



## Гарантия по рискам, связанным с проведением реформ, для БЮР Македония: поддержка программы развития и расширение доступа к рынкам капитала

Евгений Найдов

### Основные выводы

- Продолжающиеся глобальные экономические потрясения серьезно затрудняют странам-клиентам – практически независимо от их фундаментальных показателей – доступ к рынкам капитала. Рост неприятия рисков инвесторами спровоцировал «бегство в качество», затронувшее все активы, кроме самых надежных (с рейтингом AAA).
- Особенно страдают от этого малые страны, страны с открытой экономикой и развивающиеся страны Европы и Центральной Азии, в том числе БЮР Македония.
- Несмотря на проводившуюся в течение продолжительного времени благоразумную макроэкономическую политику и успехи в структурных преобразованиях, БЮР Македония практически утратила доступ к рынкам капитала или же может получить его на крайне невыгодных условиях.
- Гарантии по рискам, связанным с проведением реформ (ГРР), помогают показывающим успешные результаты клиентам, обеспечившим макроэкономическую стабильность и проводящим структурные реформы, смягчать риски, сопряженные с доступом к рынку, способствуя при этом проходящему внутри страны диалогу по вопросам политики развития. Кроме того, ГРР выгодны и тем, что помогают привлекать частный капитал, смягчая наиболее существенные риски.
- ГРР, предоставленная Всемирным банком БЮР Македонии, открыла стране доступ к рынкам в условиях фактически закрытого рынка и на чрезвычайно выгодных условиях.

### Введение

БЮР Македония – небольшая развивающаяся страна с открытой экономикой, тесно связанная с Европейским Союзом (ЕС) посредством торговли, потоков капитала и миграции. Соответственно, процессы, происходящие в ЕС, в том числе нынешние потрясения, эпицентр которых находится в зоне евро, очень сильно воздействуют на

показатели экономического роста этой страны. В условиях нестабильности прирост производства не достиг намеченных показателей, что повлияло на рынки труда и настроения деловых кругов, и породило проблемы в налогово-бюджетной сфере.

Вместе с тем, несмотря на свои небольшие размеры, БЮР Македония накопила успешный опыт проведения благоразумной макроэкономической политики и структурных реформ. В результате БЮР Македония, как представляется, – это одна из немногих стран региона, имеющая определенные возможности маневрирования бюджетными средствами для противодействия глобальному спаду, а ее макроэкономическая политика по-прежнему способствует поддержанию в среднесрочной перспективе бюджетной и внешней устойчивости. Имея бюджетный дефицит, не превышающий, как правило, 3 процентов ВВП, и государственный долг в размере примерно 29 процентов ВВП, БЮР Македония в целом успешно управляет своими государственными финансами.

Однако, невзирая на благоприятные фундаментальные показатели, продолжавшийся кризис сужал возможности адекватного противодействия ему средствами налогово-бюджетной политики. Кроме того, доступ страны к международным рынкам капитала серьезно сузился, а в условиях «бегства капитала в качество» спред по ее государственным облигациям значительно вырос, вследствие чего финансовое покрытие даже незначительного дефицита оказалось проблематичным. В результате БЮР Македония обратилась во Всемирный банк с просьбой о предоставлении ей гарантии по рискам, связанным с проведением реформ (ГРР).

### Программа развития БЮР Македонии

В сфере экономики БЮР Македония демонстрировала рациональное макроэкономическое управление и повысила качество структурной и социальной политики. Уже на ранних этапах переходного периода страна восстановила макроэкономическую стабильность и поддерживала ее на протяжении почти двух десятилетий. Размеры государственного сектора по региональным масштабам относительно невелики, а благоразумная налогово-бюджетная политика обеспечила низкий уровень государственного долга и расходов на обслуживание задолженности. Наряду с этим, денежно-кредитная политика

проводилась ответственно и позволяла избежать давления на фиксированный обменный курс.

Власти страны сохраняют приверженность реформам, направленным на обеспечение устойчивого и стабильного восстановления экономики. Большое внимание уделяется улучшению инвестиционного климата, и в результате сегодня страна занимает 22-е место по показателю «Степень свободы предпринимательской деятельности» в рейтинге Всемирного банка «Ведение бизнеса» (резкий скачок вверх по сравнению с 92-м местом в 2006 году). Предпринимались также усилия по повышению уровня конкуренции во многих секторах (банковское дело и электросвязь), по упрочению прав собственности, прав кредиторов и договорных прав (реформы в судебной системе и кадастр), а также по привлечению прямых иностранных инвестиций. Помимо этого, власти страны приступили к реализации комплексной программы реформ, направленных на формирование человеческих ресурсов, в том числе путем перестройки системы социального обеспечения, реформирования системы здравоохранения и модернизации сектора образования.

