ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Долговые рынки в странах БРИКС+

Аналитическая записка подготовлена сектором структурных проблем мировой экономики Центра комплексных европейских и международных исследований (ЦКЕМИ).

Резюме

Уровень развития финансовых рынков существенно отличается между странами БРИКС+. Наиболее развитой инфраструктурой финансовых рынков обладают «старые» участники БРИКС+ (Бразилия, Индия, Китай, Россия, ЮАР). В то же время в Эфиопии организованный финансовый рынок находится только на стадии формирования. Крупнейшим долговым рынком среди стран БРИКС+ обладает Китай – как с точки зрения объема размещенных облигаций, так и его размера относительно ВВП.

Почти во всех странах БРИКС+ государственные облигации составляют основную часть от размещенного объема локальных бумаг. Государственные рыночные заимствования в большинстве стран привлекаются посредством регулярных аукционов, при этом активно используется доразмещение «эталонных» выпусков. В то же время возможности привлекать долгосрочные заимствования на локальном финансовом рынке ограничены, в портфеле локальных государственных облигаций большинства стран преобладают краткосрочные и среднесрочные выпуски.

Заимствования на международных рынках капитала являются более востребованными среди компаний по сравнению с государственными эмитентами. Например, в Индонезии и ОАЭ объем корпоративных еврооблигаций превышает объем бумаг, размещенных на локальных рынках. Корпоративные еврооблигации почти всех БРИКС+ являются более ликвидными в сравнении с суверенными выпусками. В разрезе стран большей ликвидностью характеризуются выпуски эмитентов из Бразилии.

Для развития локальных долговых рынков в странах БРИКС+ может быть использован опыт стран АСЕАН+3. Запуск биржевых фондов облигаций, сближение национальных подходов к регулированию рынков капитала, формирование депозитарных и клиринговых мостов, а также общего фонда гарантий вложений позволили увеличить объем и ликвидность локальных рынков облигаций в большинстве стран региона.

Содержание аналитической записки

- Особенности финансовых систем стран БРИКС+
- Конъюнктура долговых рынков в 2020-2025 гг.
- Государственный долг стран БРИКС+
- Особенности долговых рынков стран БРИКС+
    - Государственный сектор
    - Корпоративный сектор
- Перспективы развития долговых рынков в странах БРИКС+

Долговые рынки стран БРИКС+

Современная мировая финансовая система характеризуется усилением фрагментации, переосмыслением роли региональных институтов развития, разработкой альтернативных решений в части финансовой инфраструктуры. На этом фоне возрастает роль внутренних и региональных долговых рынков как источника заимствований для суверенных и корпоративных заемщиков. Глубокие и ликвидные локальные долговые рынки позволяют эмитентам привлекать заимствования по более низкой стоимости, снижать валютные и инфраструктурные риски.

Развитие локальных долговых рынках в странах БРИКС+ может способствовать усилению финансовой интеграции в рамках объединения, в том числе за счет увеличения объемов размещенных облигаций в национальных валютах. При этом неоднородный состав объединения стран БРИКС+ определяет и существенные различия в локальных долговых рынках. В аналитической записке оценивается современного состояния, ключевых тенденций и стратегических вызовов развития долговых рынков в странах БРИКС+.

Особенности финансовых систем стран БРИКС+

Развитие финансовых рынков стран группы БРИКС+ протекает неравномерно. Зрелая инфраструктура характерна для финансовых рынков Бразилии, Индии, Китая, России и ЮАР, где развита биржевая торговля, функционируют центральные контрагенты и запущены программы маркет-мейкинга, что укрепляет доверие инвесторов к рынку ценных бумаг и повышает его ликвидность. Также активно модернизируется финансовая инфраструктура в ОАЭ, Индонезии и Египте, однако разнообразие доступных инструментов и ликвидность рынков остаются более низкими в сравнении со «старыми» участниками БРИКС+. В то же время финансовый рынок Ирана почти полностью изолирован от внешних участников, а первая фондовая биржа в Эфиопии начала функционировать только в 2025 году.

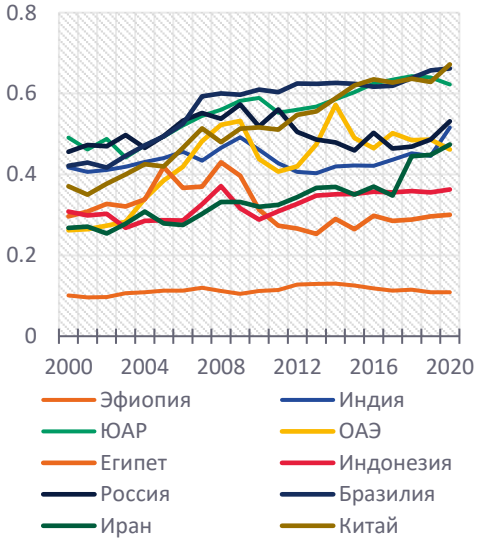

Рис. 1 Индекс финансового развития стран БРИКС+ (пункты). Источник: МВФ.

Кроме того, страны БРИКС+ различаются с точки зрения преобладающих источников корпоративного финансирования. В академической литературе предложена классификация локальных финансовых систем на «банковские» (bank-based) и «рыночные» (markets-based) [Chakraborty, Ray, 2006]. Как правило, банковские кредиты являются основным источником финансирования в странах гражданского (континентального) права, в то время как «рыночные» финансовые системы характерны для стран общего права, которое лучше защищает права миноритарных акционеров [Ergungor, 2004]. В рамках данной классификации страны БРИКС+ могут быть отнесены к разным типам: например, в более ранних исследованиях Бразилия отнесена к странам с «рыночным» финансированием, а Индонезия – к странам с «банковским» финансированием [Demirgüç-Kunt, Maksimovic, 2002].

Динамика индексов развития финансовых институтов и финансовых рынков подтверждает указанные межстрановые различия (см. рисунок 2). Более высокое значение индекса развития финансовых институтов в сравнении с индексом развития финансовых рынков указывает на определяющую роль банков в финансировании экономики в Индонезии, Иране, России и ЮАР. Однако в Индии и ОАЭ более высокое значение принимает индекс развития финансовых рынков, что отражает более высокую роль рынка ценных бумаг как источника финансирования экономики. В то же время в Бразилии, Египте и Китае различия в индексах развития финансовых институтов и финансовых рынков несущественны.

