# Суверены задолжали больше $25 трлн

## Правительства за последние пять лет с легкостью увеличили свои долги на 78%

*Константин Васильев*

**Совокупный объем мирового рынка государственных облигаций составляет более 25 трлн долларов, при этом суверены не спешат сдавать позиции на рынке облигаций: доля сегмента государственных заемщиков сохраняется постоянной в течение последних пяти лет на уровне 40% от общего объема рынка облигаций. На рынке наблюдается тенденция развития внутренних рынков государственных облигаций взамен внешним. Основные риски рынка лежат в плоскости чрезмерного роста уровня заимствований суверенов и квазисуверенов, а потому многие страны в ближайшее время начнут проводить на рынке более взвешенную политику.**

### МИРОВЫЕ КОРПОРАЦИИ ОБОШЛИ СВЕРХДЕРЖАВЫ

Совокупный объем мирового рынка облигаций на конец 2006 года составил около 66.4 трлн долл., увеличившись за 5 лет на 78%. Такую же динамику за данный период показал и рынок государственных облигаций, объем которого достиг 25.2 трлн долл. Последние 5 лет на суверенных заемщиков стабильно приходится 40% рынка, хотя за более долгосрочный период — 10 лет — можно заметить некоторое снижение емкости сегмента: на конец 1996 года на государственные облигации приходилось 46%.

Рынок государственных облигаций обладает достаточно стабильной структурой. Так, за последние 10 лет произошло лишь три существенных изменения: с 45% до 35% сократилась доля государственных облигаций в общем объеме облигаций развитых стран, с 60% до 66% выросла доля государственных облигаций в общем объеме облигаций развивающихся рынков; с 8% до 15% выросла доля рынка государственных облигаций развивающихся рынков в общемировом объеме государственных облигаций. То есть на развитых рынках государственные заемщики постепенно уступают корпоративным, тогда как на большинстве развивающихся рынков еще доминируют суверены.

Наиболее значительным сегментом рынка государственных облигаций является внутренний рынок облигаций — 94% от совокупного объема рынка государственных облигаций и 36% от общего рынка облигаций. Огромную долю на данном рынке — более 60% — занимают четыре страны: США, Япония, Германия, Англия. Государственные облигации этих крупнейших экономик не только обладают наивысшим рейтингом, являются «тихой гаванью» для инвесторов всего мира и одним из основных финансовых

**Структура и объем рынков государственных облигаций, млрд $**

| Рынок | на конец 2006 г. | на конец 2005 г. | на конец 2003 г. | на конец 2001 г. | на конец 1996 г. |
|---|---|---|---|---|---|
| Объем рынков гос. облигаций развитых стран | 21 469.0 | 20 235.6 | 18 072.5 | 12 496.8 | 12 273.4 |
| Доля рынка гос. облигаций в общ. объеме рынка обл. развитых стран | 35% | 37% | 38% | 36% | 45% |
| Объем гос. облигаций развивающихся рынков | 3 734.7 | 3 344.0 | 2 294.2 | 1 653.7 | 1 025.5 |
| Доля рынка гос. обл. в общ. объеме обл. развивающихся рынков | 66% | 67% | 67% | 65% | 60% |
| Доля гос. облигаций развив. рынков в общем объеме рынка гос. облигаций | 15% | 14% | 11% | 12% | 8% |
| Общий объем рынков государственных облигаций | 25 203.7 | 23 579.6 | 20 366.8 | 14 150.5 | 13 298.9 |
| Доля рынка гос. облигаций в общем объеме рынка облигаций | 38% | 40% | 40% | 38% | 46% |

