

27 июля 2017

Долговые рынки России и Казахстана отличаются от долговых рынков развитых стран малой ролью государства и финансового сектора.....2

Долговой рынок России: временный переход государства в режим заемщика.....4

Доля долговых пассивов, уязвимых к вынужденному погашению, упала в России до 13%.....6

Подстройка экономики Казахстана к плавающему валютному курсу еще не завершена.....7

Приложение. Оценка таблиц «кто — кому» для долговых отношений в России и Казахстане.....9

Дмитрий Куликов

Эксперт группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0492

dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Василиса Баранова

Младший аналитик группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0480 доб. 136

vasilisa.baranova@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

**Контакты для СМИ**

Мария Мухина

Операционный директор

+7 (495) 139-0480

maria.mukhina@acra-ratings.ru

## В 2018 году государство станет чистым заемщиком в России, а в Казахстане останется кредитором

Карта долгового рынка

- **АКРА открывает серию исследований, посвященных построению полной карты долговых рынков России и Казахстана, где баланс долговых отношений пока в полной мере не покрывается официальной статистикой.**
- **Долговой рынок оказался одним из самых инерционных за 25 лет постсоветской трансформации.** Советское прошлое определяет низкую долю финансового сектора в долговой системе России и Казахстана (государство до сих пор выполняет многие функции финансовых институтов). Объем долгового рынка России (223% ВВП) и Казахстана (311%) мал по сравнению с объемом долгового рынка стран ЕС (более 600% ВВП). Передача государством функций страхования (включая, возможно, и пенсионное) финансовым институтам и увеличение спектра страхуемых рисков будут формировать спрос на более развитый внутренний рынок облигаций. Более низкая инфляция, допускающая снижение номинальных ставок, позволит накопить более высокие уровни долга при сохранении затрат на обслуживание.
- **Начиная с 2018 года в РФ государство может стать нетто-заемщиком как на внутреннем, так и на внешнем рынке.** Однако если будет применяться новое бюджетное правило для федерального бюджета, после 2020 года Россия вернется к роли кредитора. Роль государства как нетто-заемщика традиционна для развитых экономик, но нетипична для сырьевых. В Казахстане государство останется крупным кредитором.
- **С момента введения санкций доля долга, уязвимого к вынужденному погашению, упала в России с 15 до 13%.** Верхняя оценка доли долговых активов, ликвидность которых может быть ограничена при расширении санкций, — 21,5%.
- **Переход к плавающему курсу стал более серьезным вызовом для финансового сектора Казахстана, чем России.** Причина — менее сбалансированная валютная структура баланса банковского сектора Казахстана. После последней девальвации несколько крупных банков страны были лишены лицензий. В долгосрочном периоде подстройка потребует сокращения доли долларовых депозитов либо замещения внешних валютных кредитов нефинансового сектора внутренними.

## Долговые рынки России и Казахстана отличаются от долговых рынков развитых стран меньшей ролью государства и финансового сектора

Структура долговых отношений в экономике связана с тем, как устроен бизнес основных отраслей, с ролью экономики в мировом разделении труда, особенностями институтов. Кроме того, играют роль уровень и дифференциация доходов населения<sup>1</sup>.

Россия и Казахстан достаточно сильно отличаются от стран еврозоны по каждому из этих пунктов. В России и Казахстане, экспортерах природных ресурсов, действует гибкое налогообложение добывающих отраслей, что объясняет малую роль государства как внутреннего заемщика во времена бума на сырьевых рынках. При этом стерилизация части валютной выручки экспортеров в прошлом привела к тому, что центральные банки сформировали относительно крупные международные резервы (частично в виде внешнего долга). В то же время валютный операционный поток компаний-экспортеров создает естественный хедж и возможности для валютного заимствования, что объясняет сравнительно большой внешний долг нефинансовых компаний в целом. Относительно малое проникновение финансового посредничества в экономику объясняется не только невысоким уровнем взаимного доверия после трансформации и молодостью инфраструктуры рынка, но и институциональной инерцией: даже спустя 25 лет после перехода к рыночной экономике государство по-прежнему играет ключевую роль в перераспределении доходов и в страховании.

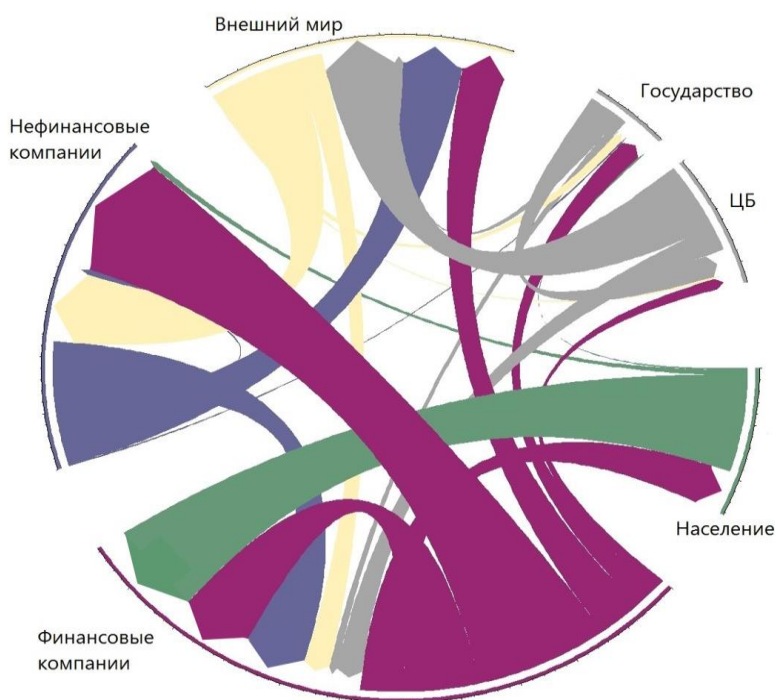
*Доступ на внешние долговые рынки обеспечивается также их известностью и размером.*