Таким образом, на развитие локальных долговых рынков стран БРИКС+ может влиять не только состояние инфраструктуры рынков и степень их открытости для разных групп инвесторов, но и исторически сложившиеся источники финансирования экономики.

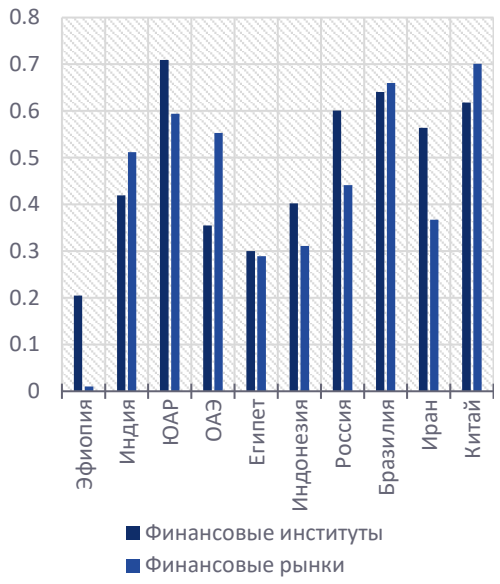

Рис. 2 Индекс развития финансовых институтов и финансовых рынков стран БРИКС+ (пункты)

Источник: МВФ.

Конъюнктура долговых рынков в 2020–2025 гг.

В последние несколько лет на развитие рынков облигаций в странах БРИКС+ оказывало влияние усиление проинфляционного давления, которое потребовало существенного ужесточения ДКП в 2021–2023 гг. Несмотря на то, что в 2024–2025 гг. большинство центральных банков перешли к снижению процентных ставок, они остаются на достаточно высоком уровне (см. рисунок 3). Ожидая снижения процентных ставок, эмитенты могли откладывать размещение облигаций, тем самым замедляя рост объемов локальных долговых рынков.

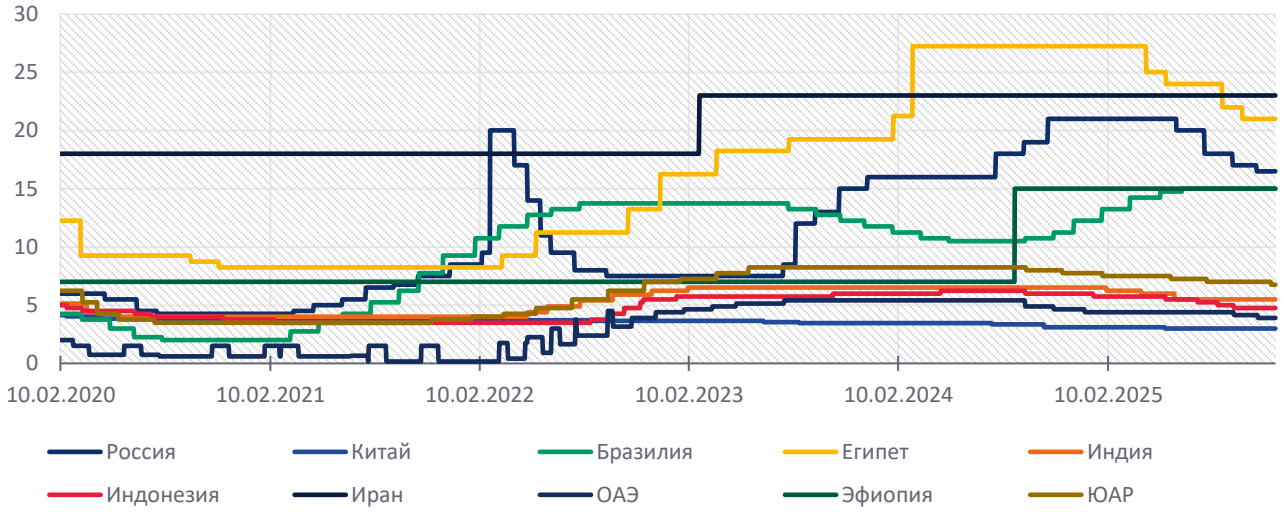

Рис. 3 Ключевые ставки центральных банков стран БРИКС+ (% годовых). Источник: Cbonds.

После заметного ужесточения ДКП центральными банками – эмитентами резервных валют в 2022–2023 гг. кредитные спреды корпоративных облигаций в иностранных валютах также выросли, однако не достигли критических уровней периода пандемии COVID-19 (см. рисунок 4). Тем не менее, расширение спредов сдерживало активность эмитентов на международных рынках капитала. По мере снижения процентных ставок и спредов в 2024–2025 гг. отдельные страны БРИКС+ вернулись на рынки еврооблигаций (в частности, суверенные выпуски разместили Бразилия, Египет и ОАЭ). В то же время эмитенты из Ирана и России оставались под ограничениями доступа на международные рынки капитала. В этих условиях единственным источником рыночных заимствований для эмитентов из этих стран выступили локальные рынки.

