

Рынки облигаций СНГ и Балтии: траектории развития, общие черты и особенности

Рынки облигаций в странах СНГ: общий обзор

Азербайджан

Рынок облигаций в Азербайджане развит довольно слабо. Выпусков еврооблигаций ни государство, ни корпорации не проводили. На внутреннем рынке наиболее развит сегмент госбумаг, но и его объем как в абсолютном выражении (около 14 млн. долларов), так и в масштабах экономики (0,2% ВВП) не представляется сколь-либо значительным. Причем на протяжении последнего времени и без того небольшой рынок госбумаг постоянно сокращался в объеме, поскольку государство не имеет потребности привлекать заемные ресурсы.

До 2002 года эмиссий корпоративных облигаций не было вообще, в 2002 году на рынке прошло два размещения - компания "Япы Маркет" и банк "Кочбанк Азербайджан", однако они не могли считаться «рыночными». Некоторое оживление началось в 2004 году, когда ряд банков выпустил свои облигации. В результате в настоящее время в обращении находится 7 выпусков 4 эмитентов (Юнибанк, Техникабанк, РабитаБанк, АзериГазбанк) общим объемом около 8 млн. долларов. Возможно, в ближайшее время рынок корпоративных облигаций получит значительно большее развитие, т.к. о планах разместить облигации уже объявили ряд банков а также корпоративных заемщиков.

Армения

Единственным сегментом рынка облигаций в Армении является рынок государственных облигаций. По состоянию на конец 2003 года его объем составлял 81.4 млн. долларов, что, составляет примерно 2.8% ВВП страны.

Какая-либо информация о наличии рынка корпоративных облигаций в Армении отсутствует. Есть информация, что в 2002 г. облигации на 3 млн. долларов выпустил Армянский банк развития, однако, более подробной информации о выпуске нет, видимо? выпуск был непубличным.

Белоруссия

Как и в Армении, единственным сегментом рынка облигаций в Белоруссии является рынок государственных ценных бумаг. По состоянию на конец 2003 года его объем был равен примерно 411 млн. долларов, что составляло 2.5% ВВП страны. Рынок госбумаг достаточно развитый и ликвидный.

Рынок корпоративных облигаций фактически отсутствовал до 2004 года (единственным прецедентом была эмиссия облигаций ОАО «Белпаркет» в 1997 году, размещенная среди работников предприятия). В 2004 году рынок сдвинулся с «мертвой точки», когда был размещен выпуск облигаций Джем-Банка объемом 1.2 млрд. рублей (около 0.5 млн. долларов). Однако развитию рынка облигаций в Белоруссии мешает крайне высокое налогообложение доходов операций юридических лиц по ценным бумагам, что делает такие операции фактически непривлекательными для большинства потенциальных инвесторов.

Грузия

Рынок облигаций в Грузии также представлен исключительно выпусками госбумаг, впрочем, и этот сегмент развит весьма слабо. По состоянию на конец 2003 года, объем рынка госбумаг составлял порядка 32.5 млн. долларов (0.8% ВВП). Рынок корпоративных облигаций в Грузии фактически отсутствует.

Казахстан

Казахстан обладает одним из наиболее развитых среди стран СНГ рынком облигаций, как в абсолютном выражении, так и в масштабах экономики. Общий объем рынка облигаций Казахстана (включая внешний рынок и внутренний) составляет порядка 6 млрд. долларов, что превышает 19% ВВП страны – по этому показателю Казахстан находится на первом месте среди всех стран бывшего СССР (включая Балтию), но отстает от большинства Восточно-Европейских стран. При этом, в отличие от России и Украины, у Казахстана достаточно сбалансированы внутренний и внешний рынки – внутренний рынок составляет порядка 60%, внешний – 40%.

На внешнем рынке находятся в обращении как суверенные еврооблигации Казахстана (625 млн. долларов), так и корпоративные еврооблигации (1,62 млрд. долларов), выпущенные Казкоммерцбанком, Банком ТуранАлем, Банком Развития Казахстана и компанией КазтрансОйл.

