

Ликвидность рынка ГЦБ: проблемы и перспективы решений

Алимбетова И.С., Кадырбеков Т.Ж., Мустафин Е.Т., Ыбраев Ж.Ж.*^{1,2}

***Абстракт:** В этой статье обсуждаются факторы, лежащие в основе низкой ликвидности и глубины рынка государственных ценных бумаг Казахстана. Рассматриваются потенциал развития рынка, варианты улучшения его структуры и функционирования. Мы концентрируемся на микроструктурных характеристиках рынка ГЦБ, влияющих на уровень его ликвидности. Обсуждаем факторы, такие как структура долговых инструментов, конкуренция и концентрация, управление номенклатурой, а также уровень прозрачности информации. В частности, мы предлагаем обсудить и попытаться понять, как те или иные изменения в некоторых из этих факторов с течением времени могут повлиять на эволюцию ликвидности, глубину и структурированность рынка.*

***Jel-классификация:** H63, G11, G14, G15.*

***Ключевые слова:** государственные ценные бумаги, ликвидность, государственный долг, рынок ценных бумаг.*

¹Национальный Банк Республики Казахстан.

² Настоящая статья выражает личную позицию авторов, которая может не совпадать с официальной позицией Национального Банка Казахстана. Национальный Банк Казахстана не несет ответственности за содержание статьи.

1. Введение

Во многих странах рынок государственного долга является важнейшим звеном в эффективном функционировании всей финансовой системы. Поскольку рынок ГЦБ выполняет несколько ключевых функций, центральные банки, практикующие политику инфляционного таргетирования, проявляют к нему особый интерес. Именно здесь они часто проводят свои внутренние денежно-кредитные операции и отсюда они извлекают информацию об ожиданиях будущих изменений процентных ставок. На этом рынке правительства привлекают средства, а для центральных банков, на которых возложена функция агента размещения, этот рынок становится основным пространством проведения своей политики. В силу своего практически безрискового характера государственные ценные бумаги служат ориентиром ценообразования и инструментом хеджирования для других ценных бумаг с фиксированным доходом. Они служат в качестве обеспечения или как часть нормативных требований для различных финансовых посредников, позволяя им финансировать свои операции. Наконец, поскольку другие рынки с фиксированным доходом обладают многими структурными и институциональными характеристиками рынка ГЦБ, более глубокое понимание того, как функционирует рынок государственных ценных бумаг, позволяет центральным банкам лучше понимать другие рынки с фиксированным доходом. Очевидно, что ликвидность является важным аспектом всех финансовых рынков, и задача повышения и поддержания ликвидности рынка ГЦБ должна стать одной из важнейших как для центрального банка, так и для правительства (Murayaga, Shimizu, 1997).

Из-за своей многомерной природы концепция рыночной ликвидности не поддается простому определению или легкому измерению. Хотя большинство участников рынка в некоторой степени определяет, является ли конкретный рынок ликвидным, немногие смогут точно определить все факторы, влияющие на ликвидность этого рынка. Тем не менее существует определенный консенсус: ликвидный рынок – это такой рынок, на котором крупные сделки заключаются быстро, практически не влияя на цены (Elliot, D, 2015).

В литературе рыночная ликвидность часто определяется по четырем аспектам: оперативность, глубина, ширина и устойчивость. Под оперативностью понимается скорость, с которой заключается сделка заданного размера; под глубиной – максимальный размер сделки для заданного спреда; под шириной – затраты на предоставление ликвидности (узкий спред подразумевает большую ликвидность); под устойчивостью – быстрота возвращения цен к их равновесному уровню после крупной сделки или как быстро исчезает дисбаланс при поточных сделках (Broto, Lamas, 2016). При этом различные аспекты ликвидности могут сильно взаимодействовать.

