

Коэффициент загрузки гостиниц, %

Страна	Годы				
	2006	2007	2008	2009	2010
Болгария	6,00	6,13	6,44	5,67	5,53
Греция	5,13	6,01	6,01	6,46	5,74
Чехия	13,24	12,26	11,32	11,19	11,31
Испания	13,79	13,75	13,18	12,52	12,57
Франция	9,20	9,24	9,22	9,16	-
Италия	12,78	13,02	12,49	12,59	12,26
Польша	19,38	20,73	21,33	20,50	20,54
Румыния	15,04	16,41	16,18	13,25	11,67
Германия	24,55	22,43	22,42	22,05	22,15

События, которые происходили на мировых финансовых рынках, несомненно, влияют и на гостиничный сегмент. Многие компании «замораживают» или продают свои проекты, в состав которых входят гостиничные площади. В результате развитие гостиничного рынка в мире, которое не отличалось высокой динамикой в благоприятных экономических условиях, в нынешней ситуации осложнится еще больше.

Проведенный анализ позволил сделать выводы, что мировой финансовый кризис оказал негативное влияние на услуги по размещению в странах Евросоюза. Спад пришелся на 2008-2009 годы, а в некоторых странах спад наблюдается и в 2010 году, что свидетельствует о неспособности страны эффективно применять антикризисные меры.

Развитие международного туризма является приоритетным направлением деятельности многих стран мира. Поэтому очень важно применять все возможные меры и средства по восстановлению туристской деятельности, а так же по привлечению туристов.

Литература

1. Мазаева А.Ю. Услуги размещения. Эволюция подходов / А.Ю. Мазаева // Маркетинг услуг. – 2007. – №4(12). – С. 281-282.
2. Материалы международного «Регионального семинара по статистике туризма» (Москва, 3-5 сентября 1996 г.). – 258 с.
3. Лесник А.Л. Маркетинг и реклама в гостиничном бизнесе / А.Л. Лесник, М.Н.Смирнова. – М.: ИПФ «Талер», 2001. – 104 с.
4. Сенин В.С. Гостиничный бизнес. Классификация гостиниц и других средств размещения / В.С.Сенин, А.В.Денисенко. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 144 с.
5. <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu>
6. Бейкер С.А. История развития индустрии гостеприимства / С.А. Бейкер. – М.: Аспект-пресс, 1995.

Рецензент докт. экон. наук, профессор А.Н. Бузни

339.727.22

*Дьоміна Т.М., аспірант,
Дніпропетровський національний
університет імені Олеся Гончара*

ЄВРООБЛІГАЦІЇ – НЕІНФЛЯЦІЙНИЙ МЕТОД ФІНАНСУВАННЯ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ

Міжнародний ринок капіталу є найбільшим глобальним та наднаціональним утворенням. Основними причинами розвитку операцій на міжнародному ринку капіталу для більшості країн стало фінансування бюджетного дефіциту та стерилізація значних потоків капіталу, що передбачає збільшення грошової маси в обігу внаслідок викупу іноземної валюти до міжнародних резервів.

Крім того, міжнародний ринок капіталу спроможний формувати умови для встановлення ринкової відсоткової ставки, що відображає можливу вартість капіталу для кожного строку погашення та дає оцінку боргових зобов'язань країни серед інших країн. А це є основою для ефективного інвестування та прийняття фінансових рішень.

Основними перевагами запозичень на міжнародному ринку капіталу є те, що це є неінфляційним методом фінансування бюджетного дефіциту, який посилює ефективність монетарної політики.

Висвітленню функціонуванням єврооблігаційного ринку були присвячені праці таких вчених: Б.Б. Рубцова, О.П. Головки, Е. Богачук, Н. Берзон та ін.

Сьогодні в Україні теоретичні й практичні питання вдосконалення та адаптації інструментів єврооблігаційного ринку до сучасних ринкових реалій стали предметом дослідження вітчизняних фахівців, зокрема, І.О. Лютого, Р.В. Пікус, З.М. Васильченко, В.М. Шелудько, Р.В. Рака, Ю.Я. Кравченко, О.В. Любкіної, С.З. Мошенського та ін.

Обґрунтування теоретичних засад визначення терміну єврооблігацій, умови розміщення та існування єврооблігацій в умовах фінансової глобалізації та кризи фінансового ринку; аналіз переваг щодо розміщення єврооблігацій ніж емісія акцій чи отримання банківських кредитів у світовому фінансовому просторі; визначення впливу рейтингових агентств на процес розміщення єврооблігацій.