*На рисунках 1–3 показаны долговые отношения в форме кредита, займа, депозита или долговой ценной бумаги (запас, а не поток).*

*Направление стрелки — от кредитора к заемщику. Толщина стрелки пропорциональна доле долга сектора в суммарном долге экономики, поэтому толщины несопоставимы между графиками разных стран, а отражают внутривнутристрановую значимость.*

*Рисунки построены на базе оценки таблиц «кто — кому», полученных путем сведения информации из разнородных статистических источников с использованием предположений, описанных в Приложении 1.*

**Рисунок 1. Взаимные долговые требования в России, данные на 01.01.2017**

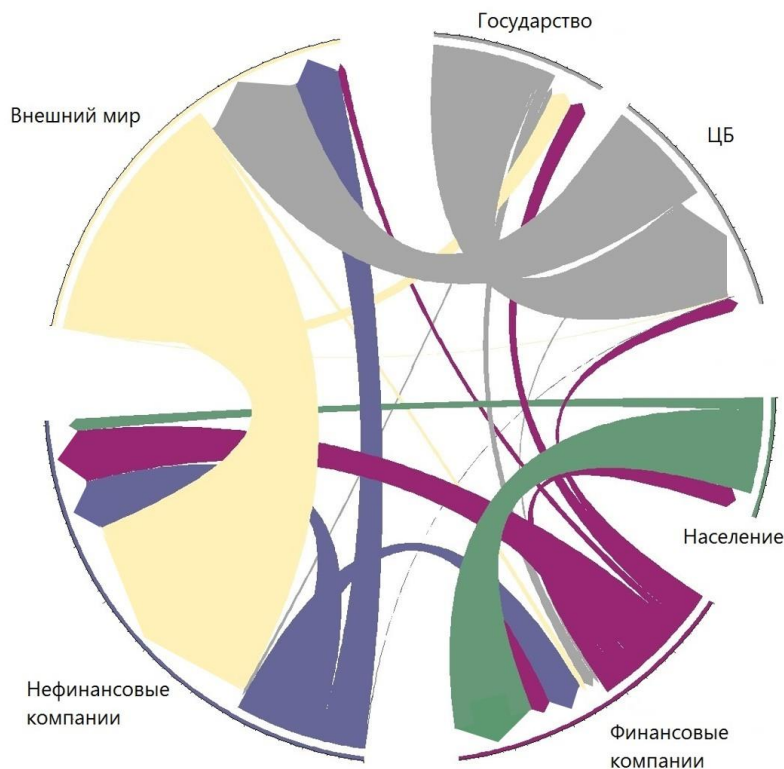


Источник: расчеты АКРА

<sup>1</sup> См., например, обзор статей в аналитической записке № 7 Банка России [«Сопоставление модели российского финансового сектора с моделями финансовых секторов других стран»](#), июль 2017.

**Рисунок 2. Взаимные долговые требования в Казахстане, данные на 01.01.2017**

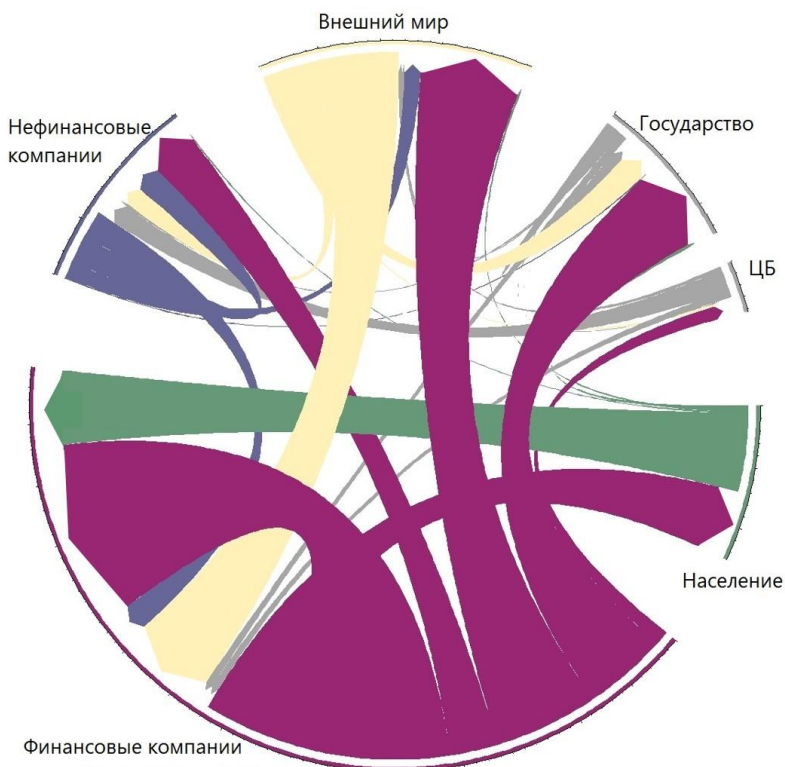
*Около 60% внешнего долга нефинансовых компаний Казахстана составляет долг компаний страны перед своими акционерами-нерезидентами.*