Ликвидность рынка ГЦБ влияет на основную деятельность центрального банка тремя способами. Во-первых, ликвидность рынка влияет на деятельность по формированию и реализации денежно-кредитной политики, на эффективность операций на открытом рынке. Так как регулятор на основе данных, извлекаемых из цен, получает информацию о текущих и ожидаемых денежно-кредитных условиях, ликвидность определяет, насколько объективно в ней учитывается сам процесс ценообразования.

Таким образом, степень ликвидности рынка влияет на уверенность центрального банка в его ожиданиях и того, насколько эффективно рынок способен агрегировать в цены информацию об отдельных категориях инвесторов. Низкий уровень рыночной ликвидности препятствует переносу мер денежно-кредитной политики на инструменты с фиксированной доходностью с более длительным сроком доплат.

Во-вторых, в некоторых случаях неликвидность рынка часто является одним из симптомов, если не причиной, системных финансовых сбоев. При низком уровне рыночной ликвидности стрессовые шоки для финансовых рынков усиливаются за счет сопутствующих проблем доверия, оборотной ликвидности и платежеспособности ключевых финансовых игроков. Эти проблемы могут привести к сбоям в работе платежных

систем и снизить эффективность распределения капитала. Тогда как ликвидный рынок, наоборот, способствует ослаблению шоков, митигируя цепную паническую реакцию некоторых участников, так как несет больше информации по ожиданиям в денежно-кредитных условиях. С другой стороны, колебания рыночной ликвидности могут иметь прямое влияние на деятельность надзорных органов как в качестве кредитора последней инстанции, так и монитора финансовой стабильности. Кроме того, при расчете потенциальных рыночных рисков часто игнорируются риски ликвидности и ликвидации, определяемые как риск невозможности своевременно ликвидировать позицию по разумной цене. В частности, методология VaR (Value-at-Risk) предполагает, что цены изменяются непрерывно, и игнорирует возможность того, что движение цен может быть прерывистым в условиях высоких рисков ликвидации (Le Saout, 2002). Эти факторы могут вызывать и усугублять сбои в финансовой стабильности.

В-третьих, центральный банк разделяет желание правительства минимизировать затраты на обслуживание долга. Высокая ликвидность вторичного рынка, как правило, способствует выпуску правительством больших объемов долга по относительно низким ставкам. Это связано с тем, что активный спрос инвесторов на первичном рынке напрямую зависит от возможности предсказуемо торговать на вторичном рынке. Таким образом, правительство в роли агента по размещению долга должно работать вместе с центральным банком над повышением целостности и эффективности рынка государственных ценных бумаг.

На ликвидность влияет структура рынка. Обычно на рынках ГЦБ цены формируются котировками множества участников. Следовательно, изучение факторов, влияющих на стимулы участников рынка, является одним из способов оценки уровня ликвидности рынка. Также общая ликвидность рынка зависит от ликвидности конкретных ценных бумаг. Ликвидность бумаги в свою очередь зависит от нескольких факторов, включая ее объем и эффективное предложение. Другие факторы, влияющие на уровень ликвидности на рынке ГЦБ, включают прозрачность, стоимость транзакции, волатильность процентных ставок и активность на смежных рынках.

Данный обзор состоит из трех частей. Мы концентрируемся на микроструктурных характеристиках рынка ГЦБ, влияющих на его уровень ликвидности. Обсуждаем факторы, такие как структура долговых инструментов, конкуренция и концентрация, управление номенклатурой, а также уровень прозрачности информации. В частности, мы предлагаем обсудить и попытаться понять, как те или иные изменения в некоторых из этих факторов с течением времени могут повлиять на эволюцию ликвидности, глубину и структурированность рынка.