На внутреннем рынке представлены все 3 сегмента – государственные, муниципальные и корпоративные облигации. Наибольшим по объему является рынок государственных облигаций – его объем составляет 2.5 млрд. долларов. Государственный долг представлен облигациями Министерства Финансов и Нотами Нацбанка. Объем облигаций министерства финансов составляет порядка 1.17 млрд. долларов, большая часть приходится на облигации с фиксированным купоном и сроком обращения 2-10 лет. Ноты Нацбанка выпускаются на срок до 1 года и служат для управления денежной ликвидностью, объем этих инструментов по состоянию на конец 2003 года составлял примерно 1.42 млрд. долларов.

На втором месте находится рынок корпоративных облигаций – его объем составляет порядка 1.04 млрд. долларов, в обращении находится 71 эмиссия. Рынок муниципальных облигаций является наименее развитым, его объем всего 73 млн. долларов.

От других стран СНГ рынок облигаций Казахстана в значительной степени отличается своей структурой инвесторов. Действительно, если практически во всех остальных странах СНГ доминирующей группой инвесторов являются коммерческие банки, то в Казахстане крупнейшей группой инвесторов на рынке являются пенсионные фонды. Это стало возможным за счет проведения реформы, направленной на создание накопительной пенсионной системы. За счет этого в Казахстане сформирован класс институциональных «долгосрочных инвесторов», что дает компаниям возможность выпускать облигации со сравнительно длительным сроком обращения (срок обращения большинства выпусков корпоративных облигаций варьирует от 3 до 10 лет).

Однако «оборотной стороной» наличия долгосрочных инвесторов является низкая ликвидность облигаций на вторичном рынке. За 2003 год оборот вторичного рынка облигаций составил всего порядка 1.75 млрд. долларов, или менее половины емкости рынка.

Киргизия

Внешних выпусков облигаций у Киргизии нет, а на внутреннем рынке активность также невелика. Объем рынка госбумаг по состоянию на конец 2003 года был порядка 15 млн. долларов, при этом рынок представлен исключительно краткосрочными бумагами.

За всю историю рынка корпоративных облигаций в Киргизии было осуществлено 13 выпусков на сумму около 6 млн. долларов. На данный момент в обращении находится 1 эмиссия (Interglass) объемом 2.2 млн. долларов. Планы выпуска облигаций есть у ряда компаний, однако говорить о том, что данный сегмент рынка «встал на ноги» пока, по-видимому, рано.

Молдова

На данный момент из всех сегментов рынка облигаций в Молдове представлен только внутренний рынок госбумаг. Его емкость составляет порядка 98 млн. долларов, что достаточно много для этой небольшой страны и составляет 4.7% ВВП. Этот сегмент рынка достаточно развит – аукционы проходят каждую неделю, или раз в две недели. В основном выпускаются краткосрочные облигации сроком обращения от полутора месяцев до года.

У Молдовы есть опыт выпуска суверенных еврооблигаций, правда, опыт этот скорее негативный. В 1997 году были выпущены еврооблигации на 75 млн. долларов сроком погашения в 2002 году. Однако уже перед погашением стало ясно, что исполнить обязательства Молдова не сможет, и бумаги были реструктуризированы с пролонгацией на 7 лет.

Что касается корпоративных облигаций, то до 2002 года рынок корпоративных облигаций в стране почти отсутствовал. В 2002 году были произведены первые эмиссии корпоративных облигаций, объем которых составил 13,5 млн. леев (около \$1 млн.). Однако дальнейшего развития рынок пока не получил. Недавно была зарегистрирована еще одна эмиссия облигаций на сумму около 230 тыс. долларов, но говорить о состоятельности этого сегмента рынка пока рано.