Источник: расчеты АКРА

**Рисунок 3. Взаимные долговые требования в еврозоне, данные на 01.01.2017**

*Роль финансового посредничества и долговых отношений внутри финансового сектора существенно выше в еврозоне, чем в России или в Казахстане.*



Источник: ЕЦБ, расчеты АКРА

### **Долговой рынок России: временный переход государства в режим заемщика**

*В начале 2017 года в еврозоне общий долг к ВВП составлял более 600%.*

*Переход к профициту ликвидности в банковской системе снижает долг банков перед ЦБ начиная с 2015 года.*

С 2008 по начало 2017 года в России объемы долговых требований резидентов выросли со 152 до 223% ВВП (+71 п. п. ВВП, или в 3,6 раза в номинальном выражении). На внутреннем рынке наибольший вклад в эту динамику внесли депозиты и другие требования населения, долговые требования внутри финансового сектора, кредитование банками нефинансовых компаний (включая облигации), а также долг коммерческих банков перед Банком России (суммарно по четырем видам долга: +52,8 п. п. ВВП). Общий растущий тренд внутреннего долга связан с постепенным развитием направлений финансового рынка, повышением доверия к контрагентам и отчасти с переоценкой валютной составляющей. При этом рост нельзя назвать равномерным по секторам или по времени — изменения в структуре рынка отражают смену внешних условий и внутренние экономические процессы (см. Таблицу 1).

**Таблица 1. Основные изменения в структуре долговых требований в России с 2008 по 2017 год**

Кто должен (сектор)	Кому должен (сектор)	Прирост, п. п. ВВП	Прирост в структуре, п. п. валовых пассивов всех секторов	Доля в структуре на 01.01.2017, % валовых пассивов	Соответствующие экономические процессы
<b>Внешний мир + резиденты<sup>2</sup></b>	<b>Внешний мир + резиденты</b>	<b>+74,8</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>См. по элементам ниже.</b>
<b>Резиденты</b>	<b>Внешний мир + резиденты</b>	<b>+66,6</b>	<b>+4,7</b>	<b>77,5</b>	
<b>Резиденты</b>	<b>Резиденты</b>	<b>+63,1</b>	<b>+8,5</b>	<b>63,5</b>	
<b>Внешний мир + резиденты</b>	<b>Резиденты</b>	<b>+71,3</b>	<b>+3,8</b>	<b>86,0</b>	
Финансовый сектор	Население	+15,4	+3,4	12,3	+ Рост доверия к банкам + Развитие страхования, НПФ и т. д. + Переоценка валютных депозитов
Финансовый	Финансовый	+16,2	+5,2	8,9	+ Развитие инструментов и сегментов финансового рынка + Практика «зеркальных» и «кольцевых» сделок между крупными банками
Финансовый	Банк России	+7,9	+3,0	3,2	+ Структурный дефицит ликвидности в банковской системе (кроме 2009 г., 2016–2017 гг.), рефинансирование коммерческих банков в рублях и валюте
Внешний мир	Финансовый	+7,6	+1,9	5,4	+ Валютная переоценка активов - Продажа активов для погашения внешнего долга в условиях санкций
Внешний мир	Нефинансовый	+12,7	+3,9	7,4	+ Валютная переоценка активов
Внешний мир	Государство	-2,1	-1,5	1,1	- Списание внешнего государственного долга отдельных стран
Внешний мир	Банк России	-10,1	-8,9	8,6	- Валютные интервенции (продажа из резервов) в рамках курсовой политики + Валютная переоценка резервов
Банк России	Государство	-9,5	-6,3	3,0	- Использование Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета - Вложение средств Фонда национального благосостояния в активы банковской системы внутри страны

Источник: ЕЦБ, расчеты АКРА

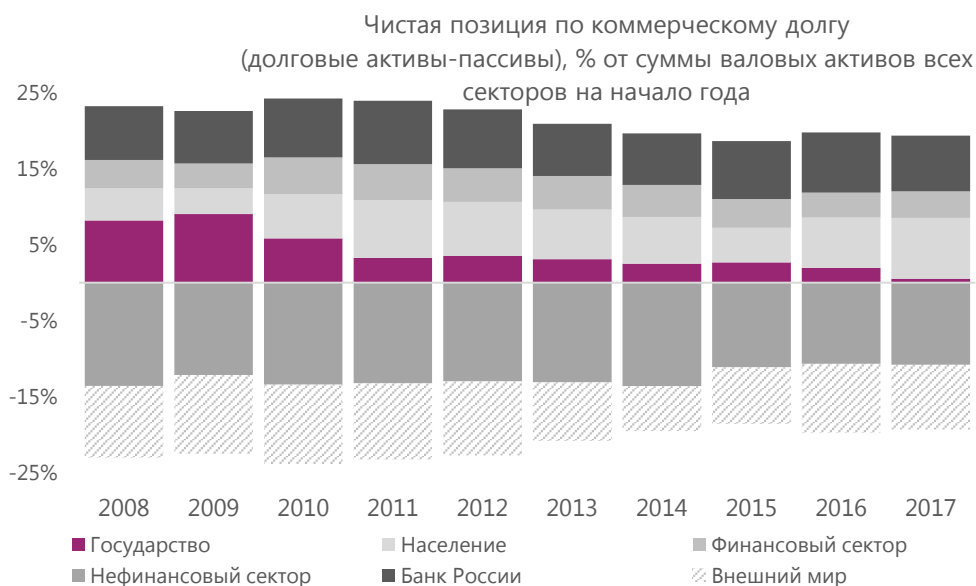
<sup>2</sup> Без учета долгов внешнего мира внешнему миру. В таблице перечислены только самые крупные структурные изменения.