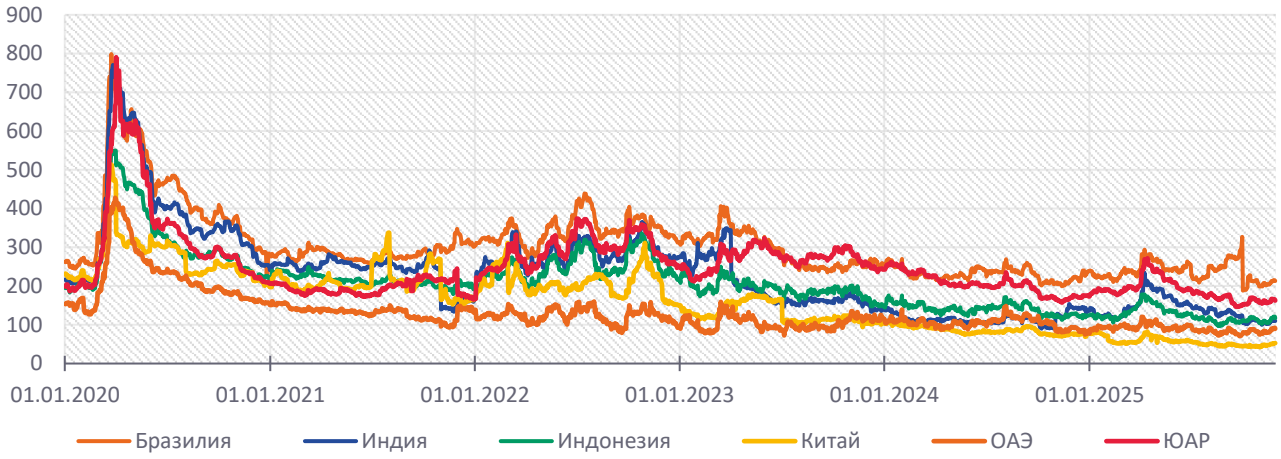

Рис. 4 Средневзвешенный Т-спред корпоративных локальных и международных облигаций в долларах США отдельных стран БРИКС+ (б.п.). Источник: Cbonds.

Государственный долг стран БРИКС+

Уровень суверенной долговой нагрузки и его траектория в странах БРИКС+ отличались в последние годы, при этом дивергенция постепенно усиливается (см. рисунок 5). В первую группу могут быть объединены страны с высоким уровнем государственного долга, который длительное время превышает 60% от ВВП (Бразилия, Египет, Индия, Китай и ЮАР). При этом в Бразилии, Египте и Индии суверенная долговая нагрузка стабилизировалась на высоких уровнях, в то время как в Индии и Китае уровень государственного долга последовательно увеличивался. На среднесрочном горизонте снижение уровня государственного долга прогнозируется только в Египте, при этом он останется выше 60% от ВВП. В Индии существенного изменения уровня суверенной долговой нагрузки до 2030 г. не ожидается, в то время как в Бразилии, Китае и ЮАР он продолжит увеличиваться.

Во второй группе стран (Индонезия, Иран, ОАЭ, Россия, Эфиопия) государственный долг стабилизировался на существенно более низком уровне. В 2025 г. он превысил 40% от ВВП только в Эфиопии, что было обусловлено значительным ослаблением национальной валюты.

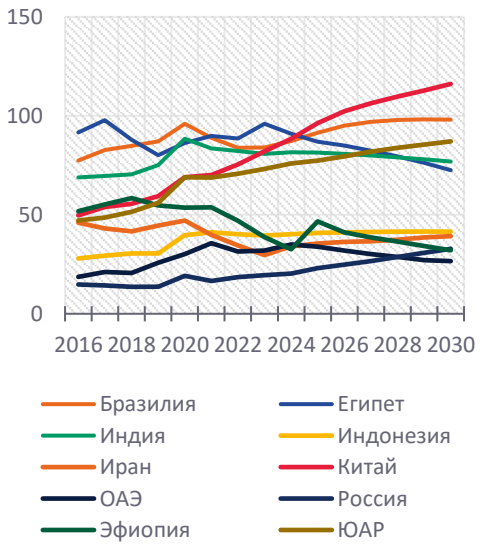

Рис. 5 Уровень государственного долга в странах БРИКС+ (% от ВВП)

Источник: МВФ.

Наименьший уровень государственного долга на протяжении долго периода времени фиксируется в России, однако на среднесрочном горизонте ожидается его увеличение до 30% от ВВП. В то же время в Эфиопии и ОАЭ суверенная долговая нагрузка к 2030 г. снизится.

Для обеспечения долговой и бюджетной устойчивости в отдельных странах БРИКС+ внедрены бюджетные правила. Например, в России бюджетное правило ограничивает использование избыточных поступлений от экспорта нефти для финансирования бюджетных расходов с целью обеспечить структурную сбалансированность государственного бюджета. В то же время в Бразилии с 2023 г. действуют ограничения на уровень первичного дефицита государственного бюджета и темп прироста бюджетных расходов [Kolerus, Pereira, 2023].

Уровень государственного долга и его динамика на среднесрочном горизонте влияют на принимаемый инвесторами риск, что определяет изменение стоимости государственных заимствований как на внутреннем, так и внешних рынках. Кроме того, наращивание государственных обязательств может приводить к вытеснению размещений облигаций корпоративных эмитентов и/или росту стоимости их заимствований. Данный эффект наиболее заметен на внутренних финансовых рынках, которые обладают меньшей емкостью [Liu et al., 2023].

Особенности долговых рынков стран БРИКС+

Общий объем рынков локальных облигаций стран БРИКС составляет около 22 трлн долл. США, при этом 74% от этого объема приходится на долговой рынок Китая (см. рисунок 6). Вторым по объему размещенных облигаций является рынок Индии, на котором обращаются бумаги объемом около 2,8 трлн долл. США. К относительно крупным долговым рынкам также могут быть отнесены Бразилия и Россия, объем размещенных облигаций на которых составляет примерно по 800 млрд долл. США. В то же время в остальных странах БРИКС+ локальные долговые рынки остаются незначительными с точки зрения объема размещенных облигаций.

Рассматривая объем рынка локальных облигаций относительно ВВП (см. рисунок 7), можно выделить три группы стран БРИКС+. Первая группа включает страны с наиболее емкими локальными долговыми рынками, объем которых составляет более половины от ВВП страны (Индия, Иран, Китай, ЮАР). Во второй группе стран объем локального рынка облигаций составляет от 25 до 50% от ВВП (Бразилия, Египет, Индонезия, Россия). Наконец, в ОАЭ и Эфиопии объем долгового рынка составляет существенно меньшую долю ВВП.