Вместе с тем, глобальный финансовый кризис 2008-2009 годов и его последствия негативно отразились на состоянии экономики БЮР Македонии. Экономика, однако, пережила кризис относительно успешно, а импульс ее восстановлению был придан в первой половине 2011 года, когда реальный ВВП вырос примерно на 6 процентов по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако новый спад в зоне евро, начавшийся во второй половине 2011 года и вызванный на этот раз озабоченностью уровнем государственной задолженности, породил серьезные проблемы для экономики БЮР Македонии, и во второй половине 2011 года темпы её роста снизились до менее чем 1 процента. Понижился спрос на экспортные товары, деградировал настрой деловых кругов, ухудшилась ситуация на рынке труда.

В ответ правительство скорректировало свою политику, уделяя больше внимания i) снижению будущих рисков путем повышения устойчивости государственных финансов и прочности финансового сектора, ii) содействию повышению защищенности наиболее уязвимых категорий населения и iii) активизации стимулирования занятости в официальном секторе. Налогово-бюджетная политика по-прежнему была направлена на поддержание макроэкономической стабильности, равно как и наметившегося восстановления темпов экономического роста. Наряду с этим, отмена требования об официальной регистрации в качестве безработного при предоставлении полиса бесплатного медицинского страхования и введение проверки уровня доходов при предоставлении такого страхования повысили стимулы к занятости в официальном секторе. Кроме того, принятие подзаконных актов, регулирующих работу Единого казначейского счета в секторе здравоохранения, равно как и программа повышения эффективности и устойчивости сектора здравоохранения в целом, как ожидается, позволят постепенно повысить эффективность расходов в этом секторе.

Помимо этого, проводятся реформы системы социальной защиты, направленные на то, чтобы в будущем экономический рост в большей мере отвечал интересам всех

слоев населения, за счет усиления адресного характера социальных расходов (путем введения в действие Информационной системы управления денежными пособиями) и увеличения финансирования подобных адресных программ. Меры, принятые в финансовом секторе, способствовали усилению независимости и подотчетности руководящего денежно-кредитного учреждения, благодаря принятию нового закона о Центральном банке, а также снижению рисков – благодаря созданию Комитета по вопросам финансовой стабильности.

---

### Доступ к рынкам капитала

Несмотря на благоприятные базовые условия и хорошие результаты в прошлом, БЮР Македония столкнулась после глобального финансового кризиса 2008-2009 годов с серьезными проблемами в области доступа к рынкам капитала. Так, хотя Македония была одной из немногих стран региона, имевших определенные возможности маневрирования бюджетными средствами в целях противодействия кризису, получение на приемлемых условиях финансирования для обслуживания незначительного бюджетного дефицита оказалось весьма сложной задачей.

Глобальные инвесторы проявляли всё меньше склонности к риску, что отражало широко распространившееся ощущение неопределенности относительно будущей траектории движения финансового рынка. Еврооблигации 2009 года были выпущены на весьма непривлекательных условиях (на срок в 3,5 года при ставке в 9,875 процента), а от попытки новой эмиссии облигаций в 2010 году отказались после её презентации инвесторам, поскольку спрэды по облигациям стран с формирующимся рынком резко выросли из-за кризиса в Греции и вызванной им неустойчивости рынка. Восприятие риска в зоне евро сузило возможности для выхода на рынок в целом, а последствия для небольших и менее известных заемщиков, подобных БЮР Македонии, оказались еще более ощутимыми. В этом нашли свое отражение некоторые особенности этой страны, такие, как небольшие по объёму и нечастые выпуски облигаций, уязвимость страны к воздействию внешних факторов и ее близость к столкнувшимся с проблемами странам зоны евро, причём всё это еще более ограничивало доступ к рынку. Для БЮР Македонии спрэд, который можно было получить на рыночных условиях, существовавших в конце 2011 года, составлял примерно 650-700 базисных пунктов (б. п.) к курсу своп по первоклассным облигациям (в совокупности, примерно 8-9 процентов), причём целый ряд финансовых учреждений вообще сомневался в том, что сделку в евро удастся закрыть без повышения кредитного качества.