См. исследование АКРА [«Новое правило снизит нефтегазовую зависимость российского бюджета»](#) от 6 июня 2017 года.

См. исследование АКРА [«Долговая стратегия российских регионов: выбор в пользу облигаций»](#) от 14 февраля 2017 года.

Отношение к коммерческому долгу как к направлению вложений и как к направлению финансирования эволюционирует, что может приводить к изменению ролей на долговом рынке. За 10 лет на российском рынке изменения затронули в основном роль государства. Если в 2008 году большие относительно экономики бюджетные резервы позволили государству выступать в роли нетто-кредитора, то использование Резервного фонда и стремление к долговому финансированию дефицита сделают его в 2018 году нетто-заемщиком (см. Рисунок 4). Впрочем, по мере перехода к новому правилу федерального бюджета и снижения дефицита государство, вероятно, вернется к роли нетто-кредитора.

**Рисунок 4. Государственные органы станут нетто-заемщиками после 2018 года**



Источник: расчеты АКРА

При этом основными нетто-кредиторами остаются Банк России и население. И если первый в основном накопил положительную позицию за счет размещения международных резервов в иностранные активы без участия посредников, финансовые активы населения являются пассивами финансового сектора: их рост повышает значимость финансового посредничества в целом<sup>3</sup>. Мы ожидаем, что данный процесс органично продолжится благодаря развитию накопительных или квазинакопительных элементов в пенсионной системе и расширению практики страхования рисков как физических, так и юридических лиц. Эти же сегменты рынка будут формировать спрос на более развитый внутренний рынок облигаций, таким образом мультиплицируя эффекты своего роста на финансовый рынок.

Дополнительным драйвером роста может стать устойчиво низкая инфляция, допускающая снижение номинальных ставок и возможность накопления более высоких уровней долга при сохранении доли текущих доходов, идущих на обслуживание (проблема закредитованности смягчается).

См. прогноз АКРА [«В 2016 году частные пенсионные фонды обогнали госфонд по активам, к 2020-му обойдут и по числу застрахованных лиц»](#) от 23 мая 2017 года.

См. прогноз АКРА [«Риски в ОСАГО и в инвестиционном страховании угрожают стабильности роста»](#) от 30 марта 2017 года.

<sup>3</sup> За 10 лет отношение внутренних долговых активов финансовых компаний системы к совокупным долговым пассивам всех секторов (кроме Банка России) колебалось в диапазоне от 44 до 46%, но за 2016-й и начало 2017 года выросло выше 47%.

### Доля долговых пассивов, уязвимых к вынужденному погашению, упала в России до 13%

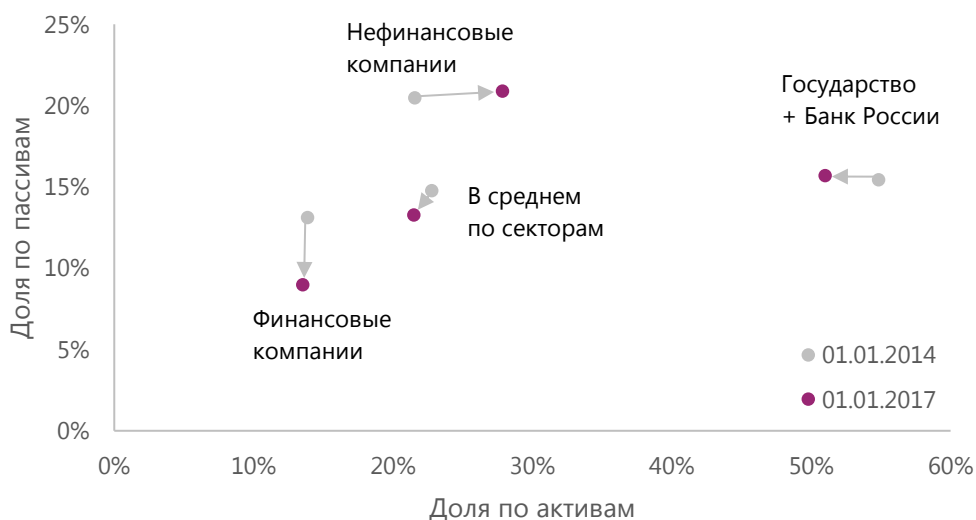
Понимая степень влияния внешнего мира на долговой рынок России, можно, в частности, наглядно увидеть масштаб последствий для балансов в результате возможного ужесточения режима финансовых санкций. На начало 2017 года доля внешнего мира в долговых отношениях финансовых компаний составляла 13,5% по активам и 9% по пассивам (см. Рисунок 1). С момента введения первых санкций (в 2014 году) финансовые компании были вынуждены погашать внешний долг. В результате его вклад в пассивы снизился примерно на четверть.