Россия

Рынок облигаций в России является одним из наиболее развитых среди стран СНГ, хотя его особенностью является заметный перекося в сторону внешнего рынка. Объем суверенных еврооблигаций России по состоянию на конец 2003 года составлял 42 млрд. долларов, корпоративных еврооблигаций – 12.8 млрд. долларов, муниципальных еврооблигаций – 930 млн. долларов, т.е. общий объем евробондов российских эмитентов составлял почти 56 млрд. долларов.

Внутренний рынок развит слабее, хотя тоже динамично развивается. В конце 2003 года объем внутреннего рынка госбумаг составил 10.6 млрд. долларов, корпоративных облигаций – 5.4 млрд. долларов, муниципальных облигаций – 2.8 млрд. долларов. На рынке корпоративных облигаций было 152 эмиссии 136 эмитентов, на рынке муниципальных облигаций - 89 эмиссий 22 эмитентов.

В России сформировался достаточно ликвидный вторичный рынок облигаций. За 2003 год вторичный оборот рынка корпоративных облигаций на биржевом и внебиржевом рынке составил 491 млрд. рублей, т.е. примерно в 3 раза больше капитализации этого сегмента. Оборот муниципальных облигаций составил 250 млрд. рублей, что также примерно в 3 раза выше капитализации рынка.

Таджикистан

Развитие рынка облигаций в Таджикистане находится на крайне низком уровне. По имеющимся данным, объем рынка госбумаг в стране составляет не более 3 млн. долларов, что соответствует 0.2% ВВП страны.

Туркменистан

Какая-либо информация о рынке облигаций в Туркменистане отсутствует. Учитывая нерыночный характер экономики данной страны, скорее всего, финансовые инструменты там вообще не применяются.

Узбекистан

Рынок облигаций Узбекистана представлен внутренним рынком государственных и корпоративных облигаций. Объем рынка госбумаг по состоянию на конец 2003 года составлял примерно 46 млн. долларов (0.5% ВВП).

Объем рынка корпоративных облигаций в конце 2003 года составлял 20 млн. долларов (0,2% ВВП). На рынке были представлены примерно 25 эмиссий 20 эмитентов. Несмотря на малый объем рынка в абсолютном выражении, он очень активно прогрессирует – в конце 2001 года рынок корпоративных облигаций фактически отсутствовал, а в конце 2002 года его емкость была не более 5 млн. долларов. Уже за 4 мес. 2004 года было осуществлено еще 9 эмиссий. В основном выпускаются бумаги сроком обращения 1 или 2 года. В структуре инвесторов доминируют коммерческие банки и корпоративные инвесторы. Размещение корпоративных облигаций осуществляется как на биржевом (РФБ «Ташкент»), так и на внебиржевом рынке; вторичный рынок идет почти исключительно на бирже.

Украина

Рынок облигаций Украины представлен внешним и внутренним сегментом, причем, как и в России, значительно более развитым является внешний рынок. Объем выпусков суверенных еврооблигаций составлял на конец 2003 года 3 млрд. долларов, муниципальных и корпоративных еврооблигаций – 150 и 260 млн. долларов соответственно.

При этом на внутреннем рынке объем госбумаг в обращении составляет всего 373 млн. долларов. Эти цифры несколько расходятся с официальной статистикой, это связано с тем, что значительная часть выпусков госбумаг находится в портфеле Нацбанка, и, таким образом, ее не вполне корректно считать частью финансового рынка.

Объем рынка корпоративных облигаций по состоянию на конец 2003 года составил 158 млн. долларов (846 млн. гривен), в обращении были 70 выпусков 45 эмитентов. Эти данные также расходятся с официальной статистикой, но необходимо учитывать, что на Украине очень большой объем выпусков приходится на т.н. «технические» выпуски, которые нельзя считать инструментами финансового рынка. Соответственно, их нет смысла включать в данные по объемам рынка облигаций. Рынок корпоративных облигаций год от года растет, однако не очень быстро – по состоянию на конец 2002 года в обращении было 52 эмиссии 38 эмитентов на 740 млн. гривен, т.е. за 2003 год рынок вырос довольно мало, не очень высокие темпы роста наблюдаются пока и в 2004 году.