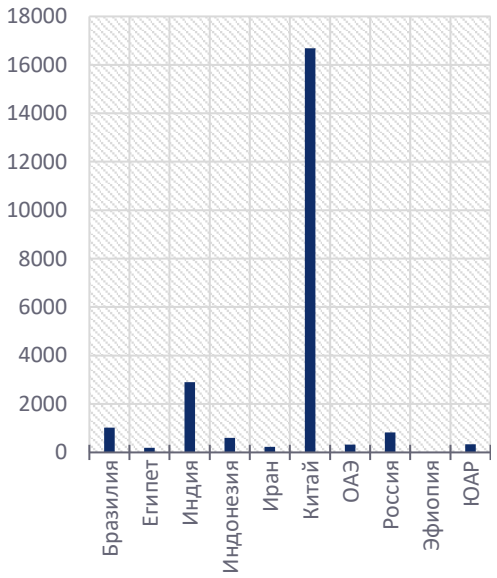

Рис. 6 Объем рынков локальных облигаций стран БРИКС+ (млрд долл. США)

Источник: Cbonds.

Государственный сектор

На локальных долговых рынках в большинстве стран БРИКС+ преобладают государственные облигации (см. рисунок 8). Наиболее высокая доля государственных облигаций в структуре всех бумаг в обращении – в Египте и Эфиопии, где корпоративные эмитенты почти не размещают облигации. Также доля корпоративных облигаций существенно уступает государственным бумагам в Индонезии, Иране и ОАЭ. В то же время Россия является единственной страной БРИКС+, где доля корпоративных облигаций незначительно превосходит долю государственных бумаг в обращении.

Локальные долговые рынки отдельных стран БРИКС+ характеризуются низким потенциальным спросом в связи с ограничениями на участие нерезидентов и отсутствием крупных институциональных инвесторов в виде пенсионных и инвестиционных фондов. В этой связи как суверенные, так и корпоративные эмитенты размещали выпуски на международных рынках. Наиболее высокую долю еврооблигации составляют об общего объема государственных ценных долговых бумаг в Эфиопии и Индонезии (см. рисунок 9). В остальных странах БРИКС+ объем суверенных еврооблигаций существенно уступает объему локальных государственных бумаг.

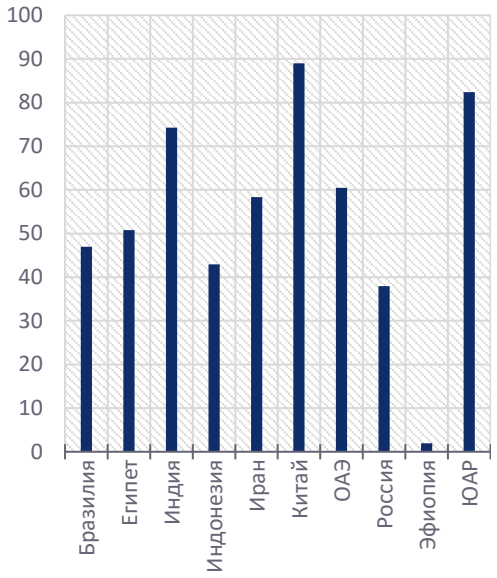

Рис. 7 Объем рынков локальных облигаций стран БРИКС+ (% от ВВП)

Источник: Cbonds, МВФ.

Рис. 8 Соотношение государственных и корпоративных локальных облигаций в странах БРИКС+ (%). Источник: Cbonds.

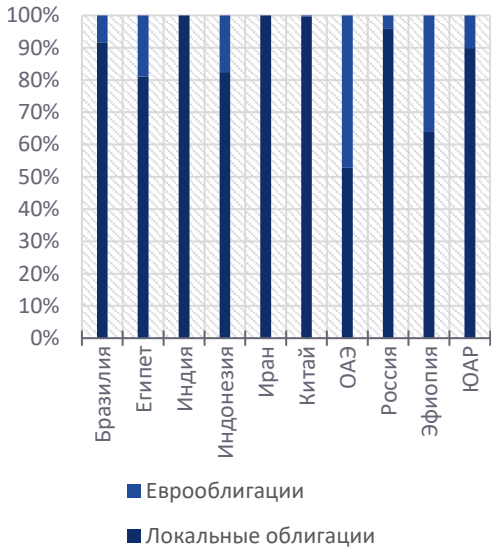

Рис. 9 Соотношение государственных локальных и международных облигаций в странах БРИКС+ (%). Источник: Cbonds.

В таблице 1 отражена информация о суверенных локальных облигациях и еврооблигациях стран БРИКС+. Наибольший опыт в привлечении средств на международных рынках имеют Бразилия, Египет, Индонезия и Китай, в то время как Индия и Иран никогда не размещали долговые ценные бумаги на мировых финансовых рынках. При этом дефолты по еврооблигациям среди стран БРИКС+ были зафиксированы в Эфиопии и России. В частности, Эфиопия не смогла произвести купонные выплаты по единственному выпуску в 2023 году. Россия не смогла произвести выплаты по суверенным выпускам еврооблигаций в 2022 г., так как иностранные банки заблокировали валютные платежи вследствие санкционных ограничений. При этом инвесторам был предложен альтернативный вариант с зачислением рублевых платежей на специальные счета иностранных депозитариев в «Национальном расчетном депозитарии». Впоследствии Министерство финансов России также разместило замещающие суверенные облигации, чтобы проводить все операции с бумагами в рублях и в рамках российского права.

В то же время почти все страны БРИКС+ наращивают количество выпусков локальных облигаций для диверсификации долгового портфеля и формирования «эталонных» процентных ставок в экономике (см. таблицу 1).

	ЛОКАЛЬНЫЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ	
СТРАНА	**Количество выпусков (ед.)**	**Объем в обращении (млрд долл. США)**	**Количество выпусков (ед.)**	**Объем в обращении (млрд долл. США)**
БРАЗИЛИЯ	50	534,9	23	47,7
ЕГИПЕТ	288	165,9	27	35,2
ИНДИЯ	296	1311,3	0	0
ИНДОНЕЗИЯ	343	424,2	82	201,8
ИРАН	100	189,9	0	0
КИТАЙ	309	5495,5	24	28,1
ОАЭ	15	72,9	8	10,3
РОССИЯ	75	393,0	13	15,3
ЭФИОПИЯ	42	1,9	1	1
ЮАР	94	224,3	16	22,6

Табл.1: Локальные государственные облигации и еврооблигации стран БРИКС+

Источник: Cbonds.