Для нефинансовых компаний долговые отношения с внешним миром важнее как в относительном (46% по активам и 35% по пассивам), так и в абсолютном выражении. Но при этом нефинансовые компании и более защищены от ограничения возможностей рефинансирования: в среднем около 40% плановых погашений долга<sup>4</sup> приходится на внутригрупповой долг, который легче рефинансировать, что примерно совпадает с долей внешнего долга перед прямыми инвесторами в общей сумме долга<sup>5</sup>. Кроме того, более 60% внешнего долга относится к компаниям, валютная ликвидность которых поддерживается выручкой от экспорта нефти и газа.

Наконец, отношения государственных органов с внешним миром в основном состоят в размещении Банком России международных резервов в долговые инструменты (потенциально уязвимые к ограничению ликвидности).

Верхняя оценка доли уязвимых к вынужденному погашению долгов резидентов составляет 13,3%. Ограничение ликвидности в худшем случае могло бы коснуться 21,5% долговых активов.

**Рисунок 5. Верхняя оценка доли долговых активов и пассивов, потенциально уязвимых к ужесточению финансовых санкций**



Источник: расчеты АКРА

*Долг может формально подпадать под определение внешнего, являясь по сути внутренним.*

*В целях оценки уязвимым к вынужденному погашению считается весь внешний долг, кроме внутригруппового. Уязвимыми к ограничению ликвидности считаются все внешние долговые активы, но для нефинансовых компаний взята лишь часть, пропорциональная доле внутригруппового долга в пассивах.*

<sup>4</sup> Согласно ежеквартальному опросу Банка России, на 30 крупнейших компаний приходится около 60% всех погашений внешнего долга.

<sup>5</sup> По данным отчета «Международная инвестиционная позиция».

## Подстройка экономики Казахстана к плавающему валютному курсу еще не завершена

*Как и в России, около 60% внешнего долга Казахстана приходится на добывающие компании.*

*Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» был создан в 2008 году и инвестирует преимущественно в национальные активы. Национальный фонд Республики Казахстан создан в 2000 году и вкладывает в основном в иностранные активы.*

*После того как Национальный Банк Казахстана и правительство страны приняли решение перейти на плавающий обменный курс 20 августа 2015 года, тенге по отношению к доллару США упал более чем на 100%. См. исследование АКРА [«Треть «сырьевых» стран погрузилась в рецессию после падения нефтяных цен»](#) от 21 октября 2016 года.*

Отношение величины суммарного коммерческого долга резидентов к ВВП в Казахстане больше, чем в России: в 2008 году оно составляло 267%, а на начало 2017 года — 311%. В номинальном выражении долг за указанный период повысился в четыре раза. Со стороны пассивов наибольший вклад в этот рост внес нефинансовый сектор, который, как и в России, является самым крупным нетто-заемщиком. За этот период он стал более активно занимать у внешнего мира: доля его внешней задолженности в общей увеличилась с 35 до 66%.

В финансовом секторе ситуация была прямо противоположная. Перед финансовым кризисом 2008–2009 года доля его внешнего долга от совокупного доходила до 55% (сейчас она составляет всего 5%). Отрицательная международная позиция банков в то время не представлялась серьезной проблемой: режим фиксированного валютного курса и достаточные международные резервы снижали кредитный риск внутреннего заемщика даже по кредитам в валюте. Однако после мирового финансового кризиса, последующей девальвации национальной валюты примерно на 20%, рецессии и падения реальных доходов многие внутренние заемщики не смогли обслуживать кредиты. Способствовало этому и то, что в 2008 году казахстанские банки, активно кредитовавшие строительный сектор, столкнулись с резким падением цен на недвижимость. В результате уровень просроченной задолженности в иностранной валюте начиная с середины 2007-го по 2013 год вырос с 1 до 31%. Из-за невозможности рефинансирования внешнего долга многие банки испытали серьезные проблемы. Системно значимые БТА Банк и Альянс Банк <sup>6</sup> не смогли обслуживать свои иностранные обязательства. Из Национального фонда и Фонда национального благосостояния «Самрук-Казына» (НФБ «Самрук-Казына») было выделено 487,5 млрд тенге на поддержку финансового сектора страны, в том числе правительством было приобретено 76% акций Альянс Банка и 78% БТА Банка. Переоценка банками потенциальных проблем валютного риска и ужесточение регулирования со стороны Национального Банка Республики Казахстан привели к уменьшению объема иностранных средств, привлеченных финансовыми организациями.