Оборот вторичного рынка корпоративных и муниципальных облигаций в ПФТС ((Первая Фондовая Торговая Система) за 2003 год составил около 2 млрд. гривен.(380 млн. долларов), т.е. примерно в 2.5 раза превысил объем эмиссий в обращении.

Рынки облигаций стран Балтии

Эстония

Для Эстонии характерен крайне малый объем внутреннего рынка госбумаг. Это очень сильно отличает Эстонию от большинства других стран, включая соседей по Балтии и Восточной Европе. По имеющимся данным, объем рынка госбумаг в Эстонии составляет

всего порядка 6.5 млн. долларов (в обращении находятся 3 выпуска), что крайне мало даже для небольшой страны. Долговые бумаги Эстония предпочитает выпускать на рынке еврооблигаций, где обращается выпуск на 125 млн. долларов.

Почти отсутствует в Эстонии и рынок муниципальных облигаций (в обращении есть только один выпуск). Таким образом, единственной существенной группой заемщиков на внутреннем рынке Эстонии являются корпоративные эмитенты. По нашим данным, на конец 2003 года объем рынка корпоративных облигаций Эстонии составлял около 186 млн. долларов, или 2.2% ВВП. Это сравнительно неплохой показатель, однако на протяжении последних лет объем внутреннего рынка облигаций Эстонии неуклонно сокращался. Связано это с тем, что прежде активные на рынке иностранные эмитенты с него уходят, а эстонские эмитенты не вполне в состоянии заполнить возникающий пробел. Тем не менее, для небольшой Эстонии рынок корпоративных облигаций весьма развит – сейчас на рынке представлено 53 эмиссии 36 эмитентов. Таким образом, средний объем эмиссии составляет чуть больше 3.5 млн. долларов. Крупнейшими эмитентами являются банки - Union Bank of Estonia (выпуски на 284, 190 и 40 млн. крон) и Сампо Банк, из корпоративных заемщиков крупнейшими являются сеть магазинов Kesko, паромный оператор Tallink и Таллиннский порт. Ликвидность вторичного рынка довольно низка, месячный оборот не превышает 20 млн. долларов. Подавляющая часть оборота проходит на внебиржевом рынке.

Латвия

Рынок государственных облигаций в Латвии гораздо активнее, чем в соседней Эстонии. Объем суверенных евробондов составляет порядка 625 млн. долларов (5.8% ВВП), объем внутреннего рынка – 621.1 млн. долл. (5.7% ВВП). Основной объем на внутреннем рынке гособлигаций составляют 5-летние бумаги. Большая часть рынка госбумаг сосредоточена в 4 крупных выпусках объемом 100-200 млн. долларов. Концентрация рынка в небольшом числе крупных выпусков способствует ликвидности рынка – в 2002 году оборот рынка облигаций на Рижской Фондовой Бирже приблизился к 400 млн. евро (данными по внебиржевому обороту мы не располагаем).

Рынок корпоративных облигаций в Латвии достаточно велик по общему объему, но представлен очень узким количеством эмитентов. В настоящее время в обращении находится примерно 20 выпусков 11 эмитентов общим объемом 250 млн. долларов (136 млн. лат), что составляет 2.3% ВВП Латвии. Правда, часть выпусков не является публичными, кроме того, значительная часть выпусков приходится на ипотечные облигации Latvijas Hipoteku un zemes banka (Mortgage and Land Bank of Latvia), который на 100% принадлежит государству. Среди корпоративных выпусков только один небанковский выпуск, осуществленный компанией Латтелеком, весь остальной объем приходится на банковские выпуски, в т.ч. иностранных банков.

Выпусков еврооблигаций латвийские корпоративные заемщики пока не осуществляли, но в ближайшее время дебютную эмиссию еврооблигаций может разместить Paragx bank.