Почти во всех странах БРИКС+ государственные рыночные заимствования привлекаются посредством регулярных аукционов, которые проводятся на еженедельной основе (см. таблицу 2). Исключением с точки зрения регулярности аукционов являются Китай и ОАЭ, где государственные облигации размещают ежемесячно, а в Эфиопии аукционы проходят каждые две недели. Помимо аукционов, в Индонезии, Иране и Эфиопии также практикуется прямое размещение государственных облигаций среди ограниченного круга инвесторов.

Наиболее распространенным подходом к привлечению внутренних рыночных заимствований является доразмещение крупных выпусков государственных облигаций, что способствует формированию «эталонных» выпусков, учитывающихся при расчете кривой доходностей государственных облигаций. В то же время в Китае, ОАЭ и Эфиопии доразмещение государственных облигаций не проводится, выпуски полностью или частично продаются инвесторам одним аукционом, дополнительная эмиссия не предусмотрена. Кроме того, для управления рыночной конъюнктурой почти во всех странах предусмотрен обратный выкуп облигаций, однако регулярно он используется только в Индии, Индонезии и ЮАР. В то же время в России обратный выкуп государственных облигаций применялся только до 2008 г., а в Бразилии операции были проведены в 2020 г. в период наибольшей волатильности на финансовых рынках вследствие пандемии COVID-19.

СТРАНА	РЕГУЛЯРНОСТЬ	ФОРМАТ	ДОРАЗМЕЩЕНИЯ	ОБРАТНЫЙ ВЫКУП
БРАЗИЛИЯ	Еженедельно	Аукционы	+	+
ЕГИПЕТ	Еженедельно	Аукционы	+	-
ИНДОНЕЗИЯ	Еженедельно	Аукционы и прямое размещение	+	+
ИНДИЯ	Еженедельно	Аукционы	+	+
ИРАН	Еженедельно	Аукционы и прямое размещение	+	-
КИТАЙ	Ежемесячно	Аукционы	-	-
ОАЭ	Ежемесячно	Аукционы	-	-
РОССИЯ	Еженедельно	Аукционы	+	+
ЭФИОПИЯ	Раз в две недели	Аукционы и прямое размещение	-	-
ЮАР	Еженедельно	Аукционы	+	+

Табл.2: Особенности привлечения рыночного государственного долга в странах БРИКС+

Источник: данные министерств финансов и центральных банков стран БРИКС+.

Возможности привлечения долгосрочных заимствований на внутреннем долговом рынке ограничены в отдельных странах БРИКС+. Долгосрочные государственные облигации со сроком погашения более 10 лет составляют основную часть внутренних государственных обязательств в Индии, Индонезии и ЮАР, а в Китае и России активно размещаются долговые ценные бумаги с тенором от 5 до 10 лет (см. рисунок 10). В то же время в Египте, Иране и Эфиопии суверенный долговой портфель внутренних государственных облигаций состоит преимущественно из краткосрочных заимствований на срок до 2 лет.

В общей структуре государственного долга большинства стран БРИКС+ преобладают заимствования на внутреннем рынке (см. рисунок 11). В то же время государственные обязательства Эфиопии состоят преимущественно из внешних кредитов, предоставляемых международными финансовыми институтами (так как Эфиопия относится к странам с низким уровнем доходов, у страны есть возможность привлекать внешние кредиты на льготных условиях). Также внешние кредиты составляют заметную часть суверенного долгового портфеля в Египте и ЮАР.

Таким образом, текущий уровень развития локальных долговых рынков в странах БРИКС+ не позволяет в полной мере ограничить отдельные риски. Во-первых, отдельные страны не имеют возможности привлекать долгосрочные рыночные заимствований на внутреннем рынке, что обостряет риск рефинансирования. Во-вторых, внешние кредиты по-прежнему занимают существенную часть суверенного долгового портфеля отдельных стран, что сопряжено с валютным риском.

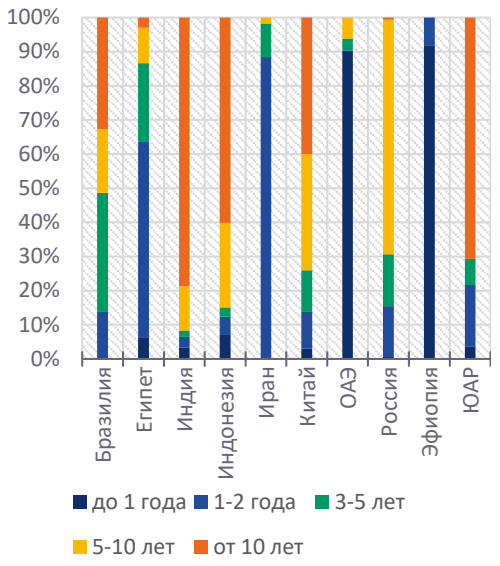

Рис. 10 Структура локальных государственных облигаций в обращении в разрезе диапазонов по сроку до погашения (%). Источник: Cbonds.

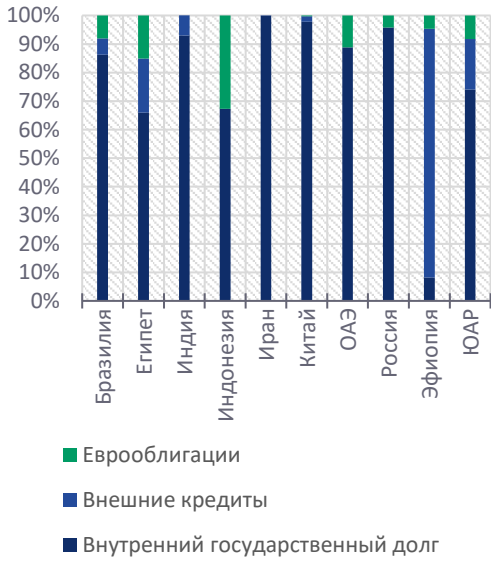

Рис. 11 Структура государственного долга стран БРИКС+ (%). Источник: Всемирный банк, МВФ.