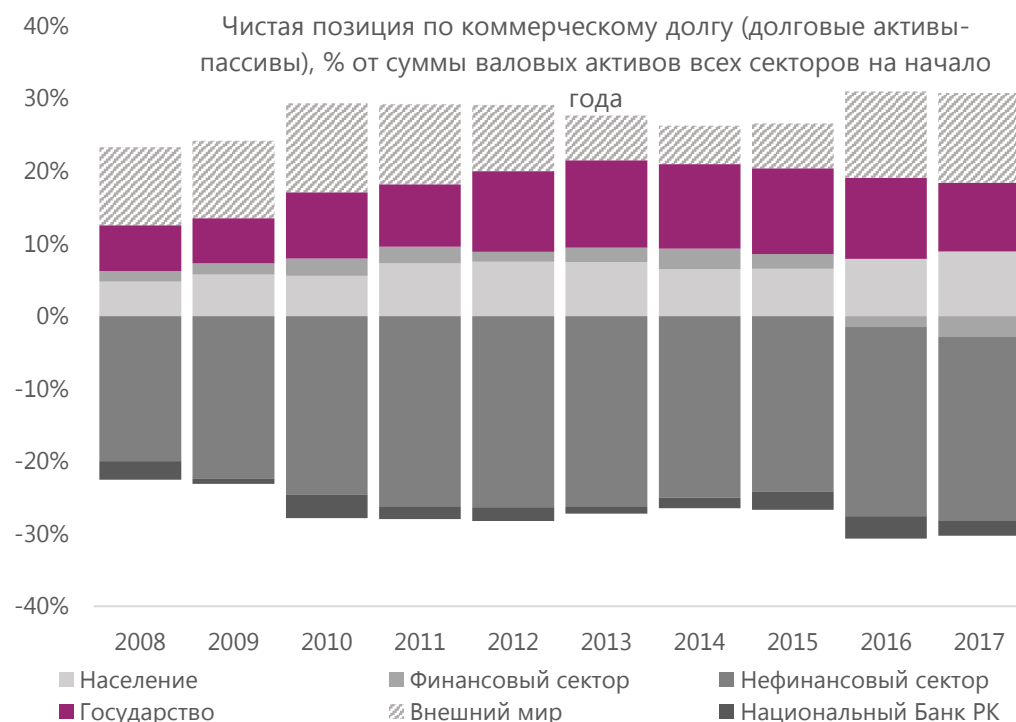
Несмотря на то что банкам удалось сбалансировать свою международную позицию, они остались уязвимы к валютному риску. Стопроцентная девальвация тенге в середине 2015 года временно сделала финансовый сектор нетто-заемщиком по отношению к экономике. Ситуация, нехарактерная для систем с доминирующим банковским сектором (см. Рисунок 5). Это следствие того, что до девальвации доля депозитов в иностранной валюте (52%) существенно превышала долю кредитов в иностранной валюте (23%). Поэтому сумма депозитов и выпущенных долговых ценных бумаг в пассивах после переоценки превысила сумму

<sup>6</sup> Дефолты также испытали «Темирбанк» и «Астана-финанс».

кредитов и долговых ценных бумаг. Хотя к первому кварталу 2017 года долговые активы банков вновь стали больше обязательств.

Банковской системой Казахстана решены не все задачи. В частности, по оценкам Нацбанка, уровень проблемных займов составляет около 25% ссудного портфеля<sup>7</sup>. Поэтому в третьем квартале 2017 года Национальный Банк Республики Казахстан планирует провести программу оздоровления банковской системы страны. Так, банкам будет предоставлен долгосрочный заем (около 500 млрд тенге) из собственных средств центрального банка страны<sup>8</sup>.

**Рисунок 6. Финансовому сектору придется перестроиться, чтобы жить в условиях плавающего курса**



Источник: расчеты АКРА, Национальный Банк Республики Казахстан (Национальный Банк РК), данные Комитета по статистике Министерства национальной экономики Республики Казахстан (МНЭ РК)

Риски снижения финансовой устойчивости компаний, связанные со структурой долгового рынка, могут быть вызваны перекосами валютной структуры, срочности, а также избыточной концентрацией на потенциально неустойчивых контрагентах (как в пассивах, так и в активах). Проблемами могут стать несоответствие долга текущим и ожидаемым денежным потокам и снижение возможностей для рефинансирования. АКРА планирует продолжить работу над картой долговых рынков России и Казахстана: обновленный рейтинговый анализ отдельных эмитентов позволит глубже понять сущность и специфику рисков для секторов в целом.

<sup>7</sup> Подробнее на эту тему — на сайте делового портала «КАПИТАЛ.kz» ([«На оздоровление банков Нацбанк намерен выделить свыше 500 млрд тенге»](#)).

<sup>8</sup> Подробнее о программе — на сайте Национального Банка Республики Казахстан ([«Программа поддержки банковского сектора будет реализована в 2017 году»](#)).



### Приложение. Оценка таблиц «кто — кому» для долговых отношений в России и Казахстане

Взаимные финансовые требования в разбивке по институциональным секторам — часть современной системы национальных счетов. Так называемые таблицы «кто — кому» («from-whom-to-whom») так или иначе внедрили в свои финансовые счета статистические ведомства стран еврозоны, а также Японии, Канады. Анализ агрегированных балансов полезен для понимания каналов распространения шоков в экономике, структурных особенностей финансовой системы, способных усилить либо сгладить локально реализовавшиеся риски. При этом помимо объемов взаимных требований используется информация об их срочности, валютной структуре и разбивке по инструментам.

Объектом нашего исследования является долг в форме кредита, займа, депозита или долговой ценной бумаги.