Литва

Среди трех балтийских стран Литва обладает самым большим по объему рынком облигаций, как по абсолютному объему, так и по отношению к ВВП. Наибольшую долю занимает рынок госбумаг. У Литвы в обращении находятся еврооблигации объемом почти 2 млрд. долларов (5 выпусков), что составляет 9.9% ВВП страны. По объему еврооблигаций в процентах ВВП Литва занимает первое место среди стран бывшего СССР, обгоняя даже Россию (9.4%).

Литовская республика активно заимствует и на внутренних рынках. По состоянию на конец 2003 года объем внутреннего рынка госбумаг Литвы составлял 1.4 млрд. долларов. В данный момент в обращении находятся 37 выпусков. Если сравнивать с Латвией, то

рынок госбумаг в Литве в значительно большей степени распылен на мелкие выпуски – объем большинства выпусков не превышает 100 млн. литов (40 млн. долларов), и лишь 2 крупнейших выпуска по объему превышают 300 млн. литов (немногим больше 100 млн. долларов). Вторичный рынок довольно активен, оборот рынка госбумаг за 2003 год превысил 1.3 млрд. долларов. Вторичный рынок представлен как биржевым, так и внебиржевым сегментом с примерно равными оборотами.

В отличие от высокоразвитого рынка государственных облигаций Литвы, рынок корпоративных облигаций литовских эмитентов практически отсутствует. В обращении сейчас находятся всего 3 выпуска объемом около 200 млн. литов (74 млн. долларов), что составляет всего 0.4% ВВП Литвы. Ряд литовских заемщиков использует рынок еврооблигаций – объем корпоративных евробондов литовских эмитентов составляет 227 млн. долларов.

Рынки облигаций стран СНГ, Балтии и Восточной Европы: цифры и сравнения

Для того чтобы проанализировать развитие рынков облигаций в странах СНГ и Балтии и сравнить их как друг с другом, так и со странами Восточной Европы, можно посмотреть на Таблицы 1 и 2, где представлены данные об объемах сегментов рынка в абсолютном выражении (в млн. USD) и процентах ВВП страны.

Как видно из Таблицы 1, наибольшие как по объему, так и по доле в ВВП рынки облигаций сформировались в трех крупнейших странах СНГ – России, Украине и Казахстане. Разумеется, по абсолютному объему с огромным отрывом лидирует Россия, однако в масштабах экономики рынок облигаций Казахстана больше по объему. На рынке еврооблигаций из стран СНГ также пока представлены только Россия, Украина и Казахстан.

Кроме России, Украины и Казахстана, в других странах СНГ рынки облигаций пока очень малы и состоят в основном только из рынка госбумаг (Беларусь, Молдова, Армения). О рынке корпоративных облигаций, кроме России, Украины и Казахстана, можно говорить только применительно к Узбекистану; в остальных странах он в лучшем случае представлен единичными эмиссиями (признаки оживления есть в Азербайджане). Из стран Балтии наиболее развитый рынок корпоративных облигаций сложился в Эстонии, в Латвии рынок корпоративных облигаций представлен очень узким количеством эмитентов (в том числе большую долю занимает государственный ипотечный банк), в Литве рынок корпоративных облигаций пока фактически не получил развития.

Переходя к международным сравнениям, отметим, что рынки облигаций России и Казахстана находятся примерно на той же ступени развития, что и рынки облигаций прибалтийских республик – Латвии и Литвы. Что интересно, объем рынка облигаций в Эстонии гораздо меньше – в основном за счет почти полного отсутствия рынка госбумаг. При этом, даже Россия и Казахстан значительно отстают по масштабам рынка облигаций в ВВП от большинства восточноевропейских стран (за исключением Румынии).