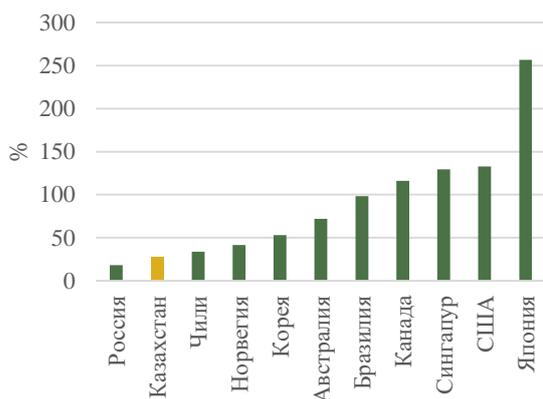
2. Долговой рынок Казахстана

Рынок государственного долга Казахстана появился еще в 1990-е годы и вырос с появлением пенсионной системы (Хакимжанов, Мустафин, Кубенбаев, 2019). На текущий момент рынок государственного долга имеет достаточно существенный объем, хотя и в значительной степени ниже, чем госдолг по отношению к ВВП в более развитых странах. Несмотря на продолжительную историю, рынок государственных ценных бумаг, как и весь фондовый рынок Казахстана в целом, остается неразвитым, неликвидным и неэффективным. Доверие к фондовому рынку в Казахстане остается низким, и основными финансовыми посредниками выступают банки. В отличие от стран с развитым фондовым рынком финансирование бизнеса в Казахстане в большей степени происходит через банковскую систему, а домашние хозяйства предпочитают хранить средства в банках, а не инвестировать их на бирже. Эти факторы снижают как число эмитентов, так и число инвесторов на фондовом рынке. Основная доля ценных бумаг, имеющих листинг на Казахстанской фондовой бирже, приходится на ГЦБ, ценные бумаги компаний квазигосударственного и финансового секторов.

Рынок институциональных инвесторов на рынке РК, и без того ограниченный, еще больше сузился с объединением пенсионных фондов в 2014 году. Это крайне негативно отразилось на ликвидности рынка. При этом для Министерства финансов РК повышение ликвидности рынка ГЦБ не являлось приоритетной задачей, так как, с одной стороны, значительная часть дефицита бюджета финансировалась за счет трансфертов из Национального фонда РК, а, с другой стороны, наличие каптивных инвесторов поддерживало спрос на государственный долг.

График 1

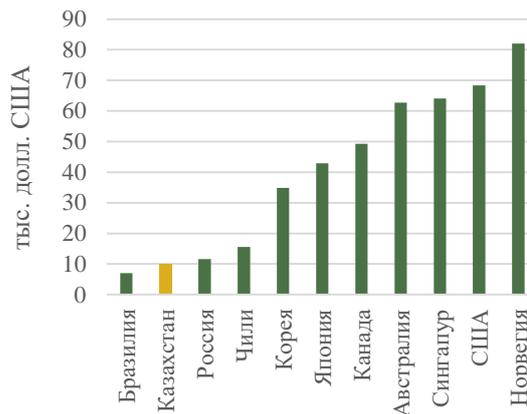
Правительственный долг к ВВП



Источник: МВФ, по состоянию на 01.04.2021

График 2

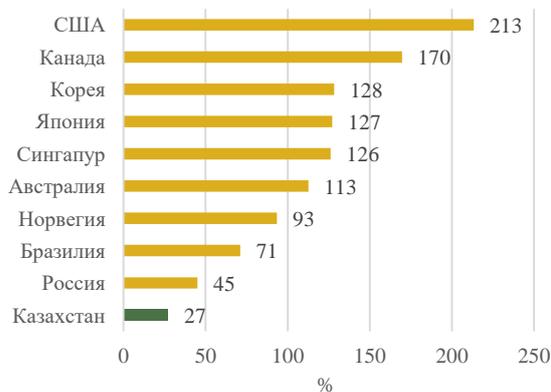
ВВП на душу населения



Источник: МВФ, по состоянию на 01.04.2021

График 3

Капитализация фондового рынка к ВВП

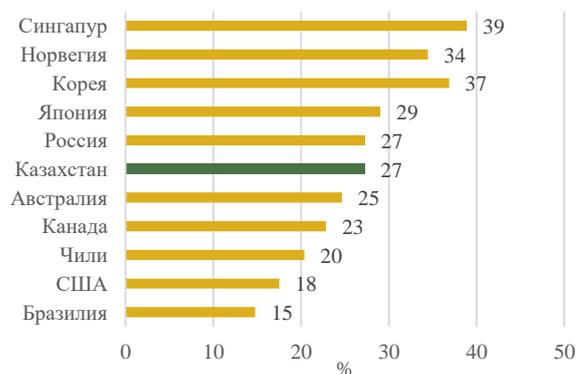


Источник: Bloomberg, KASE.