Вместе с тем, внутренний рынок капитала БЮР Македонии был весьма узким. После периода интенсивного развития в 2004-2009 годах портфель выпущенных правительством ценных бумаг (казначейских векселей и облигаций) оказался к 2011 году в значительной мере сведенным в трех- и шестимесячные казначейские векселя, что стало отражением возраставшей неопределенности на рынке и стремления снизить расходы по выплате процентов по мере повышения нагрузки на бюджет.

**Врезка 1. Основные характеристики гарантий по рискам, связанным с проведением реформ (ГРР): привычный финансовый инструмент вновь в центре внимания**

ГРР – это финансовый инструмент Всемирного банка, доступный странам-клиентам уже на протяжении ряда лет. Несмотря на это, до недавнего глобального финансового кризиса было предоставлено лишь считанное число ГРР. В последние несколько лет интерес к этому инструменту вновь повысился, и три страны – Сербия, БЮР Македония и Черногория – использовали его для расширения своего доступа к рынкам капитала. Право на получение ГРР имеют правительства стран, продемонстрировавшие эффективное макроэкономическое управление осуществлением своих программ развития, а также соответствующий прогресс на пути достижения этих целей в области развития. Говоря конкретнее, ГРР могут получить страны, имеющие i) устойчиво позитивные показатели деятельности и удовлетворительный пакет структурных, социальных и макроэкономических реформ, ii) план привлечения устойчивого внешнего финансирования, а также iii) продуманную стратегию заимствований, которая позволит клиенту приобрести в среднесрочной перспективе статус заёмщика, способного осуществлять заимствования от своего имени без гарантий.

ГРР может покрывать часть платежей по обслуживанию долга (основной части и/или процентов), а структура и охват гарантии могут носить достаточно гибкий характер и устанавливаться в индивидуальном порядке, так, чтобы коммерческие кредиторы брали на себя значимую часть риска заемщика и давали возможность увеличить сроки погашения долга и/или понизить процентную ставку. Банк взимает сбор за выделение средств (единовременный сбор в размере 0,25 процента от суммы гарантии) и гарантийный сбор (0,5 процента обязательств по гарантии ежегодно). Оба вида сборов взимаются авансом с приведенной стоимости обязательств по гарантии за весь срок её действия.

*Источник: Policy Based Guarantees for IBRD countries, Summary Briefing.*

### **ГРР: обеспечение доступа к рынкам капитала**

БЮР Македония обратилась во Всемирный банк в поисках инструмента, который помог бы стране противостоять кризису и осуществлять свою программу развития, равно как и позволил бы получить средства, достаточные для компенсации резко сузившегося доступа к рыночным источникам финансирования. Все эти задачи удалось решить с помощью ГРР, которую Всемирный банк предоставил в конце 2011 года. Быстро откликнувшись на запрос, Всемирный банк конвертировал Второй заем БЮР Македонии на цели поддержки политики в области развития (ЗПР-2), подготовка которого велась в момент поступления запроса, в самостоятельную ГРР. Спустя шесть месяцев после получения запроса БЮР Македония получила от частных кредиторов заем 130 млн. евро на очень выгодных условиях под частичные гарантии Международного банка реконструкции и развития (МБРР).

Аналогично займам на цели поддержки политики в области развития (ЗПР), ГРР Всемирного банка предоставляются в целях общей поддержки бюджета, а также для активизации осуществления государственных программ ускорения экономического роста и сокращения бедности. Наряду с этим, отличительной чертой таких гарантий является то, что они применяются для стимулирования привлечения частного капитала путем смягчения наиболее серьезных факторов риска. В результате, выгода для стран от использования ГРР состоит не только в поддержке за счет этого проекта программ развития, но и в улучшении условий доступа на рынок, равно как и в установлении контактов с частными инвесторами.

Для предоставления ГРР требуется более тесное сотрудничество между большим количеством заинтересованных сторон, нежели в случае предоставления ЗПР. Помимо постоянного обсуждения с клиентами вопросов политического уровня, необходимо активно привлекать к

разработке ГРР ведомства страны-клиента, занимающиеся вопросами управления государственным долгом.