*Источник: BIS Quarterly Review, '04 2007 (www.bis.org)*

**Структура и объем местных рынков государственных облигаций по регионам, млрд $**

| Регион | на конец 2006 г. | на конец 2005 г. | на конец 2003 г. | на конец 2001 г. | на конец 1996 г. |
|---|---|---|---|---|---|
| Развитые страны (24) | 20 336.4 | 19 282.6 | 17 307.2 | 12 076.0 | 11 838.0 |
| в т. ч. США, Япония, Германия, Великобритания | 14 871.0 | 14 274.6 | 12 390.8 | 8 844.9 | 7 879.8 |
| Доля сегмента в общем объеме рынка гос. облигаций развит. стран | 69% | 71% | 69% | 71% | 64% |
| Развивающиеся рынки (25) | 3 276.2 | 2 906.3 | 1 878.8 | 1 291.0 | 792.1 |
| в т. ч. страны BRIC | 1 568.3 | 1 322.5 | 761.1 | 536.2 | 372.2 |
| Доля сегмента в общем объеме рынка гос. облигаций развив. рынков | 42% | 40% | 33% | 32% | 36% |
| Доля развив. рынков в общем объеме гос. облигаций | 14% | 13% | 10% | 10% | 6% |
| Общий объем местных рынков гос. облигаций | 23 612.6 | 22 189.0 | 19 185.9 | 13 367.0 | 12 630.1 |
| Доля рынка гос. облигаций в общем объеме рынка облигаций | 36% | 37% | 38% | 36% | 44% |

*Источник: BIS Quarterly Review, '04 2007 (www.bis.org)*

активов, в которых размещаются средства пенсионных фондов и резервы центральных банков, но также выступают в качестве составных элементов спекулятивных стратегий и в качестве ориентира (бенчмарка) для многочисленных эмитентов, выпускающих облигации в долларах США, фунтах стерлингов, евро или японских иенах. И хотя это одни из самых низкодоходных финансовых активов, снижение спроса на них в ближайшее время не ожидается. Объем этого сегмента стабильно растет в среднем на 7% в год.

Местные рынки государственных облигаций развивающихся рынков составляют 3.3 трлн долларов, или уже 14% от общего рынка внутренних государственных облигаций. За 10 лет они увеличились более чем в 4 раза. Особенной популярностью пользуются развивающиеся рынки четырех стран, имеющих максимальные перспективы для роста: Бразилии, России, Индии и Китая, или так называемые рынки стран BRIC. На них приходится около половины объема внутренних рынков государственных облигаций — порядка 1.6 трлн долларов. Отметим, что рост местных развивающихся рынков идет в русле развития внутреннего рынка облигаций, снижения общего внешнего долга данных стран и, как следствие, их зависимости от внешней конъюнктуры. Мы ожидаем дальнейшее постепенное развитие данного сегмента.

Меньшее развитие получил рынок государственных еврооблигаций — он составляет всего 1.6 трлн долл., или 2.5% от общего объема рынка облигаций. Этот рынок для развитых стран служит инструментом диверсификации инвесторской базы, тогда как для эмитентов с развивающихся рынков он является одним из основных способов выхода на мировой рынок капитала — на них приходится около одной трети всего рынка еврооблигаций. При этом сами рынки еврооблигаций занимают около 12% в общем объеме развивающихся рынков государственных облигаций.

Наиболее существенно на данном рынке представлены суверенные заемщики из Латинской Америки — около половины от всех развивающихся рынков. Но если рынки Латинской Америки лишь незначительно выросли за последние 10 лет, то рынки Восточной Европы, Азии и Африки показали более чем трехкратный рост. В то же время дальнейшего роста данного рынка не ожидается, так как на фоне осознания неэффективности данного типа заимствований все больше стран ведет политику замещения внешнего рынка внутренним. Некоторое развитие рынка будет обеспечиваться эмитентами-суверенами на развивающихся рынках, которые создают или поддерживают собственные кривые доходностей, занимая на новых рынках и предлагая ориентиры для корпоративного сегмента.