Раніше основною формою міжнародного інвестування виступали синдиковані банківські позики, то починаючи з кінця 80-х років ХХ ст. основним способом залучення фінансових ресурсів з-за кордону виступає емісія облігаційних інструментів. Встановлено, що випуск облігацій є більш лояльною формою фінансування, порівняно з банківським кредитуванням. Це обумовлено тим, що їх оцінка проводиться широким колом ринкових учасників, які максимально ефективно розподілять між собою інвестиційні ризики. Крім того, при фінансуванні за допомогою випуску боргових цінних паперів, як правило, використовується фіксована ставка. Крім того, облігації є більш довгостроковими інструментами, порівняно з синдикованими кредитами банків. Випуск боргових зобов'язань свідчить про те, що позичальник спроможний працювати з міжнародним капіталом і, в разі потреби, може залучити кошти не у банків, а в розрізних приватних інвесторів. Тобто, позичальнику довіряють не лише банкіри, а й портфельні інвестори.

Облігації, що розміщують на зарубіжних ринках, ще мають назву міжнародних (international bonds). Термін «міжнародні облігації» вживається в широкому й вузькому значенні. У широкому значенні - це всі основні боргові інструменти, розміщені за кордоном. Тобто, це довгострокові боргові інструменти або, власне, облігації (bonds), та середньострокові боргові інструменти (notes). Короткострокові інструменти (депозитні сертифікати й комерційні папери) є інструментами грошового ринку (money market instruments). У вузькому значенні під міжнародними облігаціями розуміють саме довгострокові інструменти (bonds) [1, с. 360].

Міжнародні облігації поділяють на іноземні облігації (foreign bonds) та єврооблігації (eurobonds).

Іноземні облігації – це облігації, емітовані емітентом у іншій країні у валюті цієї країни за допомогою синдикату андеррайтерів [8, с.2]. Тому, емітент зобов'язаний дотримуватись правил та інструкцій, передбачених органами влади країни де здійснюється випуск. Як правило, іноземні облігації відрізняються від звичайних (внутрішніх), режимом оподаткування, методом розміщення, обсягом розкриття інформації, обмеженнями на коло потенційних покупців. Найбільшим регіональним ринком іноземних облігацій є, безумовно, ринок облігацій в США. Такі іноземні облігації називають «янки облігаціями» (yankee bonds). Відповідно у Японії – «самураї» (samurai bonds), в Англії – «бульдог» (bulldog bonds), у Голландії – «Рембрандт» (rembrandt bonds), в Іспанії – «матадор» (matador bonds), в Австралії – «кенгуру» (kangaroo bonds) [1, с. 361].

Єврооблігації – це боргові цінні папери, випущені у валюті, що, як правило, є іноземною для емітента, і які розміщуються за допомогою міжнародного синдикату андеррайтерів серед інвесторів, для яких дана валюта також, як правило, є іноземною [6, с.13].

Єврооблігації – це середньо- та довгострокові облігації, які випускаються урядами країн, муніципальними та корпоративними позичальниками та розміщуються за допомогою міжнародного синдикату андеррайтерів за межами як країни-емітента, так і країни, у валюті якої вони деноміновані [8, с.1]. А. Саркисянц дає наступне визначення єврооблігацій, або євробондів (eurobonds) – це облігації, що одночасно розміщуються на ринках декількох країн і деноміновані в валюті, яка не є національною валютою позичальника. Тобто, це міжнародні цінні папери на пред'явника, які приносять відсотки. Дані облігації розміщуються через міжнародні синдикати фінансових інститутів декількох країн [2, с.624].

Єврооблігації є борговими цінними паперами, що підтверджують зобов'язання емітента сплатити їх номінальну вартість у визначений термін та відсотки за визначеною процентною ставкою [1, с. 362].

Типова єврооблігація - цінний папір на пред'явника у формі сертифіката з фіксованою процентною ставкою, по якій дохід виплачується один або два рази на рік шляхом пред'явлення купонів до оплати. Погашення єврооблігацій проводиться наприкінці строку одноразовим платежем, або амортизаційними платежами протягом певного періоду з фонду погашення.