Корпоративный сектор

Корпоративный сектор также использует возможности локальных долговых рынков, однако компании чаще выходят на международные рынки капитала по сравнению с государственными эмитентами. Среди корпоративных эмитентов еврооблигации более востребованы по сравнению с локальными бумагами в Индонезии и ОАЭ (см. рисунок 12). Также заметную долю еврооблигации занимают среди размещенных корпоративных облигаций бразильских и египетских компаний. Наибольший объем корпоративных еврооблигаций размещен компаниями – экспортерами, которые могут обслуживать обязательства за счет поступлений валютной выручки.

Отдельные эмитенты также размещают международные облигации в национальной валюте, однако их доля от общего объема долга незначительна во всех странах (см. рисунок 13). Наиболее заметный объем таких бумаг разместили эмитенты из Китая и ОАЭ. В то же время локальные облигации в иностранной валюте чаще размещали эмитенты в Египте и России. В частности, в России размещение было связано с замещением еврооблигаций, а также выпуском «квазивалютных» (бивалютных) облигаций.

Таким образом, долговые рынки стран БРИКС+ существенно различаются с точки зрения объема размещенных локальных облигаций и размера рынка относительно ВВП. Основная часть всех локальных облигаций стран БРИКС+ приходится на эмитентов из Китая, при этом рынки Индии, Ирана и ЮАР также характеризуются высокой емкостью относительно ВВП. Почти во всех странах в структуре размещенных облигаций преобладают государственные бумаги, только в России доли корпоративных и государственных облигаций в обращении почти совпадают. Корпоративные эмитенты из стран БРИКС+ чаще привлекают заимствования на международных рынках капитала вместо локальных рынков облигаций, при этом ликвидность их выпусков чаще всего выше в сравнении с государственными еврооблигациями.

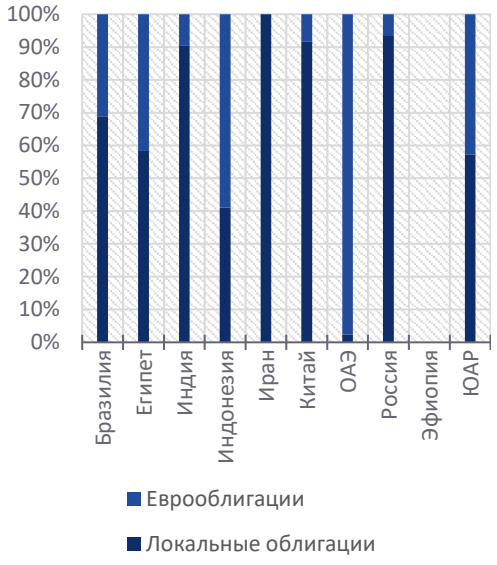

Рис. 12 Соотношение корпоративных локальных и международных облигаций в странах БРИКС+ (%). Источник: Cbonds.

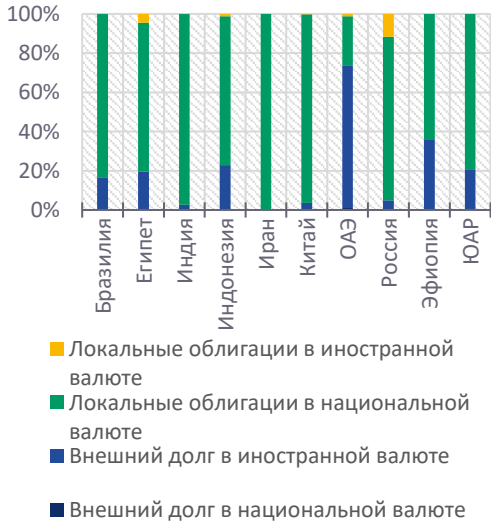

Рис. 13 Структура размещенных государственных и корпоративных облигаций в странах БРИКС+ (%). Источник: Cbonds.

Среди размещенных государственных и корпоративных еврооблигаций наиболее ликвидными являются выпуски эмитентов из Бразилии, в то время как выпуски эмитентов из Индонезии характеризуются наименьшей ликвидностью (см. рисунок 14). В большинстве стран БРИКС+ более ликвидными являются выпуски корпоративных еврооблигаций в сравнении с государственными бумагами.

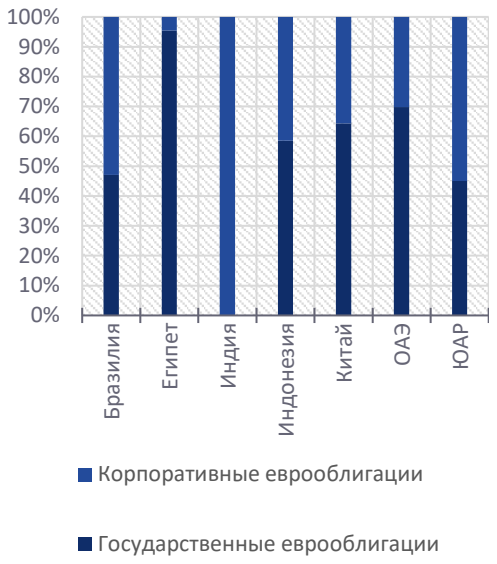

Рис. 14 Спред bid-ask государственных и корпоративных еврооблигаций отдельных стран БРИКС+ (%). Источник: Cbonds.

Перспективы развития долговых рынков в странах БРИКС+

Для развития долговых рынков стран БРИКС+ может быть использован опыт ABMI (Asian Bond Markets Initiative), который представляет ценность в контексте усилий по дедолларизации взаимной торговли и инвестиций, а также создания альтернативной глобальной финансовой архитектуры. Целью ABMI является развитие рынков облигаций в национальных валютах стран региона как альтернативы краткосрочным заимствованиям и кредитам в иностранной валюте. Инициатива была запущена в декабре 2002 г. странами АСЕАН+3 (Ассоциация стран Юго-Восточной Азии, а также Китай, Япония и Южная Корея) и стала реакцией на Азиатский кризис 1997 года.