**Структура рынков государственных еврооблигаций по регионам, млрд $**

| Регион | на конец 2006 г. | на конец 2005 г. | на конец 2003 г. | на конец 2001 г. | на конец 1996 г. |
|---|---|---|---|---|---|
| Развитые страны (24) | 1 132.6 | 952.9 | 765.4 | 420.8 | 435.4 |
| Доля рынка в общем объеме рынка гос. облигаций развит. стран | 5.3% | 4.7% | 4.2% | 3.4% | 3.5% |
| Оффшорные центры (8) | 34.9 | 30.8 | 20.9 | 13.3 | 4.0 |
| Развивающиеся рынки (57) | 458.5 | 437.7 | 415.5 | 362.7 | 233.3 |
| Доля рынка в общем объеме гос. облигаций развив. рынков | 12% | 13% | 18% | 22% | 23% |
| в т. ч. Лат. Америка и Карибские острова | 223.3 | 228.7 | 240.8 | 224.3 | 170.6 |
| в т. ч. Европа | 152.0 | 132.2 | 111.3 | 89.9 | 40.3 |
| в т. ч. Азия | 51.5 | 46.9 | 38.8 | 30.6 | 14.2 |
| в т. ч. Африка и Средний Восток | 31.7 | 29.8 | 24.5 | 17.9 | 8.2 |
| Доля развив. рынков в общем объеме гос. облигаций | 28% | 31% | 35% | 46% | 35% |
| Общий объем рынков гос. еврооблигаций | 1 626.1 | 1 421.5 | 1 201.7 | 796.9 | 672.7 |
| Доля рынка гос. еврооблигаций в общем объеме рынка облигаций | 2.5% | 2.4% | 2.4% | 2.1% | 2.3% |

*Источник: BIS Quarterly Review, '04 2007 (www.bis.org)*

## СТРАНЫ-БЕНЧМАРКИ ЗАДОЛЖАЛИ $15 ТРЛН

Совокупный объем рынка государственных облигаций развитых стран составляет около 21.5 трлн долларов, 70% рынка приходится на страны-бенчмарки (США, Япония, Германия, Англия). На остальные 18 развитых стран приходится 6.3 трлн долларов или в два раза больше, чем на развивающиеся рынки, или столько же, сколько и в отдельности на самые большие рынки — США и Японии.

Рынки США и Японии сравнимы по общему размеру, но при этом по остальным показателям они сильно отличаются друг от друга. ВВП Японии в три раза меньше ВВП США, и рынок облигаций Японии в полтора раза превышает ВВП. Подобная структура задолженности страны отражается на чуть более низком кредитном рейтинге Японии (Aaa/AA-/AA). Но следует отметить, что у Японии вторые по величине в мире золотовалютные резервы (почти 0.9 трлн долл.) и низкий уровень внешнего долга (всего 1.5 трлн долл. против 10 трлн долл. у США). Таким образом, риски высокой задолженности японского правительства значительно снижаются на фоне того, что основными владельцами долга страны являются ее резиденты, тогда как основными держателями американских госбумаг являются Япония, Китай, Великобритания и страны ОПЕК, на которых в совокупности приходится около 1.3 трлн долл.

Широкая инвесторская база облигаций США создает огромный и обоснованный интерес к финансовой ситуации в стране. Так, весной 2006 года в США возникла ситуация возможного технического дефолта по государственным облигациям: могли быть просрочены выплаты держателям гособлигаций из-за того, что общий объем госдолга США достиг предельного установленного законом уровня в 8.2 трлн долл. Конгресс, конечно же, поднял потолок заимствований, так как в противном случае рейтинг страны мог бы быть значительно снижен и было бы серьезно подорвано доверие инвесторов. Власти страны вряд ли когда-нибудь допустят подобную ситуацию, но соответствующий риск