Примечание: данные по РК приведены по результатам 2020 года, данные по остальным странам приведены по состоянию на 03.06.2021.

График 4

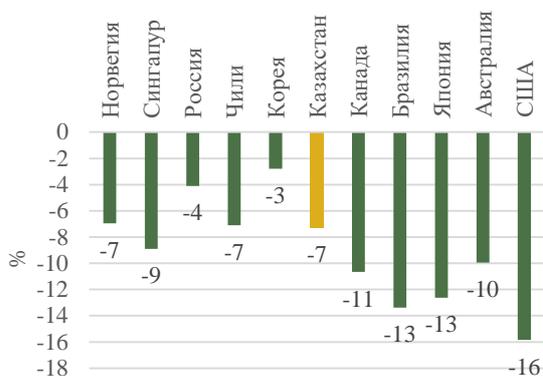
Валовые национальные сбережения (% к ВВП)



Источник: МВФ

График 5

Чистое кредитование/заимствование правительства (% к ВВП)



Источник: МВФ

График 6

Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором (% к ВВП)



Источник: Всемирный банк

3. Ликвидность и структура рынка ГЦБ

На конец 2020 года общий объем ГЦБ РК в обращении выпущенных в тенге составил 14,3 трлн тенге (График 7). Наиболее значительная доля ГЦБ в обращении приходится на казначейские облигации, выпущенные Министерством финансов РК (далее – ГЦБ МФ РК). Так, в 2013-2015 годы основным эмитентом ГЦБ было МФ РК. Однако в 2016 году НБ РК активизировал размещение нот в рамках политики управления процентными ставками, что привело к снижению доли ГЦБ МФ РК в среднем до 60-65% (График 7).

Основной эмитент государственного долга – МФ РК, выпускающее облигации в тенге, а также еврооблигации в иностранной валюте, ГЦБ с фиксированным купоном и ГЦБ с индексируемым купоном. Для построения безрисковой кривой доходности в среднем и долгосрочном горизонте ключевую роль играют ГЦБ с фиксированным купоном, выпущенные в тенге. При этом с недавних пор МФ РК возобновило выпуск дисконтных облигаций со сроком до года и ГЦБ с фиксированным купоном со сроком до трех лет. Таким образом, доходность ГЦБ МФРК стали также влиять на формирование кривой доходности на краткосрочном конце.