Як правило, єврооблігації випускаються без надання застави, при цьому ніяких обмежень на

використання кредитних ресурсів не накладається. Відсотки за єврооблігаціями виплачуються без відрахування податку на відсотки та дивіденди (withholding tax). Податок на прибуток платиться інвестором згідно з законодавством своєї країни. Однак, механізм виплати доходів по єврооблігаціях дозволяє фізичним і юридичним особам ухилятися від оподаткування. Так, якщо місцеве законодавство передбачає сплату податку на відсотки, позичальник зобов'язаний довести величину процентних платежів до рівня, який забезпечує інвесторові процентний дохід на рівні номінального купону.

Враховуючи важливість єврооблігацій як інструменту фінансування дефіциту бюджету вважається за необхідне розширити визначення державних запозичень як економічної категорії, що ґрунтується на системі економічних відносин стосовно використання єврооблігацій як базового інструменту запозичень, в яких позичальником виступає держава, яка приймає зобов'язання на умовах строковості та платності. Це надасть можливість підвищити рівень бюджетної збалансованості.

С. Варфоломеев виділяє кілька характерних особливостей, що відрізняють єврооблігації від інших форм запозичень [8, с. 1-2]:

1. Єврооблігації розміщуються одночасно на ринках декількох країн, при цьому валюта єврооблігацій не обов'язково є національною, як для кредитора, так і для позичальника.

2. Розміщення здійснюється емісійним синдикатом, що представлений інвестиційними банками, що зареєстровані в різних країнах.

3. Випуск та обіг єврооблігацій здійснюється відповідно до діючих на ринку правил і стандартів. Основна частина емісії здійснюється без забезпечення, хоча в окремих випадках (корпоративні випуски) можливе забезпечення у формі гарантії третіх осіб, або майна емітента. Емісія єврооблігацій супроводжується додатковими умовами і застереженнями, які покликані знизити ризики для покупців цінних паперів. Так, в деяких випадках, підлягають обмеженню випуски нових боргових зобов'язань протягом обумовленого періоду часу.

4. У випадку настання дефолту (неплатежу) по одному випуску єврооблігацій, передбачається кросс-дефолт - дострокове погашення всіх випусків єврооблігацій, що перебувають в обігу.

5. Єврооблігації є, як правило, цінними паперами на пред'явника (bearer bonds).

6. Доходи по єврооблігаціях виплачуються в повному обсязі без утримання податку в країні емітента (див. вище).

Основна відмінність єврооблігацій від кредитів полягає в тому, що покупці облігацій не можуть втручатися в справи емітента. Так, невиконання умов угоди по єврооблігаційній позичці виникає тільки у випадку невиконання емітентом відсотків або непогашення основної суми боргу.

Порівняно з іншими ринками цінних паперів, ринок єврооблігацій відрізняється найбільшою різноманітністю інструментів. Класифікація єврооблігацій наведена на рис. 1 та рис. 2.

На ринку 1 єврооблігацій широкого розповсюдження набули конвертовані єврооблігації (convertible bonds), які надають право конверсії облігації в акції емітента, і облігації з варрантом (warrant bonds). Найбільші емітенти конвертованих облігацій - японські корпорації, що випускають облігації в доларах з конвертацією в акції в іенах. Облігації без конверсійних привілеїв - «звичайні» (straight bonds).

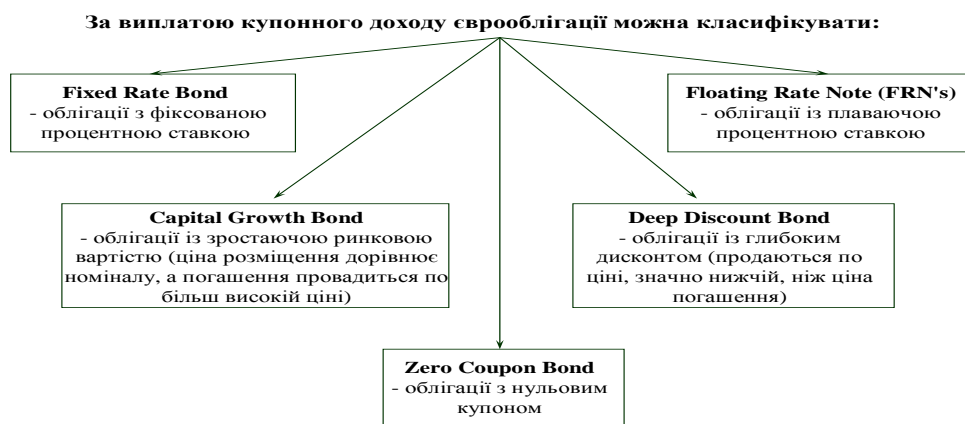


Рис. 1. Класифікація єврооблігацій за виплатою купонного доходу

Потрібно зазначити, що учасників ринку єврооблігацій можна розділити на емітентів, інвесторів і посередників.