Несмотря на отсутствие таких таблиц в финансовых счетах Системы национальных счетов (СНС) России и Казахстана, из разнородной статистики после введения нескольких предположений удастся получить их разумную оценку в разбивке по шести секторам с 2008 года по настоящий момент. Для этого мы предварительно на каждую дату строим две таблицы: первая отражает взгляд на структуру долга со стороны активов определенного сектора, вторая — со стороны пассивов (источники информации перечислены в Таблице 2 и Таблице 3). Затем сводим их в одну итоговую. В идеале в соответствующих ячейках таблиц должны получиться одинаковые цифры, но на практике использование несколько разных подходов к классификации инструментов и к охвату отчитывающихся организаций, а также различная детализация приводят к расхождениям. В таких случаях в итоговой таблице мы используем наибольшее из двух значений.

Таблица 2. Источники информации для предварительных таблиц «кто — кому» по России

Со стороны активов		Кому					Итого	
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Правительство	ЦБ		Внешний мир
Кто	Население			«Обзор кредитных организаций», «Обзор других финансовых организаций», «Обзор банковского сектора» (БР)				
	Нефинансовый сектор					«Обзор Центрального банка» (БР)		
	Финансовый сектор						«Международ. инвестицион. позиция» (БР)	
	Правительство							
	ЦБ							
	Внешний мир							
	Итого							

Со стороны пассивов		Кому					Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Правительство	ЦБ	
Кто	Население						
	Нефинансовый сектор						... +Объем выпущенных цен. бумаг (БР)
	Финансовый сектор	«Обзор кредитных организаций», «Обзор других финансовых организаций», «Обзор банковского сектора» (БР)					
	Правительство						Внутренний и внешний долг (Минфин)
	ЦБ			«Обзор Центрального банка» (БР) ->			->
	Внешний мир			Статистический отчет «Международная инвестиционная позиция» (БР)			
	Итого						

Источник: АКРА

Часть ячеек не охвачена статистикой: так, например, недоступна информация об объемах владения долговыми ценными бумагами населением и нефинансовыми организациями. В таких случаях приходится вычислять значение ячейки остатком (см. Таблица 4). В рассматриваемом примере мы вычитаем объем бумаг в активах финансового сектора, правительства, Банка России и внешнего мира из общего объема непогашенных бумаг. Деление между населением и нефинансовыми компаниями приходится делать с применением предположения (см. ниже предположение № 1).

Таблица 3. Источники информации для предварительных таблиц «кто — кому» по Республике Казахстан

Со стороны активов		Кому					Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Правительство	ЦБ	
Кто	Население			«Монетарный обзор банков» и «Индикаторы финансовой устойчивости» НБРК, баланс «Самрук-Казына», баланс ЕНПФ.			
	Нефинансовый сектор				Баланс АО «Самрук-Казына»	«Монетарный обзор Национального Банка РК»	«Международ. инвест. позиция» (НБРК)
	Финансовый сектор						
	Правительство						
	ЦБ						
	Внешний мир						
Итого			«Финансово-хозяйственная деятельность средних и крупных предприятий», Комитет по статистике				

Со стороны пассивов		Кому					Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Правительство	ЦБ	
Кто	Население						
	Нефинансовый сектор				Баланс АО «Самрук-Казына»		«Финансово-хозяйственная деятельность средних и крупных предприятий», «Деятельность малых предприятий Республики Казахстан» Комитет по статистике
	Финансовый сектор			«Монетарный обзор банков», «Обзор других финансовых организаций» и «Индикаторы финансовой устойчивости» НБРК, баланс «Самрук-Казына»			
	Правительство					«Монетарный обзор Национального Банка Республики Казахстан» (НБРК), баланс АО «Самрук-Казына»	Внутренний и внешний долг (Минфин Республики Казахстан)

	<b>ЦБ</b>		«Монетарный обзор Национального Банка Республики Казахстан» (НБРК) ->			->	
	<b>Внешний мир</b>		Международная инвестиционная позиция (НБРК) ->			->	
	<b>Итого</b>						

Источник: АКРА

**Таблица 4. Заполнение итоговой таблицы для России и Казахстана**

Россия		Кому					Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Государство	ЦБ	
Кто	Население						
	Нефинансовый сектор						
	Финансовый сектор						
	Государство						
	ЦБ						
	Внешний мир						
	<b>Итого</b>						

Казахстан		Кому					Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Государство	ЦБ	
Кто	Население						
	Нефинансовый сектор						
	Финансовый сектор						
	Государство						
	ЦБ						
	Внешний мир						
	<b>Итого</b>						

- Исходные данные из предварительных таблиц (максимальное значение в случае расхождения между двумя значениями).
- Сумма значений в строке или столбце.
- Получено вычитанием из итоговой ячейки значений ячеек, по которым есть исходные данные. Разбито на отдельные ячейки с применением дополнительного предположения.
- Предполагается равным нулю, либо предположение признано на основе статистики пренебрежимо малым.

Источник: АКРА

Дополнительные предположения:

1. Долговые ценные бумаги нефинансового сектора, федерального правительства, регионов и муниципалитетов, не являющиеся активами финансового сектора, ЦБ или нерезидентов, входят в портфели физических лиц и нефинансовых компаний в той же пропорции, что весь портфель ценных бумаг: 30/70 на 01.01.2016 (данные получены на основе информации из финансового счета СНС). Для Казахстана пропорцию определяем экспертным путем: 20/80 в первом случае и 50/50 — во втором.
2. Отношения физлиц с внешними финансовыми и нефинансовыми организациями считаются полностью отраженными в балансах внутренних финансовых посредников.
3. Резервы на покрытие нерегулированных претензий страховых компаний разбиты на требования населения и нефинансовых компаний в таких же долях, как и страховые премии.