Если рассматривать внутренние рынки **корпоративных** облигаций, то хотелось бы также обратить внимание на качественные черты рынков. Информация по России, Казахстану, Украине и Узбекистану (4 страны СНГ, в которых внутренние рынки корпоративных облигаций получили развитие) представлена в Таблице 3:

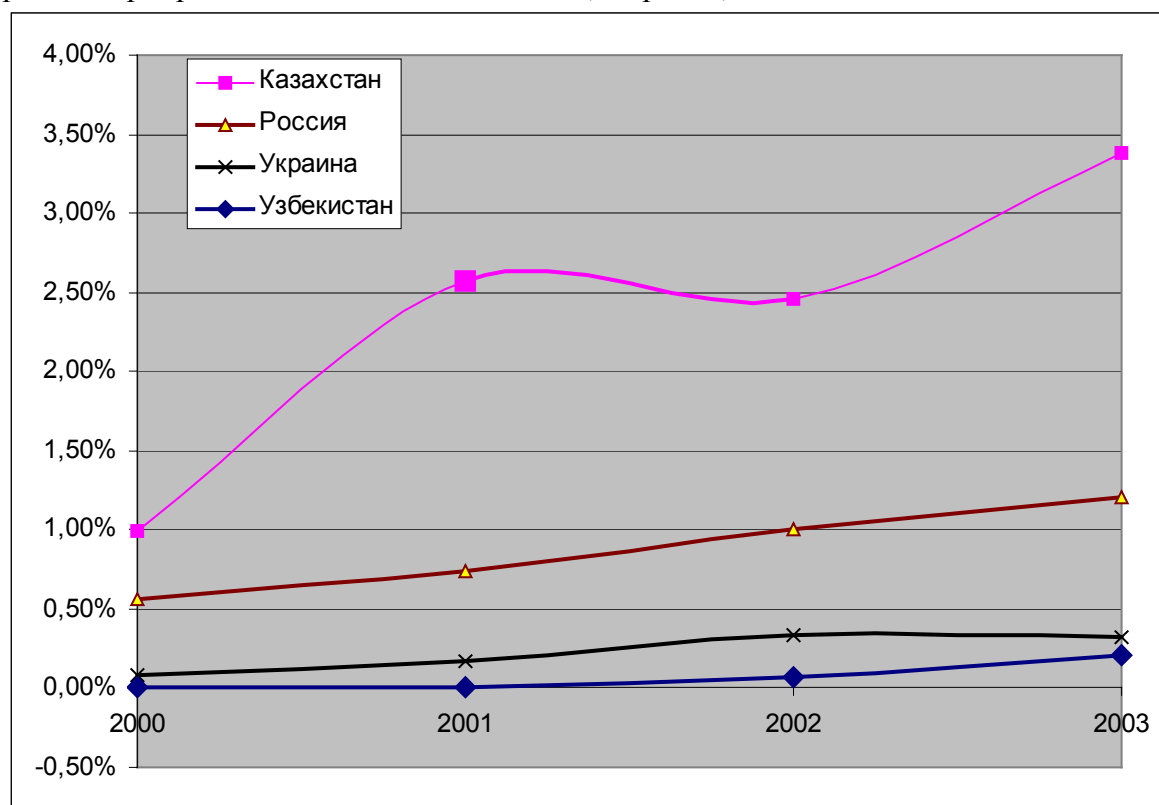
На основании этой таблицы можно сделать вывод, что в целом проблемы развития рынков в 4 странах в значительной степени похожи, и отражают процесс «становления» рынка. Как мне кажется, одной из основных проблем является отсутствие сбалансированной

структуры инвесторов. В результате в Казахстане имеет место перекося в сторону долгосрочных институциональных инвесторов (пенсионных фондов), что благотворно влияет на удлинение сроков заимствований, но при этом приводит к низкой ликвидности вторичного рынка. В России, Украине и Узбекистане, напротив, в структуре инвесторов доминируют коммерческие банки. Это способствует ликвидности (особенно в России и Украине), но зато приводит к тому, что рынок исключительно краткосрочный, и заимствований длиннее 3 лет практически нет.