Таким образом, изначальная цель инициативы состояла в снижении валютных и срочных дисбалансов за счет повышения глубины и ликвидности локальных рынков облигаций. Постепенно ABMI стала частью более широкой повестки, связанной с региональной интеграцией за счет перераспределения значительных объемов сбережений внутри стран для финансирования инфраструктурных инвестиций. Перечисленные цели являются актуальными и для стран БРИКС+, так как для большинства стран объединения ограничена возможность привлечения среднесрочных и долгосрочных заимствований на внутренних финансовых рынках, при этом заметную часть суверенных обязательств составляют внешние кредиты и еврооблигации.

Одной из первых мер по стимулированию выпуска облигаций в национальных валютах стран – участниц ABMI стал запуск фондов азиатских облигаций (Asian Bond Funds, ABF). Целью данной меры было стимулирование спроса на долговые ценные бумаги эмитентов из стран АСЕАН+3 за счет предоставления инвесторам индексных облигационных фондов.

Первый фонд ABF1 объемом 1 млрд долл. США был сформирован в 2003 г. за счет взносов центральных банков Австралии, Китая, Гонконга, Индонезии, Японии, Южной Кореи, Малайзии, Новой Зеландии, Филиппин, Сингапура и Таиланда. Управляющим фондам выступил Банк международных расчетов, средства вкладывались в суверенные и квази-суверенные долларовые облигации стран – участниц, за исключением Австралии, Японии и Новой Зеландии [BIS, 2003].

Второй фонд ABF2 объемом 2 млрд долл. США был сформирован в 2005 г. за счет взносов центральных банков, однако, в отличие от ABF1, данные средства инвестировались в облигации в национальных

валютах, при этом сам фонд является биржевым (ETF). Одной из особенностей ABF2 стало формирование Паназиатского индексного фонда облигаций (PAIF) и восьми «страновых» фондов, ориентированных на отдельные локальные долговые рынки восьми стран – участниц. Таким образом, фонд PAIF инвестирует средства в суверенные и квази-суверенные облигации, выпущенные в любой из восьми стран – участниц. В то же время каждый из восьми «страновых» фондов приобретает суверенные и квази-суверенные облигации, размещенные на долговых рынках соответствующих стран [HKMA, 2005].

Помимо запуска Asian Bond Funds, в рамках реализации ABMI были предприняты следующие регуляторные меры по развитию локальных долговых рынков [ADB, 2017]:

- гармонизация законодательства о рынках капитала в странах-участницах (введение единых стандартов и правил выпуска облигаций в национальных валютах, стандартизация процедур регистрации и листинга облигаций, формирование общих стандартов раскрытия информации для эмитентов);
- создание регионального фонда (Credit Guarantee and Investment Facility) для предоставления безотзывных и безусловных гарантий по выплатам держателям облигаций в случае невыплаты обязательств эмитентами в течение всего срока действия облигаций;
- развитие инфраструктуры рынка облигаций (создание механизмов клиринга, внедрение электронных торговых платформ и центральных депозитариев, развитие локальных рейтинговых агентств).

С начала реализации ABMI объем локальных рынков облигаций вырос в большинстве стран АСЕАН (см. рисунок 15). Наиболее заметный рост произошел в Малайзии, которая осталась лидером объединения с точки зрения объема долгового рынка. Также существенно увеличился объем рынка облигаций Таиланда и Вьетнама, где посредством ABMI рынок был сформирован с самой начальной стадии. В то же время объем локального долгового рынка в Индонезии остался почти неизменным: несмотря на то, что в начальный период реализации ABMI рынки облигаций Индонезии, Таиланда и Филиппин были сопоставимы по объему, в 2024 г. Таиланд стал вторым по значимости долговым рынком объединения, а его объем более чем в два раза превысил показатель индонезийского рынка.

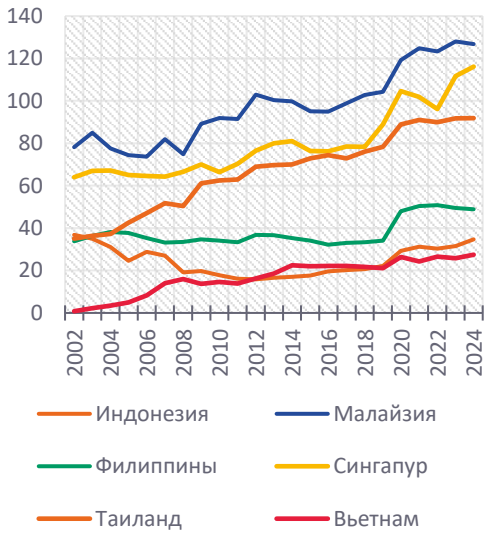

Рис. 15 Объем локальных рынков облигаций отдельных стран АСЕАН (% от ВВП). Источник: AsianBondsOnline.

Помимо увеличения объема долговых рынков, ABMI способствовала повышению их ликвидности (см. рисунок 16). Наиболее заметно объем торгов вырос в Индонезии и Таиланде, в то время как на Филиппинах он существенно не изменился. Кроме того, ликвидность рынка облигаций Малайзии заметно выросла в 2006–2012 гг. (особенно после запуска количественного смягчения ФРС США), однако впоследствии объем торгов вернулся к прежним уровням.

Ликвидность сегментов государственных и корпоративных облигаций существенно отличается в странах АСЕАН (см. рисунок 17). Почти во всех странах основной объем торгов в 2024 г. проходил в сегменте государственных облигаций. При этом в Сингапуре, Филиппинах и Вьетнаме биржевые сделки с корпоративными облигациями не заключались. Таким образом, эффективность ABMI остается ограниченной, так как корпоративные долговые ценные бумаги характеризуются невысокой ликвидностью.