**Объем рынков государственных облигаций развитых стран на к. 2006 г., млрд $**

| Страна | Общий объем рынка гос. обл. | Доля гос. обл. на рынке обл. | в т.ч. рынок гос. еврообл. | в т.ч. местный рынок гос. обл. | Общий объем рынка гос. обл., % к ВВП | Госуд. долг, % к ВВП | Внешний общий долг | ВВП (по ППП) | Золото-валют. резервы | Рейтинг (M/S&P/F) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | | | |
| Итого по бенчмаркам | 15 140.1 | 35% | 269.0 | 14 871.0 | | | | | 1 021.5 | |
| Япония | 6 777.0 | 77% | 2.9 | 6 774.2 | 161% | 176% | 1 547.0 | 4 220.0 | 864.7 | Aaa/AA-/AA |
| США | 6 143.9 | 23% | 3.3 | 6 140.5 | 47% | 65% | 10 040.0 | 12 980.0 | 69.2 | Aaa/AAA/AAA |
| Германия | 1 417.6 | 30% | 256.5 | 1 161.1 | 55% | 67% | 3 904.0 | 2 585.0 | 48.8 | Aaa/AAA/AAA |
| Великобритания | 801.6 | 25% | 6.4 | 795.2 | 42% | 42% | 8 280.0 | 1 903.0 | 38.8 | Aaa/AAA/AAA |
| Итого по ост. развит. странам | 6 307.0 | 36% | 861.3 | 5 445.7 | | | | | 607.6 | |
| Италия | 1 721.9 | 51% | 220.1 | 1 501.8 | 100% | 108% | 1 957.0 | 1 727.0 | 70.5 | Aa2/A+/AA- |
| Франция | 1 218.4 | 36% | 31.8 | 1 186.6 | 65% | 65% | 3 461.0 | 1 871.0 | 98.5 | Aaa/AAA/AAA |
| Канада | 725.7 | 53% | 88.7 | 637.0 | 62% | 65% | 684.7 | 1 165.0 | 35.8 | Aaa/AAA/AAA |
| Испания | 509.6 | 23% | 71.6 | 438.0 | 48% | 40% | 1 591.0 | 1 070.0 | 17.0 | Aaa/AAA/AAA |
| Бельгия | 411.4 | 51% | 88.9 | 322.5 | 125% | 90% | 1 053.0 | 330.4 | 9.6 | Aa1/AA+/AA+ |
| Греция | 354.9 | 79% | 120.0 | 235.0 | 141% | 105% | 301.9 | 251.7 | 2.5 | A1/A/A |
| Нидерланды | 286.8 | 17% | 7.7 | 279.2 | 56% | 51% | 1 899.0 | 512.0 | 10.2 | Aaa/AAA/AAA |
| Австрия | 182.6 | 36% | 86.8 | 95.7 | 65% | 63% | 594.3 | 279.5 | 12.7 | Aaa/AAA/AAA |
| Швеция | 160.0 | 31% | 21.8 | 138.2 | 56% | 46% | 598.2 | 285.1 | 22.3 | Aaa/AAA/AAA |
| Португалия | 152.0 | 44% | 44.3 | 107.7 | 75% | 67% | 272.2 | 203.1 | 9.9 | Aa2/AA-/AA |
| Финляндия | 114.3 | 53% | 54.1 | 60.1 | 67% | 38% | 251.9 | 171.7 | 6.6 | Aaa/AAA/AAA |
| Швейцария | 110.4 | 21% | 1.3 | 109.1 | 44% | 51% | 1 077.0 | 252.9 | 38.3 | Aaa/AAA/AAA |
| Австралия | 99.4 | 12% | 10.6 | 88.8 | 15% | 14% | 585.1 | 666.3 | 48.3 | Aaa/AAA/AA+ |
| Дания | 97.3 | 19% | 11.3 | 86.0 | 49% | 28% | 405.0 | 198.5 | 30.4 | Aaa/AAA/AAA |
| Сингапур | 54.3 | 45% | 0.3 | 54.0 | 39% | 101% | 24.3 | 138.6 | 134.6 | Aaa/AAA/AAA |
| Норвегия | 44.6 | 20% | 0.0 | 44.6 | 22% | 45% | 350.3 | 207.3 | 49.6 | Aaa/AAA/AAA |
| Ирландия | 41.2 | 10% | 0.6 | 40.6 | 23% | 23% | 1 392.0 | 177.2 | 0.8 | Aaa/AAA/AAA |
| Новая Зеландия | 22.1 | 81% | 1.2 | 20.8 | 21% | 20% | 47.0 | 106.0 | 10.0 | Aaa/AA+/AA+ |
| Среднее по развит. странам | 1 020.2 | 36% | 53.8 | 966.5 | 65% | 64% | 1 917.6 | 1 485.5 | 77.1 | |
| Итого по всем развит. странам | 21 447.1 | 35% | 1 130.3 | 20 316.7 | | | | | 1 629.1 | |

*Источник: BIS Quarterly Review, The Central Intelligence Agency (www.cia.gov), Cbonds.ru*

снижения кредитного рейтинга из-за чрезмерного роста государственного долга остается. Другим важным риском для рынка государственных облигаций США является вероятность того, что проблемы на рынке ипотечного кредитования в секторе sub-prime могут повлиять на рынки ипотечных ценных бумаг, где основными эмитентами являются государственные компании, что отразится и на кредитном качестве самого суверена. Таким образом, несмотря на наивысший уровень кредитного рейтинга, рынки облигаций развитых стран содержат в себе серьезные риски.

## РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ УХОДЯТ В СЕБЯ

Объем рынков государственных облигаций развивающихся стран составляет около 3.2 трлн долларов, примерно половина рынка приходится на страны BRIC. Одной из основных отличительных характеристик рынков облигаций развивающихся стран является более высокая доля сегмента государственных облигаций — на конец 2006 года она по выбранным 24 странам в среднем составляет около 75%. Такая высокая доля суверена на данных рынках объясняется слабым развитием самого рынка облигаций, а также гораздо более низким кредитным качеством развивающихся рынков по сравнению с развитыми.

Здесь, как и на развитых рынках, заметим явное превалирование внутренних рынков над внешними, хотя избавление от внешних обязательств суверенными заемщиками на развивающихся рынках стало тенденцией лишь нескольких последних лет. Причиной этому послужили высокие цены на нефть и другие природные ресурсы. Из последних примеров можно отметить досрочное погашение Россией долга Парижскому клубу в размере 22.5 млрд долларов, погашение Нигерией долга в 35 млрд. При этом значительно снизились объемы облигаций Brady, размещавшиеся развивающимися странами взамен более ранних выпусков, по которым был объявлен дефолт (емкость сегмента составляла около 150 млрд долларов).

**Объем государственных облигаций развивающихся рынков, млрд $**

| Страна | Общий объем рынка гос. обл. | Доля гос. обл. на рынке обл. | в т.ч. рынок гос. еврообл. | в т.ч. местный рынк гос. обл. | Общий объем рынка гос. обл., % к ВВП | Госуд. долг, % к ВВП | Внешний общий долг | ВВП (по ППП) | Золото-валют. резервы | Рейтинг (M/S&P/F) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | | | |
| Итого по странам BRIC | 1 668.5 | 71% | 98.3 | 1 570.2 | | | | | 1 600.8 | |
| Китай | 768.2 | 67% | 5.6 | 762.6 | 8% | 22% | 305.6 | 10 000.0 | 1 034.0 | A2/A-/A |
| Бразилия | 542.8 | 74% | 54.2 | 488.6 | 34% | 50% | 176.5 | 1 616.0 | 87.3 | Ba2/BB/BB |
| Индия | 285.8 | 88% | 0.0 | 285.8 | 7% | 53% | 132.1 | 4 042.0 | 165.0 | Baa3/BBB-/BB+ |
| Россия | 71.7 | 57% | 38.5 | 33.2 | 4% | 8% | 287.4 | 1 723.0 | 314.5 | Baa2/BBB+/BBB+ |
| Итого по ост. развив. рынкам | 1 551.4 | 75% | 310.2 | 1 241.1 | | | | | 908.5 | |
| Мексика | 253.3 | 73% | 44.9 | 208.4 | 22% | 21% | 178.3 | 1 134.0 | 85.0 | -/BBB/BBB |
| Турция | 205.2 | 96% | 35.6 | 169.7 | 33% | 65% | 193.6 | 627.2 | 53.4 | Ba3/BB-/BB- |
| Польша | 143.0 | 96% | 33.8 | 109.2 | 26% | 49% | 147.3 | 542.6 | 49.7 | A2/A-/A- |
| Аргентина | 114.8 | 83% | 54.6 | 60.1 | 19% | 62% | 106.8 | 599.1 | 30.2 | B3/B+/- |
| Тайвань | 102.9 | 47% | 0.0 | 102.9 | 15% | 35% | 93.1 | 668.3 | 280.6 | Aa3/AA-/A+ |
| Венесуэла | 94.1 | 97% | 20.6 | 73.6 | 53% | 28% | 35.6 | 176.4 | 36.0 | B2/BB-/BB- |
| Индонезия | 70.9 | 78% | 5.5 | 65.4 | 8% | 44% | 130.4 | 935.0 | 43.0 | B1/B+/BB- |
| ЮАР | 70.7 | 58% | 8.0 | 62.6 | 12% | 33% | 55.5 | 576.4 | 23.7 | Baa1/BBB+/BBB+ |
| Таиланд | 69.9 | 62% | 3.0 | 67.0 | 12% | 44% | 57.8 | 585.9 | 59.1 | Baa1/BBB+/BBB+ |
| Чехия | 67.7 | 84% | 4.1 | 63.6 | 31% | 29% | 50.2 | 221.4 | 31.0 | A1/A-/A |
| Венгрия | 66.0 | 82% | 19.2 | 46.9 | 38% | 69% | 107.3 | 172.7 | 21.1 | A2/BBB+/BBB+ |
| Филиппины | 64.6 | 86% | 22.1 | 42.5 | 15% | 62% | 54.1 | 443.1 | 23.0 | B1/BB-/BB |
| Малайзия | 59.1 | 35% | 3.7 | 55.4 | 19% | 47% | 57.8 | 308.8 | 82.3 | A3/A-/A- |
| Колумбия | 54.8 | 97% | 15.1 | 39.8 | 15% | 45% | 37.2 | 366.7 | 16.5 | Ba2/BB+/BB |
| Ливан | 41.6 | 98% | 23.3 | 18.4 | 194% | 209% | 31.1 | 21.5 | 16.8 | B3/B-/B- |
| Пакистан | 33.9 | 98% | 1.3 | 32.6 | 8% | 55% | 42.4 | 427.3 | 13.3 | B1/B+/- |
| Словакия | 15.1 | 95% | 3.3 | 11.8 | 16% | 36% | 31.5 | 96.4 | 15.8 | A1/-/A |
| Хорватия | 12.7 | 93% | 4.8 | 7.9 | 21% | 56% | 33.1 | 59.4 | 11.1 | Baa3/BBB/BBB- |
| Перу | 11.0 | 65% | 7.6 | 3.5 | 6% | 34% | 27.9 | 181.8 | 17.0 | Ba3/BB+/BB+ |
| Среднее по развив. рынкам | 140.0 | 79% | 17.8 | 122.2 | 27% | 50% | 103.2 | 1 109.8 | 109.1 | |
| Итого по всем развив. рынкам | 3 219.8 | 73% | 408.5 | 2 811.3 | | | | | 2 509.3 | |