Позичальниками, або емітентами є, як правило, великі транснаціональні корпорації, міжнародні організації, державні органи. Близько 2/3 єврооблігацій емітують транснаціональні корпорації, інша частина розподіляється приблизно порівну між урядами країн (урядовими організаціями) та міжнародними організаціями.

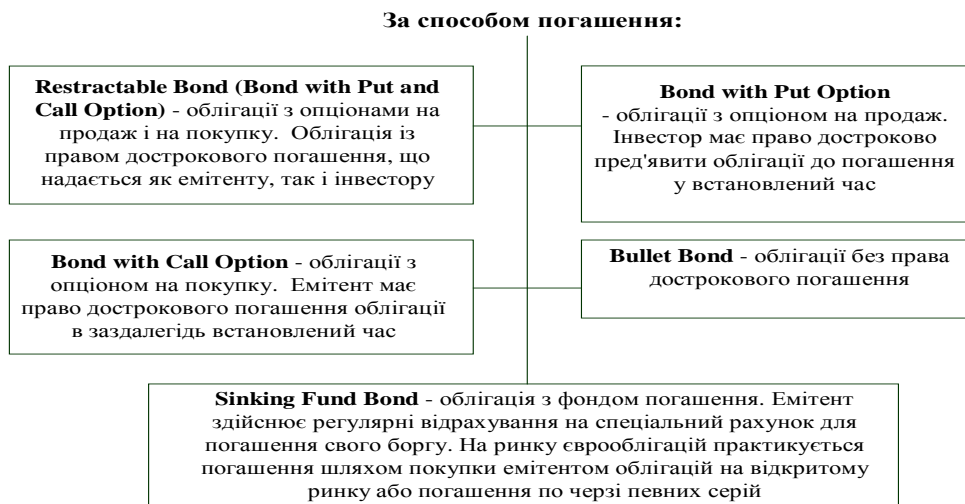


Рис. 2. Класифікація єврооблігацій за способом погашення

До емітентів із групи державних інститутів відносяться уряди суверенних країн, регіональні органи влади, державні й напівдержавні організації. Дана група неоднорідна за ступенем надійності. До неї входять як розвинені країни (Канада, Швеція, Італія), так і країни, що розвиваються (Мексика, Росія, Таїланд, Україна та ін.). Відповідно кредитні рейтинги цих груп позичальників відрізняються між собою.

В останні роки, випуск глобальних облігацій набув популярності оскільки емітенти отримали можливість здійснювати торгівлю облігаціями як на європейському ринку так і на внутрішньому ринку. Це дозволяє значно покращити потенційну ліквідність випуску та, відповідно, може суттєво знизити вартість запозичення для емітента, а також розширити базу інвесторів [8, с.2].

На ринку єврооблігацій прийнято виділяти дві головні категорії покупців, або інвесторів:

інституційні інвестори - широка група інвестиційних організацій, таких як страхові компанії, пенсійні та взаємні фонди, фонди управління активами, хедж-фонди, банки; приватні інвестори.

Міжнародні облігації також класифікують за кредитною якістю емітентів, або за ризикованістю на [3, с.55]:

інвестиційні облігації (investment grade bonds), що випущені емітентами з високою кредитоспроможністю;

спекулятивні облігації (junk bonds), що випущені емітентами з низькою кредитоспроможністю.

В україномовному академічному середовищі «теоретиків» фондового ринку використовується термін «сміттєві облігації». Засновником даного різновиду облігацій справедливо вважають М. Мілкена творця американської «піраміди» у 80-х роках минулого століття. Пізніше, ці облігації отримали назву високодохідних (high yield bonds). Термін «високодохідні облігації» введений для того, щоб не принижувати емітентів з низькою кредитоспроможністю, та не знижувати їх привабливість для консервативних інвесторів. У професійному середовищі аналітиків і учасників ринку капіталу внутрішня сутність високоризикованих і саме тому високо дохідних інструментів від цього не змінюється. Тому термін «високодохідні» використовується, в основному, в різноманітних офіційних паперах і при роботі з клієнтами.