Учитывая относительно небольшой опыт взаимодействия с международными денежными рынками, имеющийся у малых и развивающихся стран, подобных БЮР Македонии, тесное сотрудничество между группой специалистов Всемирного банка и Министерством финансов стало очень важным фактором, обеспечившим успех сделки. В рамках Всемирного банка подготовка ГРР потребовала плотного взаимодействия с казначейством и сектором финансовых услуг представительства Банка в БЮР Македонии по вопросам диалога с рынками капитала и разработки продукта. В конечном итоге, операция обеспечила правительству страны-клиента следующие выгоды:

- Расширение доступа к рынку путем создания возможностей для получения финансирования на международном рынке банковских займов, чего страна никогда раньше не делала.
- Расширение базы инвесторов за счет привлечения внимания со стороны крупных зарубежных банков и финансовых учреждений, которые ранее работали в стране очень мало или не работали вообще.
- Диверсификация источников финансирования страны.
- Привлечение капитала Всемирного банка и помощь БЮР Македонии в увеличении объема заимствований из средств МБРР. ГРР гарантировала только часть основной суммы займа (около 65 процентов общей суммы обслуживания долга), что позволило БЮР Македонии получить довольно значительный коммерческий заем в размере 130 млн. евро (из которых 100 млн. евро покрывает гарантия МБРР). Структурированный таким образом заем, поддержанный ГРР, покрыл почти половину финансовых потребностей бюджета в 2012 году.
- Улучшение условий заимствования, включая увеличение сроков погашения и снижение процентных ставок.

Вставка 2. Результатом предоставления ГРР БЮР Македонии стало существенное улучшение условий предоставления коммерческих кредитов

В недавнем прошлом БЮР Македония испытывала сложности с доступом к рынку, однако впоследствии, благодаря предоставлению ГРР, страна смогла получить заем со сроком погашения в пять лет, что примерно на 50 процентов дольше срока, на который был предоставлен последний коммерческий кредит (3,5 года). Помимо этого, ставки кредитования оказались значительно мягче тех, под которые БЮР Македония получила заем в 2009 году, равно как и ставок, предлагаемых на нынешнем неустойчивом рынке. С учетом соглашения о платежах и гарантийных сборов МБРР, ставка по займу составила примерно 4,3 процента, что гораздо ниже тех 8-9 процентов, которые БЮР Македония была бы вынуждена платить в отсутствие гарантии и при условии восстановления доступа к рынку. В результате, экономия для бюджета оценивается в 25 млн. евро, или примерно в 0,3 процента ВВП.

### Заключение

В случае БЮР Македонии ГРР оказалась успешной с точки зрения как поддержки программы устойчивых реформ, так и смягчения существенных внешних рисков, с которыми страна столкнулась вследствие потрясений, имевших место в зоне евро. В рыночных условиях, сложившихся в конце 2011 года, экономия за счет условий заимствований оценивалась примерно в 300-400 б. п. Иными словами, ГРР позволила стране получить заем на выгодных условиях в ситуации, когда коммерческое финансирование фактически прекратилось.

С учетом специфики ситуации в БЮР Македонии ГРР оказалась более эффективным инструментом по сравнению с традиционным ЗПР. Поскольку страна уже получила от Всемирного банка займы в объеме, близком к предельно возможному, Банк не мог предоставить финансирование в нужном стране объеме, а другие источники внешнего финансирования были практически исчерпаны. Используя временно предусмотренное для гарантий соотношение сумм заимствований 4:1, Всемирный банк смог, в конечном итоге, конвертировать ЗПР в размере 25 млн. евро в заем на 130 млн. евро, предоставленный стране частными кредиторами.

Помимо этого, при пятилетнем сроке погашения займа и гарантии капитал МБРР оборачивается быстрее, чем это было бы при ЗПР с более длительным сроком погашения, и в результате появляется возможность быстрее получить средства на осуществление других инициатив в области развития.

Важнейшую роль в успешном применении ГРР в БЮР Македонии сыграло то, что Банк придерживается в своей операционной деятельности принципа льготного зачета гарантий при определении размера задолженности стран-клиентов. Если бы не был применен принцип зачета в соотношении 4:1, и учитывая преобладавшие на тот момент рыночные ставки, стране было бы практически невозможно добиться такой же финансовой эффективности и привлечь такие же заемные средства, которые ей обеспечила проведенная операция.

### Об авторе

**Евгений Найдов** – старший экономист Отраслевого отдела по вопросам сокращения бедности и управлению экономикой Регионального управления Всемирного банка по Европе и Центральной Азии.