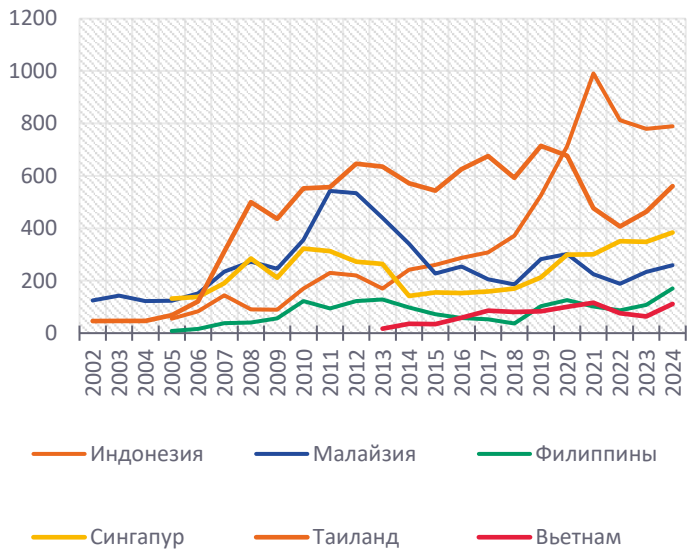

Рис. 16 Объем торгов на локальных рынках облигаций отдельных стран АСЕАН (млрд долл. США). Источник: AsianBondsOnline.

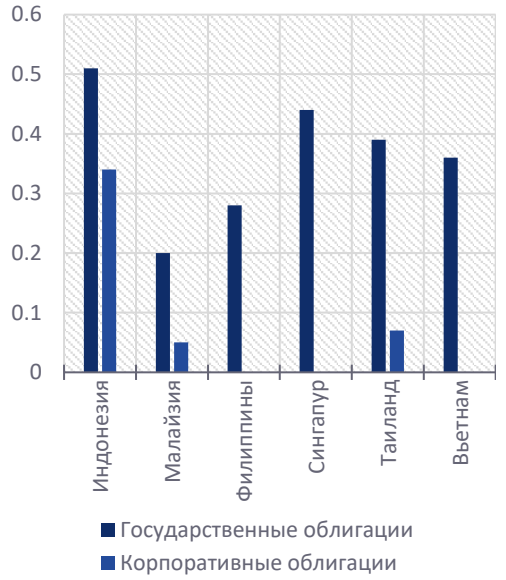

Рис. 17 Оборот на локальных рынках облигаций отдельных стран АСЕАН в 2024 г. Источник: AsianBondsOnline.

Ключевые меры, которые могут быть адаптированы из опыта ABMI для развития долговых рынков в странах БРИКС+:

- стандартизация и гармонизация правил выпуска и обращения облигаций;
- развитие расчетно-депозитарной инфраструктуры и клиринга;
- создание институтов кредитных гарантий по аналогии с Credit Guarantee and Investment Facility для снижения рисков эмитентов и стимулирования выпуска корпоративных облигаций в национальных валютах;
- поддержка развития рейтинговых агентств;
- запуск биржевых фондов облигаций качественных эмитентов из стран БРИКС+ (бумаги в национальных валютах).

Часть описанных мер по адаптации опыта ABMI уже находятся в повестке БРИКС+, включая формирование независимой расчетно-депозитарной инфраструктуры, взаимное признание рейтингов и создание общей антиотмывочной платформы. В то же время гармонизация правил выпуска облигаций может быть осложнена из-за значительных институциональных различий. В частности, отдельные страны БРИКС+ допускают размещение только определенных видов долговых ценных бумаг (например, исламские облигации и векселя в Иране. Кроме того, расчетно-депозитарные организации отдельных стран находятся под санкционными ограничениями, что создает риски вторичных санкций при формировании депозитарных мостов.

Источники и литература

1. Asian Bond Markets Initiative Data Portal. – URL: https://asianbondsonline.adb.org/data-portal/ (дата обращения: 15.11.2025).

2. Asian Development Bank. The Asian Bond Markets Initiative: Policy Maker Achievements and Challenges (2017). – URL: https://www.cbd.int/financial/greenbonds/adb-asianbondmarkets2017.pdf (дата обращения: 15.11.2025).

3. Bank for International Settlements. Launch of the Asian Bond Fund. – URL: https://www.bis.org/press/p030602b.htm (дата обращения: 08.12.2025).

4. Chakraborty S., Ray T. Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis // Journal of Monetary Economics. – 2006. – Vol. 53. – № 2. – P. 329–350.

5. Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data // Journal of financial Economics. – 2002. – Vol. 65. – № 3. – P. 337–363.

6. Ergungor O. E. Market-vs. bank-based financial systems: Do rights and regulations really matter? // Journal of Banking & Finance. – 2004. – Vol. 28. – № 12. – P. 2869–2887.

7. Financial Development Index. – URL: https://db.nomics.world/IMF/FDI (дата обращения: 15.11.2025).

8. Hong Kong Monetary Authority. EMEAP Press Statement The Asian Bond Fund 2 has moved into Implementation Phase. – URL: https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2005/05/20050512-3/ (дата обращения: 08.12.2025).

9. International Debt Statistics. – URL: https://databank.worldbank.org/source/international-debt-statistics# (дата обращения: 25.11.2025).

10. International Monetary Fund. Data Explorer. – URL: https://data.imf.org/en/Data-Explorer (дата обращения: 25.11.2025).

11. Kolerus C., Pereira J. Brazil's fiscal framework: Challenges and options for reform. – URL: https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/view/journals/002/2023/289/article-A001-en.pdf (дата обращения: 25.11.2025).

12. Liu Q., Bai Y., Song H. The crowding out effect of government debt on corporate financing: Firm-level evidence from China // Structural Change and Economic Dynamics. – 2023. – Vol. 65. – P. 264–272.

13. World Economic Outlook (WEO). – URL: https://data.imf.org/en/datasets/IMF.RES:WEO (дата обращения: 15.11.2025).

14. Мировые рынки облигаций и еврооблигаций. – URL: https://cbonds.ru/countries/ (дата обращения: 15.11.2025).

15. Процентные ставки ЦБ. – URL: https://cbonds.ru/central-bank-rates/ (дата обращения: 15.11.2025).

Авторский коллектив

Оскар Мухаметов

Старший преподаватель
департамента мировой экономики НИУ ВШЭ

Анастасия Подругина

Заведующая сектором структурных проблем мировой экономики
ЦКЕМИ

Мониторинг подготовлен сектором структурных проблем мировой экономики Центра комплексных европейских и международных исследований (ЦКЕМИ) в целях реализации совместного фундаментального научного проекта «Международное академическое сотрудничество НИУ ВШЭ» «Подходы к альтернативной международной финансовой системе».