Примечания:

1. В охват таблиц не входят краткосрочная кредиторская задолженность, векселя, акции. Но отношения населения и небанковских финансовых организаций приведены с дебиторской задолженностью (менее 0,2% валовых пассивов всех секторов для России).
2. Долг Банка России перед российскими банками включает обязательные резервы.
3. Требования банков к небанковским финансовым организациям (в ячейке «финансовый сектор — финансовому сектору») взяты полностью, в том числе с учетом недолговых активов (для России).
4. Обязательства ПФР по выплате пенсий не учитываются как долг в рамках нашего расчета по России.
5. Большую часть долга и активов небанковских финансовых организаций Казахстана составляет долг ЕНПФ и страховых организаций перед населением, поэтому долг был включен в активы населения и в пассивы финансового сектора. Так как активы ЕНПФ в основном составляют долговые ценные бумаги государства, внешнего мира, нефинансовых компаний и банков, данные активы были включены нами в соответствующих пропорциях в активы финансового сектора.

**Таблица 5. «Кто — кому», Россия, трлн руб. (данные на 01.01.2008)**

		Кому						Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Государство	ЦБ	Внешний мир	
Кто	Население			3,2				3,2
	Нефинансовый сектор	0	0	9,9			6,4	16,3
	Финансовый сектор	5,8	4,9	2,4	0,3	0,1	4,1	17,8
	Государство	0,2	0,2	0,9		0,4	1,0	2,7
	ЦБ			1,4	6,0		0	7,3
	Внешний мир		2,3	2,2	1,7	11,5		17,7
	Итого	6,0	7,4	20,2	8,0	11,9	11,6	65,1

Источник: расчеты АКРА

**Таблица 6. «Кто — кому», Россия, трлн руб. (данные на 01.01.2017)**

		Кому						Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Государство	ЦБ	Внешний мир	
Кто	Население			11,8				11,8
	Нефинансовый сектор	1,6	1,6	35,6			20,7	59,7
	Финансовый сектор	27,4	17,0	19,9	2,1	7,0	7,2	80,8
	Государство	0,5	0,5	6,3		0,3	2,4	10,0
	ЦБ			3,1	6,6		0,7	10,3
	Внешний мир		16,5	12,0	2,4	19,3		50,2
	Итого	29,6	35,7	88,7	11,1	26,7	31,2	223,0

Источник: расчеты АКРА

**Таблица 7. «Кто — кому», Казахстан, трлн тенге (данные на 01.01.2008)**

		Кому						Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Государство	ЦБ	Внешний мир	
Кто	Население			2,6				2,6
	Нефинансовый сектор	1,0	4,1	5,2	0,1		5,6	16,0
	Финансовый сектор	3,5	2,1	0,8	0,1	0,0	4,8	11,3
	Государство			0,7		0,0	0,2	0,7
	ЦБ		0,0	0,6	3,1		0,0	3,7
	Внешний мир		1,7	2,0		2,6		6,3
	Итого	4,5	7,9	11,9	3,3	2,7	10,6	40,8

Источник: расчеты АКРА

**Таблица 8. «Кто — кому», Казахстан, трлн тенге (данные на 01.01.2017)**

		Кому						Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Государство	ЦБ	Внешний мир	
Кто	Население			4,2				4,2
	Нефинансовый сектор	2,6	10,4	11,1	0,7		47,1	71,8
	Финансовый сектор	17,1	7,4	4,1	2,4	0,6	1,2	32,7
	Государство			3,7		1,2	4,6	8,9
	ЦБ		0,2	2,9	22,4		0,3	25,8
	Внешний мир		9,5	1,6		20,4		31,5
	Итого	19,7	27,4	27,7	25,5	22,2	53,1	175,6

Источник: расчеты АКРА

Таблица 9. Классификация агентов по секторам

	Россия	Казахстан
Население	Домохозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домохозяйства	Домохозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домохозяйства
Финансовый сектор	Кредитные организации (включая банки с отозванной лицензией); ВЭБ; инвестиционные фонды (включая паевые); лизинговые, факторинговые, форфейтинговые компании; товарные, валютные биржи; брокерские, дилерские организации; управляющие компании; НПФ; страховщики; государственные финансовые корпорации (включая АСВ)	Кредитные организации (с Банком развития Казахстана); страховые организации; пенсионные фонды (включая ЕНПФ); брокеры; дилеры; инвестиционные фонды; ЕРЦБ; лизинговые компании; микрофинансовые организации; факторинговые компании; фирмы венчурного капитала и капитала на цели развития; предприятия специального назначения; трастовые компании
Нефинансовый сектор	Прочие нефинансовые компании (включая государственные)	Прочие нефинансовые компании (включая государственные)
Государство	Федеральное правительство (с балансом Резервного фонда и Фонда национального благосостояния), региональные и муниципальные органы власти	Правительство (с балансом Национального фонда и Фонда национального благосостояния «Самрук Казына»)
ЦБ	Банк России	Национальный Банк Республики Казахстан
Внешний мир	Нерезиденты	Нерезиденты

Источник: АКРА

(С) 2017

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.