Проблемой является и малый объем выпусков, особенно это характерно для Узбекистана и Украины, где объемы эмиссий в среднем лежат в пределах 0.5-2 и 2-5 млн. долларов соответственно. Такие малые объемы эмиссий делают работу с корпоративными облигациями мало привлекательной для финансовых институтов, препятствуют становлению индустрии инвестиционных банков. Но даже в России и Казахстане средние объемы эмиссий по мировым масштабам достаточно малы (не более 30 млн. долларов). Поэтому **практически ни на одном из рынков корпоративных облигаций этих стран нет заметного присутствия зарубежных инвестиционных банков.** В России единственным активным зарубежным инвестбанком является Райффайзенбанк. В Украине определенную роль играют дочерние банки российских структур (Альфа-банк, Петрокоммерц-Украина, НРБ), но доминируют также местные финансовые институты.

Выводы, перспективы развития рынков облигаций в странах СНГ

1. **Рынки облигаций в той или иной форме представлены практически во всех странах СНГ, за исключением Туркменистана, экономика которого не является рыночной.**
2. **Практически для всех стран СНГ на протяжении последнего времени характерен рост рынков облигаций.** Рассмотрим для примера динамику роста рынка корпоративных облигаций в России, Украине, Казахстане и Узбекистане.



Надо отметить также, что быстрый, «взрывной» рост для рынков облигаций не характерен. Такая ситуация возможна в самом начале развития какого-то сегмента рынка, но не возможна в более долгосрочной перспективе – в ней рост может быть только «арифметическим», а не геометрическим, и может даже сопровождаться снижением емкости рынка на некоторое время.

3. **Однако, несмотря на устойчивую тенденцию к росту рынков облигаций, даже в России и Казахстане объемы рынков в масштабах экономики значительно уступают показателям восточноевропейских стран.**

Здесь необходимо отметить, что устоявшихся по международным нормам «средних» объемов различных сегментов рынка облигаций фактически не существует. Объемы сегментов рынка (в % ВВП) в различных странах могут отличаться в десятки раз. Связано это с тем, что в каждой стране формируется своя собственная финансовая система, и рынок облигаций является только одним из сегментов этой системы. Таким образом, можно говорить о том, что у каждой страны есть «свой путь» в развитии рынка облигаций. Тем не менее, **вывод о том, что в долгосрочной перспективе рынки облигаций в странах СНГ должны будут вырасти в разы, если не в десятки раз, можно делать довольно смело.** Но, оговоримся, что речь идет именно о долгосрочной перспективе.

4. **Практически все страны СНГ имеют очень низкий уровень развития внутреннего рынка государственных облигаций.** Крупнейшим является внутренний рынок госбумаг Казахстана (8.4% ВВП), но даже эта страна значительно отстает как от лидеров среди Восточно-Европейских стран, так и от медианных показателей по Восточной Европе. Во всех остальных странах СНГ, включая Россию и Украину, объемы рынка госбумаг крайне низки. Для России и Украины характерна достаточно нетипичная для большинства стран ситуация, когда объемы внешнего рынка суверенных бумаг намного больше, чем объемы внутреннего рынка.

В этой связи необходимо отметить, что наличие развитого рынка государственных облигаций важно не только само по себе, но и как очень значимый стимул для развития других сегментов долгового рынка. **Таким образом, в определенном смысле отставание в общем уровне развития рынка облигаций в странах СНГ является следствием слабого развития рынка госбумаг.** На наш взгляд, правительствам стран СНГ следует активнее использовать возможности внутреннего рынка облигаций даже в случаях, когда бюджет государства не является дефицитным, поскольку таким образом можно способствовать развитию остальных сегментов рынка облигаций.

5. **Можно говорить о том, что развитие внутренних рынков корпоративных облигаций активнее идет в странах с большим размером экономики.** В странах СНГ наиболее развитые внутренние рынки корпоративных облигаций сформировались в трех крупнейших странах – Казахстане, России и Украине, среди стран Восточной Европы лидируют Чехия и Польша, также крупнейшие страны по объему экономики. Такой вывод представляется логичным, поскольку чем больше размер экономики, тем больше крупных компаний – потенциальных эмитентов. В малых экономиках эмитенты могут в большей степени быть ориентированы на выпуск еврооблигаций.

