Константин ЛЫСЕНКО,
руководитель проектов по России и СНГ, Cbonds

Государственные облигации во всех странах выступают базисом, на основе которого в дальнейшем развивается рынок муниципальных и корпоративных облигаций. Не являются исключением и страны СНГ и Восточной Европы, где долговой рынок зародился с появлением сегмента государственных ценных бумаг. Но если в России и Беларуси корпоративный сектор постепенно начал играть ведущую роль, то в странах Восточной Европы и в Украине государство по-прежнему полностью доминирует на долговом рынке.

С чего начинается рынок СЕЕ…

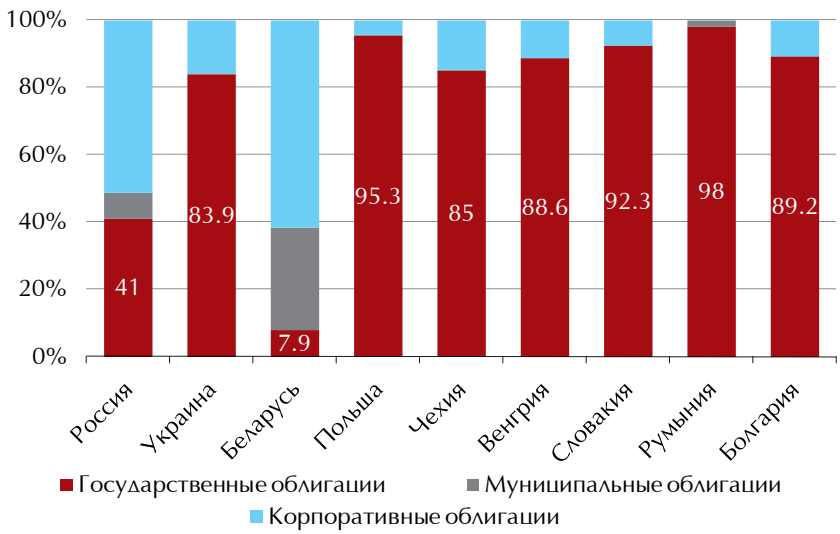
Долговые рынки стран СНГ и Восточной Европы формировались в похожих условиях. Их становление началось только в 90-х годах прошлого столетия, когда страны начали переход от административно-командных к рыночным экономическим системам. Поэтому долговые рынки СНГ и Восточной Европы имеют много общего, но есть и существенные различия.

Прежде всего, отметим, что все страны Восточной Европы обладают одной общей чертой — полным доминированием на рынке сектора государственных облигаций. Доля госбумаг там не опускается ниже 85%. Для Восточной Европы низкая доля негосударственных облигаций в общей структуре рынка, скорее всего, говорит о том, что банковская система этих стран полностью удовлетворяет потребности потенциальных эмитентов в финансировании. В России, где активно развивается сектор корпоративных облигаций, доля госбумаг составляет 41%, в Беларуси и вовсе 7.9%. Больше всего общих черт в структуре рынков стран Восточной Европы и Украины, где на государственные облигации приходится 83.9% рынка.

Самый большой рынок государственных облигаций — в Польше. На начало мая 2011 года объем государственных бумаг Польши в обращении составлял $173 млрд, что вдвое больше российского рынка ($86.2 млрд), который по объему находится на втором месте в регионе. Третье место занимает рынок госбумаг Чехии ($57.9 млрд).

С точки зрения структуры срочности долга наиболее развитыми являются рынки государственных облигаций Чехии, Польши и России, где государство может позволить себе размещать облигации со сроком обращения 30 лет и более. В 2007 году Чехия разместила 50-летние государственные облигации, которые яв-

Рисунок 1
Структуры долговых рынков стран СНГ и Восточной Европы



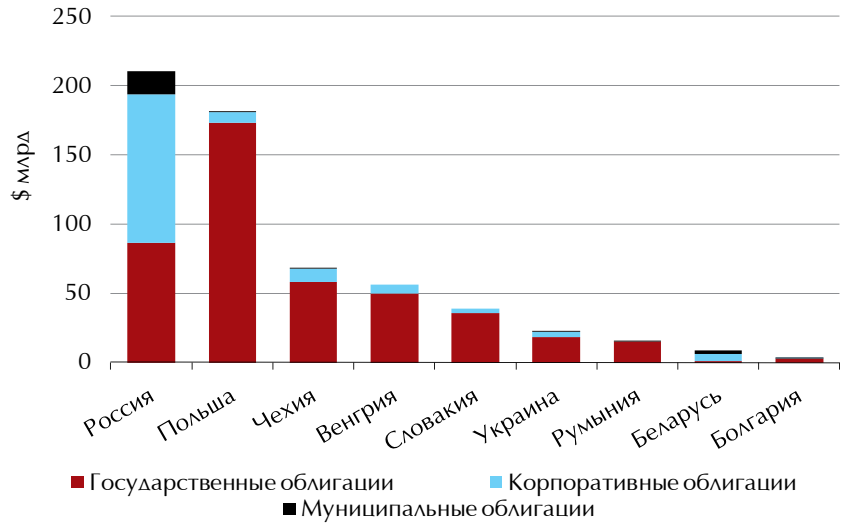


Рисунок 2
Объемы внутренних рынков облигаций стран СНГ и Восточной Европы

ляются самими длинными в истории госбумагами, выпущенными в странах Восточной Европы и СНГ.