За елементами ризику, міжнародні облігації можна також розділити на дві великі групи: облігації емітентів з розвинутих країн та з країн, що розвиваються.

Потрібно зазначити, що глобальний ринок нівелює протиріччя і обмеження національних режимів регулювання, задовольняючи потреби реципієнтів ресурсами розвитку, що досить тісно пов'язує ринки розвинених країн і тих, що розвиваються. Але для ринків, що розвиваються, однією з найважливіших проблем є повноцінна інтеграція в міжнародних кругообіг капіталу на паритетних засадах [4, с.100].

В міжнародній інвестиційній термінології склалося чітке визначення ринку боргових інструментів з країн, що розвиваються - emerging debt markets, або просто emerging markets.

А. Саркісянц зазначає, що небезпечні ринки (emerging markets) – це фінансові ринки країн з перехідною, або з економікою, що розвивається. Вони, в порівнянні з ринками розвинених держав, характеризуються вищим ступенем ризиків. До них відносяться фінансові ринки країн Азії, Латинської Америки, Східної Європи, Росії, України (єврооблігації Уряду України тут і далі розглядатимуться в рамках поняття ринку emerging markets – прим. автора) [1].

Ємність і потенціал ринків, що розвиваються, досить значні: проживає 86% населення, знаходиться 22% світового виробництва і тільки 3% капіталовкладень [5, с.87].

В Нью-Йорку навіть існує спеціалізована торгова асоціація – Emerging Markets Trader's Association (EMTA) (www.emta.org), яка сприяє розвитку цього ринку, стандартизації торгівлі на ньому, тощо.

До основних ознак, що визначають приналежність тієї чи іншої країни до групи країн, що розвивається відносять наступні [6, с.159]:

ВВП на душу населення менше 9386 дол. США на рік (що, за визначенням Світового банку, відповідає категорії країн з низькими та середніми доходами);

поступове обмеження втручання держави в економіку та перехід до ліберальної економіки, що передбачає приватизацію державних підприємств, відміну обмежень на рух капіталу і валютного контролю тощо;

демократизація політичної системи та зростання впливу населення на політичні процеси в державі; кредитний рейтинг спекулятивної категорії;

наявність в минулому прецедентів невиконання власних боргових зобов'язань, або оголошення дефолту.

Крім того, країни, що розвиваються характеризуються недостатнім розвитком інфраструктури, високою залежністю від поведінки іноземних інвесторів проте значним економічним потенціалом. Як правило, для фінансування довгострокових проектів та якісної перебудови національних економік недостатньо внутрішніх ресурсів і тому вони потребують додаткових зовнішніх. Тому, не дивно, що дана категорія країн є одними з основних реципієнтів міжнародного ринку капіталу.

Варто зазначити, що категорія emerging markets охоплює не лише міжнародні облігації емітентів з країн, що розвиваються, але й боргові інструменти місцевих ринків цих країн (в першу чергу внутрішні державні облігації).

Країни, що покращили свої показники переходять до категорії – converging economies – «ті, що наближаються до розвинених» (наприклад Польща, ПАР). Розвинені країни, в свою чергу, входять до Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР).

Встановлено, що основним кількісним орієнтиром для інвесторів на ринках emerging markets є індекс ЕМВІ+ (Emerging Markets Bond Index Plus), що розраховується банком J.P. Morgan Chase. В основному на нього звертають увагу інвестори, що купують боргові зобов'язання на ринках, що розвиваються. Індекс ЕМВІ+ – один з основних індикаторів світового фінансового ринку, тому частка країни в ньому впливає на відношення інвесторів до її цінних паперів [7, с.7]. Це показник оцінки країни, позитивного відношення інвесторів до інвестицій саме в цю країну.

На практиці, інформація щодо зміни спредів тієї чи іншої країни дуже активно використовується в інвестиційно-банківському середовищі та аналітичними агентствами, що спеціалізуються на аналізі міжнародних ринків капіталу.

Для того, щоб бути включеним до індексу ЕМВІ+ боргові інструменти повинні відповідати таким критеріям [7, с.10]: випуск на суму більше 500 мільйонів доларів США; кредитні рейтинги не вище ВВВ+/Baa1; більше року до погашення; обіг на міжнародному ринку капіталу.