В силу этого, если в целом перспективы развития рынков корпоративных облигаций в крупных странах СНГ – России, Казахстане, Украине, Узбекистане сомнений не вызывают, то дать прогноз относительно перспектив формирования рынков корпоративных облигаций в малых

странах СНГ значительно сложнее. Опыт ряда небольших стран (Киргизия, Молдова, Азербайджан) показывает, что даже после первых прецедентов выпуска корпоративных облигаций, рынок может не набрать «критическую массу». Возможно, что для развития внутреннего рынка корпоративных облигаций в этих странах необходимы специальные шаги по стимулированию этого рынка. Впрочем, не следует забывать опыт маленькой Эстонии, где сформировался достаточно неплохо развитый рынок корпоративных облигаций, опыт этот демонстрирует, что малый размер экономики не является непреодолимым препятствием для развития рынка.

6. В настоящее время рынок муниципальных облигаций сформировался, по сути, только в России, в Украине и в Казахстане он представлен единичными выпусками, а в других странах СНГ отсутствует полностью. Этот сегмент рынка, таким образом, почти не используется. **На мой взгляд, потенциал развития рынка муниципальных облигаций есть во всех без исключения странах СНГ, включая небольшие страны.**

7. Выпуск облигаций на внешних рынках из стран СНГ на данный момент осуществляют только эмитенты из России, Казахстана и Украины. Из прибалтийских стран все три представлены на евторынках. **Скорее всего, инструменты рынка еврооблигаций в ближайшее время (2-3 года) начнут использовать и заемщики (как суверенные, так и корпоративные) из других стран СНГ.** В частности, о планах выпуска еврооблигаций недавно заявил Азербайджан. Конечно, массовых выпусков здесь ожидать трудно в силу довольно малых масштабов экономик самих стран, но опыт Литвы, выпустившей евробонды почти на 2 млрд. долларов, свидетельствует о том, что малый масштаб экономики не является непреодолимым препятствием. На наш взгляд, среди стран, которые первыми смогут выйти на евторынок, стоит выделить Азербайджан (по многим показателям эта страна похожа на Казахстан) и Узбекистан, возможно (в случае смены политического режима) Беларусь. Также можно ожидать существенного роста активности украинских корпоративных заемщиков, которые будут ориентироваться на успешный опыт компаний из соседней России.

Альтернативой выпуску еврооблигаций для заемщиков из стран СНГ может быть выпуск облигаций на одном из рынков другой страны СНГ. Потенциальные преимущества такого размещения понятны - требования к размеру эмиссии здесь меньше, чем на евторынках. Однако о данной теме значительно больше говорится, чем делается. Одно время активно обсуждалась тема выпуска облигаций российских компаний в Казахстане, потом обсуждалась тема выпуска облигаций украинскими компаниями в России. Кроме того, о возможности выпуска своих государственных облигаций на российском рынке несколько раз заявляла Беларусь. Однако реальных прецедентов кросс-границного размещения эмитентов стран СНГ почти нет. В 2000 году казахстанский АТФ-Банк разместил облигации на рынке Киргизии. Можно также вспомнить недавнее размещение в России облигаций Славинвестбанка под гарантию казахстанского банка ТуранАлем. Однако дальше этих двух прецедентов дело пока не пошло.

Ожидать активизации в данном направлении, в ближайшее время, на мой взгляд, нет оснований. Рынки облигаций почти всех без исключения стран СНГ достаточно жестко зарегулированы и не очень «либеральны» к иностранным заемщикам. Скорее можно ожидать ситуации, когда облигации будут размещаться на евторынках в форме еврооблигаций или CLN, при этом значительную часть выпуска будут выкупать инвесторы из СНГ. Отчасти такая ситуация уже имеет

место – при размещении еврооблигаций эмитентов Украины и Казахстана существенный объем спроса предъявляется российскими инвесторами.