*Источник: BIS Quarterly Review, The Central Intelligence Agency (www.cia.gov), Cbonds.ru*

А ряд стран, в том числе Бразилия, Мексика, Колумбия и Венесуэла, либо досрочно выкупают свои внешние долги, либо обменивают их на долги в местной валюте.

Важным обоснованием для указанной экономической политики стала высокая приоритетность еврооблигационного долга и системность рисков на данных рынках. Так, проблемы в обслуживании долга одной страной (среди последних примеров можно отметить Аргентину или Эквадор) вносят серьезные колебания и ведут к расширению спредов на всех остальных внешних развивающихся рынках. То есть основным риском для развивающихся рынков можно считать риск снижения ликвидности на фоне снижения склонности к риску и оттока спекулятивных капиталов с рынков еврооблигаций. Причем поводом может послужить ухудшение ситуации на любом из смежных рынков — местном рынке облигаций, рынке акций. Следствием сложившейся ситуации стало наращивание золотовалютных резервов, которые, к сожалению, имели достаточно узкую долларовую направленность, и лишь в последнее время начали активно диверсифицироваться.

Таким образом, мы ожидаем более бурное развитие внутренних рынков гособлигаций развивающихся стран по сравнению с внешними, на которых, вероятно, будет обращаться лишь небольшое количество индикативных выпусков для каждой страны.

## СНГ И БАЛТИЯ: ГОСОБЛИГАЦИИ КАК ДОМИНИРУЮЩИЙ ВИД

Государственные облигации доминируют и на рынке облигаций стран СНГ и Балтии, в среднем на данный сегмент приходится почти 70% всего рынка облигаций. Рынок облигаций таких стран, как Литва, Беларусь и Азербайджан, фактически представлен только государственным сегментом, а корпоративные выпуски носят единичный характер. Наибольшей популярностью пользуются достаточно ликвидные рынки государственных еврооблигаций России и Украины и внутренние рынки России и Казахстана.

Совокупный объем рынков государственных облигаций стран СНГ и Балтии составляет около 95 млрд долл., 75% рынка приходится на Россию. В России, Украине и Литве объем рынка еврооблигаций превышает объем местного рынка. Но мы ожидаем, что данная ситуация скоро изменится, так как Россия не планирует в ближайшее время выходить на международные рынки и принимает значительные усилия по развитию местного рынка, как и Украина, которая хоть и планирует заимствовать на международных рынках, но в рамках заранее установленных лимитов.

