аргентины был зарегистрирован высокий рост.

Широкое использование индексированных по экономическому росту облигаций сдерживалось обеспокоенностью в отношении точности данных по ВВП, возможности преднамеренного занижения сведений о росте и сложности таких облигаций. Эти препятствия не являются непреодолимыми, но ликвидность индексированных по экономическому росту облигаций до сих пор была низкой, и, как представляется, по ним испрашивается премия, связанная с новшеством продукта (Costa, Chamon, and Ricci, 2008).

По аналогии с индексированными по экономическому росту облигациями, выпускаемыми суверенами, субсуверенные заемщики могли бы выпускать облигации, индексированные по результатам хозяйственной деятельности (ОИХД). Купон ОИХД был бы привязан к четко определенному показателю эффективности заемщика. Например, в случае провинциальных или муниципальных органов управления это может быть целевой показатель доходов бюджета; в случае государственного портового управления — время очистки или транзита грузов; а в случае частной корпорации — показатель дохода (Ramachandran, Gelb, and Shah, 2009). Такие инструменты еще не были опробованы, но они представляются потенциально полезными для крупных субсуверенных заемщиков в странах с формирующимся рынком.

Суверенные рейтинги и доступ к рынкам

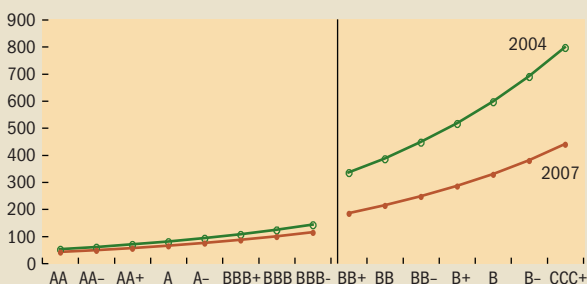
Доступ развивающихся стран к кредитным рынкам определяется не только видом предлагаемых ими долговых инструментов, но и мнениями о них рейтинговых агентств, которые в случае государств именуется суверенными кредитными рейтингами. Суверенные кредитные рейтинги также служат ориентиром для субсуверенных заемщиков.

Как правило, при улучшении суверенного кредитного рейтинга среды по суверенным долговым инструментам понижаются. Однако основной эффект начинает ощущаться, когда рейтинг повышается до инвестиционной категории (см. рисунок). Тем не менее, не иметь рейтинга вообще может быть хуже, чем иметь низкий рейтинг. В 2005 году прямые иностранные инвестиции (ПИИ) составили 85 процентов притока частного капитала в 70 развивающихся стран, которые не имели никакого рейтинга. Остальную часть притока в основном составили банковские кредиты. Для сравнения, приток капитала был значительно более диверсифицированным в страны с рейтингом: приблизительно 55 процентов составили ПИИ, 15 процентов — банковские кредиты, до 25 процентов — поступления от выпуска облигаций и почти 5 процентов — приток акционерного капитала. Даже страны с рейтингом «В» были в более благоприятном положении. Анализ 55 стран, не имевших рейтинга, показал, что они являлись более кредитоспособными, чем считалось ранее: 8 из этих 55 стран, вероятно, имели бы рейтинг выше инвестиционной категории, а еще 18 стран, вероятно, вошли бы в категорию с рейтингом от «В» до «ВВ». Это позволяет предположить, что в случае некоторых развивающихся стран без рейтинга имеются возможности для получения ими финансирования на глобальных рынках капитала. Однако доступ к долговому финансированию должен сочетаться с разумным управлением задолженностью. Кроме того, страны, воспользовавшиеся принятыми МВФ и Всемирным банком Инициативой для бедных стран с высоким уровнем долга и Инициативой по облегчению бремени задолженности на многосторонней основе, должны проявлять осторожность при заимствовании средств у оппортунистических искателей легкой прибыли.

Рейтинги себя окупают

Чем выше кредитный рейтинг, тем дешевле правительству страны с формирующимся рынком обходится мобилизация средств. Издержки резко возрастают при падении рейтинга ниже инвестиционной категории.

(Сред, в базисных пунктах)



Источник: расчеты автора; Dealogic Analytics.

Примечание. Рейтинги Standard & Poor's. Инвестиционная категория находится в диапазоне от «AA» до «BBB-». Сред отражает разницу между процентной ставкой, которую правительство страны с формирующимся рынком оплачивает по суверенным долговым инструментам, и процентной ставкой по сопоставимым ценным бумагам Казначейства США. Базисный пункт равен 1/100 процентного пункта.

Вопросы государственной политики

Как и предыдущие финансовые нововведения, облигации для диаспор, ценные бумаги, обеспеченные будущими потоками доходов, и индексированные по результатам хозяйственной деятельности облигации облегчают доступ развивающихся стран к финансированию. Секьюритизация будущих потоков доходов предназначена для переноса кредитного риска с заемщиков и, следовательно, для повышения кредитных рейтингов и увеличения ликвидности. Облигации для диаспор предназначены для повышения ликвидности. Облигации, индексированные по экономическому росту или результатам хозяйственной деятельности, призваны уменьшать кредитный риск путем привязки купонов к платежеспособности и увеличивать ликвидность за счет предложения кредиторам опционов, связанных с показателями суверенных и субсуверенных заемщиков в развивающихся странах.

Многосторонние учреждения и официальные доноры могут сыграть важную роль в продвижении рыночных инноваций. Они могут обеспечить увеличение кредитов, доступных заемщикам в развивающихся странах, которые сталкиваются с дефицитом финансирования. Они могут оказывать техническую помощь по юридическим вопросам, структурированию долга, вопросам ценообразования и управлению риском, а также в разработке проектов, финансируемых с помощью инновационных инструментов. Учреждения могут помочь в создании суверенных рейтингов, что откроет доступ к международным рынкам капитала для бедных стран Африки, многие из которых не имеют рейтинга (см. вставку). Они могут также предоставить стартовые средства для покрытия сборов инвестиционных банков и платы за составление рейтинга для структурированных операций, обеспечиваемых потоками будущих поступлений. Они могут также предоставлять частичные гарантии будущих потоков, с тем чтобы уменьшить риски и катализировать частные потоки. Они могут сыграть очевидную роль в улучшении точности и прозрачности данных по ВВП, что поможет выпуску облигаций, индексированных по экономическому росту. ■

Сухас Кеткар является профессором экономики Университета Вандербилт, а Дилип Ратха — ведущий экономист Группы по перспективам развития Всемирного банка.