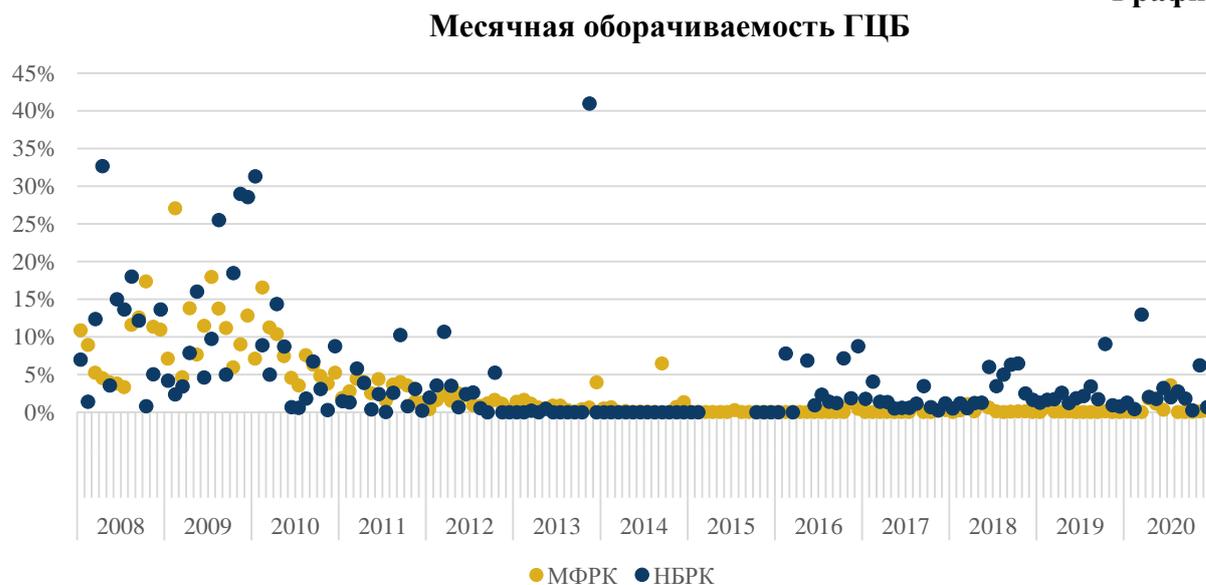
Рынок ГЦБ местных исполнительных органов Казахстана имеет низкую активность и незначительный объем размещения в общем объеме ГЦБ (7% – на конец 2020 года), не оказывает значительного влияния на рынок ГЦБ и на формирование кривой доходности ГЦБ.

Таким образом, ключевую роль в построении безрисковой кривой доходности со сроком до года играют ноты НБ РК, а со сроком свыше года – ГЦБ МФ РК, выпущенные в тенге. Однако низкая ликвидность этих рынков остается главным препятствием в создании адекватной кривой. Далее мы подробно рассмотрим эти рынки и причины, ограничивающие их ликвидность.



Источник: ЦДЦБ

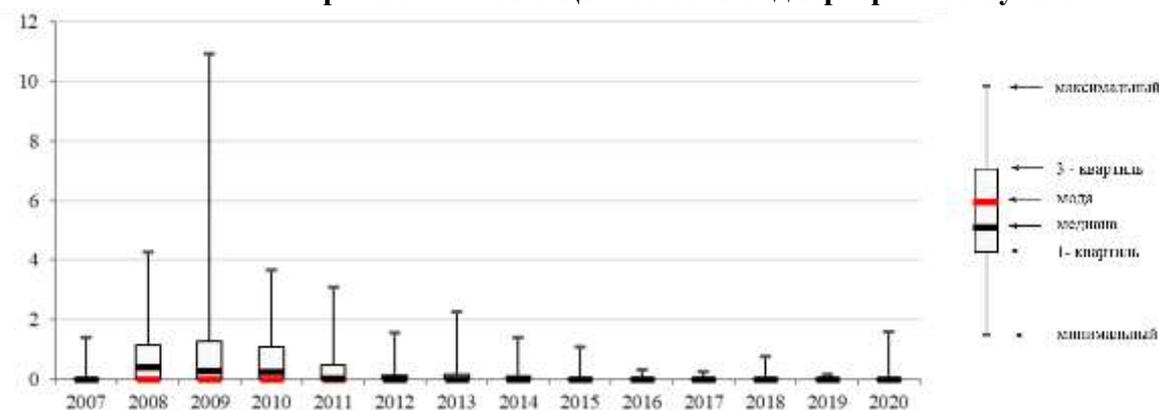
Рынок ГЦБ РК имеет низкую ликвидность. Несмотря на значительный объем первичного рынка, сделки на вторичном рынке совершаются крайне редко. Так, максимальное значение месячного оборота ГЦБ МФ РК в 2020 году составило 3,6%, при этом 5 месяцев из 12 этот показатель был близок к нулю (График 8). Ликвидность рынка ГЦБ начала снижаться в 2012 году и еще больше сократилась в 2013 году. В 2012 году наблюдалось снижение спроса на ГЦБ в связи с возросшими девальвационными ожиданиями и ослаблением регуляторных требований в части инвестирования средств пенсионных фондов (Отчет о финансовой стабильности Казахстана, 2012). В 2013 году было объявлено о консолидации пенсионных фондов и введены жесткие ограничения на инвестиционную деятельность пенсионных фондов, продажи ГЦБ из пенсионных портфелей были запрещены (Мустафин, 2013), чем и объясняется снижение ликвидности ГЦБ в 2013 году.