В то же время основные опасения у регулирующих органов и участников рынка вызывают темпы роста заимствований на мировом рынке крупнейших государственных компаний России и Казахстана, что, с одной стороны, ведет к росту зависимости от мировой конъюнктуры, с другой — тормозит развитие внутреннего рынка.

В целом, нами ожидается серьезный рост внутреннего рынка государственных облигаций в странах СНГ, и в первую очередь — в России. Сейчас объем рынка госбумаг в России по отношению к ВВП является минимальным среди выбранных 24 наиболее крупных развивающихся рынков и составляет всего 4% ВВП. Мы ожидаем по меньшей мере двукратный рост внутреннего рынка, особенно в условиях роста популярности рубля на мировых рынках на фоне его укрепления по отношению к доллару США и включения в качестве расчетной валюты в крупнейшие мировые расчетные системы Clearstream и Euroclear.

## СУВЕРЕНЫ НАЧИНАЮТ ОСТОРОЖНИЧАТЬ

Государственные рынки облигаций играют важнейшую роль на рынке ценных бумаг и в мировой экономике. Помимо того, что появление данных инструментов в стране становится предтечей образования остальных рынков, государственные облигации выступают в качестве важного ориентира стоимости денег в стране и являются мощным инструментом денежно-кредитной политики государства. Но данные инструменты содержат в себе и серьезные риски: от приобретения зависимости от крупнейших кредиторов до провала страны в экономический кризис из-за невыгодных условий или неэффективного обслуживания долга, закончившегося дефолтом эмитента. С учетом высокой значимости данных рынков мы ожидаем дальнейшего совершенствования системы управления государственным долгом и проведения все более и более взвешенной программы заимствований не только со стороны развивающихся стран, но и со стороны наиболее развитых государств.

**Объем рынков государственных облигаций стран СНГ и Балтии, млрд $**

| Страна | Общий объем рынка гос. обл. | Доля гос. обл. на рынке обл. | в т.ч. рынок гос. еврообл. | в т.ч. местный рынк гос. обл. | Общий объем рынка гос. обл., % к ВВП | Госуд. долг, % к ВВП | Внешний общий долг | ВВП (по ППП) | Золото-валют. резервы | Рейтинг (M/S&P/F) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Россия | 71.7 | 63% | 38.5 | 33.2 | 4.2% | 8.0% | 287.4 | 1 723.0 | 314.5 | Baa2/BBB+/BBB+ |
| Казахстан | 7.7 | 72% | 0.5 | 7.2 | 5.5% | 11.0% | 53.9 | 138.7 | 15.3 | Baa2/BBB/BBB |
| Украина | 6.5 | 45% | 4.8 | 1.6 | 1.8% | 12.7% | 48.9 | 355.8 | 22.3 | B1/BB-/BB- |
| Беларусь | 1.4 | 87% | 0.0 | 1.4 | 1.7% | ок. 5% | 5.5 | 80.7 | 1.3 | -/-/- |
| Азербайджан | 0.2 | 82% | 0.0 | 0.2 | 0.3% | 10.4% | 2.5 | 58.1 | 1.8 | Ba1/-/BB+ |
| Узбекистан | 0.1 | 81% | 0.0 | 0.1 | 0.1% | 29.7% | 4.7 | 54.8 | 3.0 | -/-/- |
| Литва | 6.1 | 92% | 4.3 | 1.9 | 11.3% | 18.0% | 15.1 | 54.0 | 5.2 | A2/A/A |
| Латвия | 1.5 | 71% | 0.8 | 0.7 | 4.3% | 11.0% | 18.9 | 35.1 | 2.6 | A2/A-/A- |
| Эстония | 0.1 | 7% | 0.1 | 0.0 | 0.5% | 3.6% | 13.9 | 26.0 | 2.3 | A1/A/A |
| Среднее по СНГ | 10.6 | 67% | 5.4 | 5.1 | 3% | 12% | 50.1 | 280.7 | 40.9 | |
| Итого по СНГ | 95.1 | 63% | 48.9 | 46.2 | | | | | 368.3 | |

*Источник: BIS Quarterly Review, The Central Intelligence Agency (www.cia.gov), Cbonds.ru*