Внутренние гособлигации СНГ и Восточной Европы выпускаются в основном в национальных валютах, но в большинстве стран региона распространены также займы в евро.

По типу купона государственные облигации могут быть с фиксированной или плавающей ставкой. В России раньше довольно активно выпускались облигации с плавающей процентной ставкой, но в настоящее время в обращении такие бумаги практически отсутствуют. В Польше, напротив, структуры государственных облигаций с плавающей ставкой купона активно используются. Из 39 выпусков госбумаг в обращении почти половина — 18 выпусков — имеют плавающий купон. В Беларуси практически все выпуски государственных облигаций привязаны к ставке рефинансирования Национального банка.

В зависимости от степени ликвидности государственные облигации подразделяются на рыночные, которые свободно обращаются на вторичном рынке, и нерыночные бумаги, которые не имеют вторичного обращения и после первичного размещения держатся инвесторами до погашения. Доля нерыночных выпусков в регионе доходит до 50%. Несмотря на это, во всех странах Восточной Европы государственные облигации выступают наиболее ликвидным инструментом долгового рынка, и в обороте всех бумаг их доля превышает 95%.

Ситуация на вторичном рынке стран СНГ и Восточной Европы характеризуется высокой контрастностью. Если сравнить страны СНГ и Восточной Европы по степени ликвидности рынков, то разница составит десятки раз. По итогам 2010 года самым ликвидным в регионе стал рынок облигаций Чехии. Объем торгов государственными облигациями составил $30.8 млрд, или 96.3% от оборота всех долговых инструментов. Для сравнения: объем торгов госбумагами на российском рынке в два раза уступает чешскому, а оборот гособлигаций на болгарском рынке — в 355 раз.

Отметим, что фондовые биржи стран Восточной Европы абсолютно доминируют в качестве организаторов торговли государственными облигациями. Все госбумаги торгуются на национальных биржах этих стран.

В работе на международных рынках капитала самых впечатляющих успехов добилась Польша, объем суверенных еврооблигаций в обращении у которой составляет порядка $55 млрд, уступая среди стран с развивающимися рынками только Мексике, Бразилии и Аргентине. Суверен занимает в четырех основных валютах — евро, долларах, швейцарских франках и японских иенах.

Россия разместила шесть выпусков еврооблигаций на сумму $35.9 млрд. Венгрия также является опытным заемщиком на рынке еврооблигаций, а по объемам рынка суверенных евробондов среди стран Восточной Европы уступает только Польше. В начале мая в обращении находилось 23

Таблица 1
Государственные облигации стран СНГ и Восточной Европы[1]

Показатель	Россия	Украина	Беларусь	Польша	Чехия	Венгрия	Словакия	Румыния	Болгария
Внутренний рынок государственных облигаций									
Государственные облигации, $ млрд	86.2	18.2	0.7	173.0	57.9	49.8	35.9	15.3	2.8
Доля государственных облигаций	41%	84%	8%	95%	85%	89%	92%	98%	89%
Количество выпусков в обращении	72	100	45	39	20	17	22	24	26
Самый поздний год погашения	2036	2022	2022	2037	2057	2028	2026	2020	2025
Максимальный срок обращения, лет	30	12.5	12	30	50	17.67	20	15	15
Суверенные еврооблигации									
Рейтинг страны (M/S&P/F)	Baa1/BBB/BBB	B2/B+/B	B2/B/-	A2/A-/A-	A1/A/A+	Baa3/BBB-/BBB-	A1/A+/A+	Baa3/BB+/BB+	Baa3/BBB/BBB-
Суверенные еврооблигации, $ млрд	35.9	8.2	1.8	55.0	12.4	28.8	7.4	3.6	2.3
Количество выпусков суверенных еврооблигаций в обращении	6	10	2	39	7	23	4	3	2
Самый поздний год погашения	2030	2021	2018	2022	2021	2041	2021	2018	2015
Максимальный срок обращения, лет	30	10	7	15	10.5	30	15	10	13

[1] Данные приведены на начало мая 2011 года

САМЫЙ БОЛЬШОЙ РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЕ — В ПОЛЬШЕ. НА НАЧАЛО МАЯ 2011 ГОДА ОБЪЕМ ГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ ПОЛЬШИ В ОБРАЩЕНИИ СОСТАВЛЯЛ $173 МЛРД, ЧТО ВДВОЕ БОЛЬШЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА

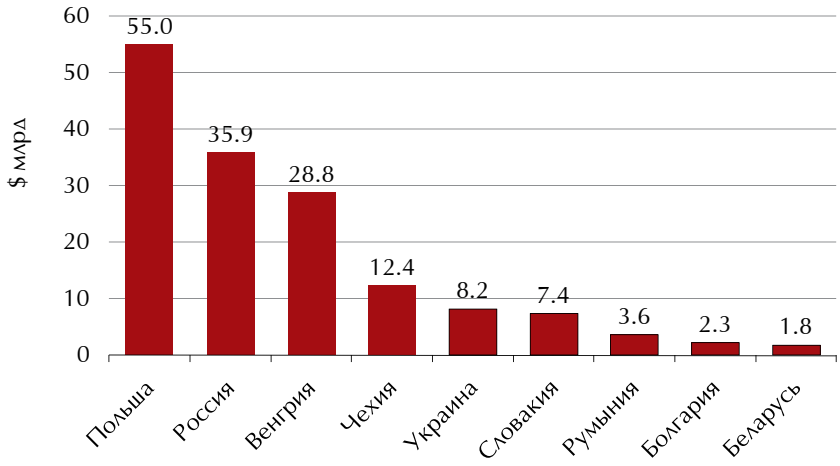


Рисунок 3
Объем суверенных еврооблигаций стран СНГ и Восточной Европы в обращении

выпуска еврооблигаций Венгрии на $28.8 млрд. По сравнению с аналогичным показателем мая 2010 года объем в обращении вырос на $7 млрд. Только за 2011 год было размещено три выпуска евробондов: в марте десятилетние на $3 млрд, в апреле — 30-летние на $1.25 млрд и 4 мая — семилетние на $1 млрд. Таким образом, суверен может позволить себе занимать большие объемы (свыше $1 млрд) на долгий срок (до 30 лет).

Если сравнивать объем внутренних гособлигаций и суверенных евробондов, то почти во всех странах СНГ и Восточной Европы наибольшую долю занимает внутренний рынок. Исключение составляет Республика Беларусь, которая с 2010 года разместила два выпуска еврооблигаций на $1.8 млрд, что составляет порядка 72% от общего объема государственных заимствований.

Таким образом, сегмент госбумаг в странах Восточной Европы и Украины представляет собой наиболее активную часть долговых рынков. Государственный сектор занимает наибольшую долю в объеме рынков, в нем сосредоточена почти вся ликвидность. В России ситуация отличается тем, что значительное развитие получил сектор корпоративных облигаций как по объемам и разнообразию инструментов, так и по ликвидности.

Сравнивая долговые рынки госбумаг стран СНГ и Восточной Европы, следует отметить одно принципиальное отличие. В Восточной Европе иностранный капитал занимает высокую долю как в структуре собственности банков, так и в структуре инвесторов, где иностранные покупатели являются активными участниками первичного и вторичного долгового рынка. В странах СНГ дела с этим обстоят куда более скромно.

Так, в Чехии в результате приватизации уже к 2004 году иностранные банки контролировали 96% (!) всех активов банковского сектора страны. В Венгрии доля иностранного капитала в банковском секторе составила 82%. В Польше иностранные собственники владеют контрольным пакетом в 37 коммерческих банках, которые составляют 72% активов всей банковской отрасли.

Законодательство в сфере облигаций в большинстве стран Восточной Европы уже приведено в соответствие с нормами Европейского союза. В результате доступ иностранных инвесторов на рынок стал максимально свободным. Например, в 1998 году в Венгрии в результате поправки в закон о ценных бумагах иностранным инвестиционным компаниям было позволено открывать в стране свои отделения. Многие известные инвестиционные дома (BNP Paribas, Citibank, DB, Erste, ING, Nomura, RZB, RBS и другие) воспользовались этой возможностью. В России сейчас ведется работа по созданию благоприятных условий для иностранных инвесторов, но основные результаты этой деятельности еще впереди.

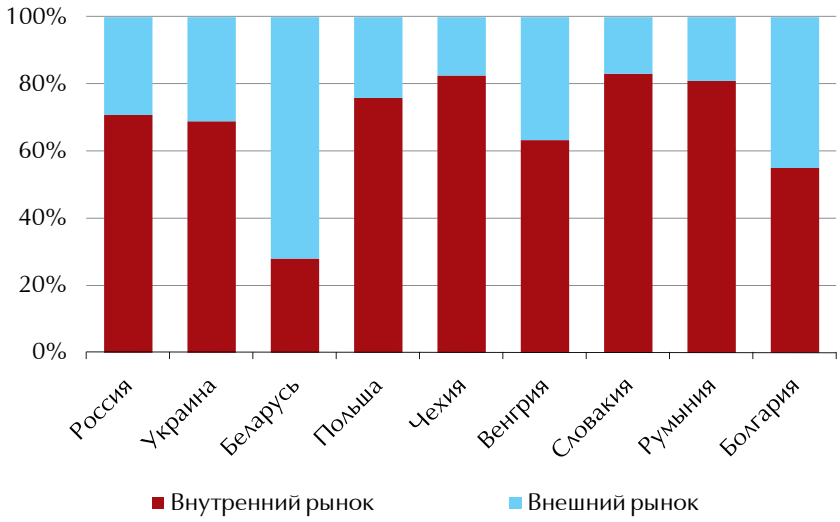



Рисунок 4
Отношение внутренних гособлигаций и суверенных еврооблигаций по странам СНГ и Восточной Европы