До складу індексу ЕМВІ+ в основному входять єврооблігації (близько 75%) та «облігації Брейді» (близько 25%), кредити складають нижче 0,5% індексу. Основу складають інструменти випущені країнами Латинської Америки (60%) та Східної Європи (30%).

На даний момент до складу індексу входять боргові інструменти наступних країн, що розвиваються: Росія, Україна, Латинська Америка, Африка, Азія, Бразилія, Аргентина, Індонезія, Болгарія, Венесуела, Єгипет, Колумбія, Марокко, Нігерія, Мексика, Панама, Польща, Перу, Туреччина, Філіппіни, Еквадор, ЮАР.

Частка кожної країни визначається як відношення капіталізації її боргових зобов'язань, що входять до індексу, до загальної капіталізації всього індексу. Структура індексу змінюється щоденно в залежності від котирувань.

Одним з важливих критеріїв є кредитний рейтинг який є офіційним висновок про кредитоспроможність суб'єкта господарської діяльності (може бути держава, державна установа, фінансова організація чи велика компанія) висловленим рейтинговим агентством.

Чим нижчим є рейтинг, тим вищою є прибутковість. Проте високий кредитний рейтинг не є

абсолютно обов'язковою умовою успішного розміщення позики. Вищий рейтинг дозволяє розмістити позику під нижчі відсотки. Однак, без рейтингу професійні учасники не будуть обслуговувати розміщення, і тільки у вигляді виключення інвестори можуть вкладати свої кошти в облігації без рейтингу. Найвищий рейтинг AAA мають наднаціональні інститути, до яких належать Світовий банк, Європейський інвестиційний банк і інші аналогічні структури.

Варто зазначити, що рейтингові агентства вперше виникли на фондовому ринку США. Тому, часто, при аналізі організації їх діяльності звертаються до досвіду двох найбільших американських рейтингових агентств, які працюють в міжнародних масштабах – Moody's Investors Service (1900) та Standard & Poor's Corporation (1941). Міжнародні рейтингові агентства в даний час виставляють рейтинги по широкому спектру цінних паперів, у зв'язку з чим ними застосовуються різноманітні рейтингові позначення і шкали. Деякі з них оригінальні, але найбільш широко поширена шкала кредитного ризику, введена в обіг агентством Moody's, а потім розвинута і модифікована S&P й іншими агентствами.

Опираючись на вищезазначене можливо сказати, що єврооблігації є гарним фінансовим інструментом при вирішенні проблеми, щодо покриття дефіциту бюджету. Облігації можуть випускатись на різні терміни, як правило уряди різних держав світу приймають рішення про розміщення єврооблігацій на довгострокові позиції, як наприклад це планує зробити Греція, у розрізі знаходження цієї країни на межі дефолту, вони планують розмістити єврооблігації терміном на сто років. На прикладі Греції виникає гарна перспектива, щодо переконання у тому, чи вплинуть рейтингові оцінки присвоєні кредитними рейтинговими агентствами на процес розміщення єврооблігацій, тому що присвоєння рейтингу є невід'ємною частиною при проведенні розміщення цінних паперів.

Література

1. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / заг. ред. І.О. Лютого. – К. : Київський нац. ун-т ім. Тараса Шевченка, Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
2. Саркисянц А.Г. Система международных долгов / А.Г. Саркисянц. – М. : ДеКА, 1999. – 720 с.
3. Прозоров Ю. Мусорные или инвестиционные: критерии отбора / Ю. Прозоров, А. Вальчишен // Финансовый директор. – 2003. – №4. – С. 50–57.
4. Корнєєв В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках / В.В. Корнєєв. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.
5. Сильвестров С. Мировое хозяйство: новые тенденции развития / С. Сильвестров // Российский экономический журнал. – 2000. – №8. – С. 87.
6. Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций / О.В. Буклемишев. – М. : Дело, 1999. – 232 с.
7. Afonso Sant'Anna Bevilacqua „Country Risk” BANCO CENTRAL DO BRASIL Investor Relations Group Updated in December 2004, with data up to September 2004.
8. Варфоломєєв С. Аналітичний огляд ринку українських міжнародних облігацій / С. Варфоломєєв С. – К. : Проект АМР США/ПАДКО «Впровадження пенсійної реформи в Україні», 2003. – 79 с.