Источник: ЦДЦБ

Примечание: показатель рассчитан как отношение операций на вторичном рынке за месяц к размещенному объему на начало месяца.

Оборачиваемость ГЦБ МФРК в год в разрезе выпусков

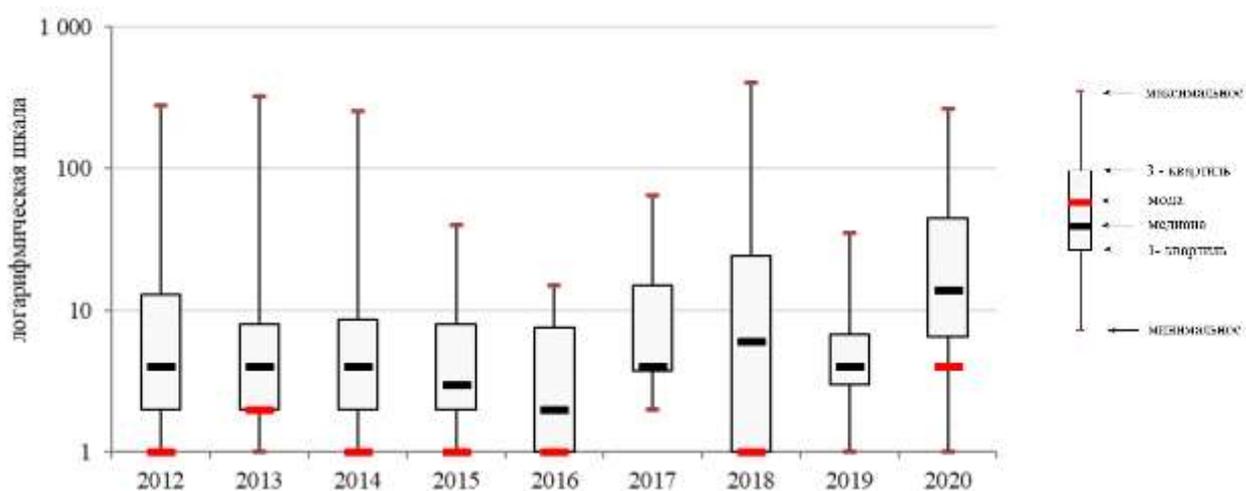


Источник: ЦДЦБ

При этом анализ количества сделок в разрезе отдельных выпусков демонстрирует положительную динамику в последние несколько лет. Увеличилось количество сделок по отдельным выпускам, что объясняется усилиями МФ РК по укрупнению объема и повышению ликвидности по отдельным выпускам с целью включения ГЦБ МФ РК в международные глобальные индексы облигаций. Тем не менее ликвидность большинства выпусков остается по-прежнему низкой, количество сделок для значительной части выпусков не превышает 1-4 сделок в год. Кроме того, по большинству выпусков, находящихся в обращении, сделки на вторичном рынке вообще не совершаются. Так, из 143 выпусков, находящихся в обращении в 2019 году, сделки на вторичном рынке совершались только по 18 выпускам, а в 2020-м – по 46 из 111 выпусков в обращении.

График 10

Количество сделок в год на вторичном рынке с ГЦБ МФРК в разрезе выпусков



Источник: ЦДЦБ

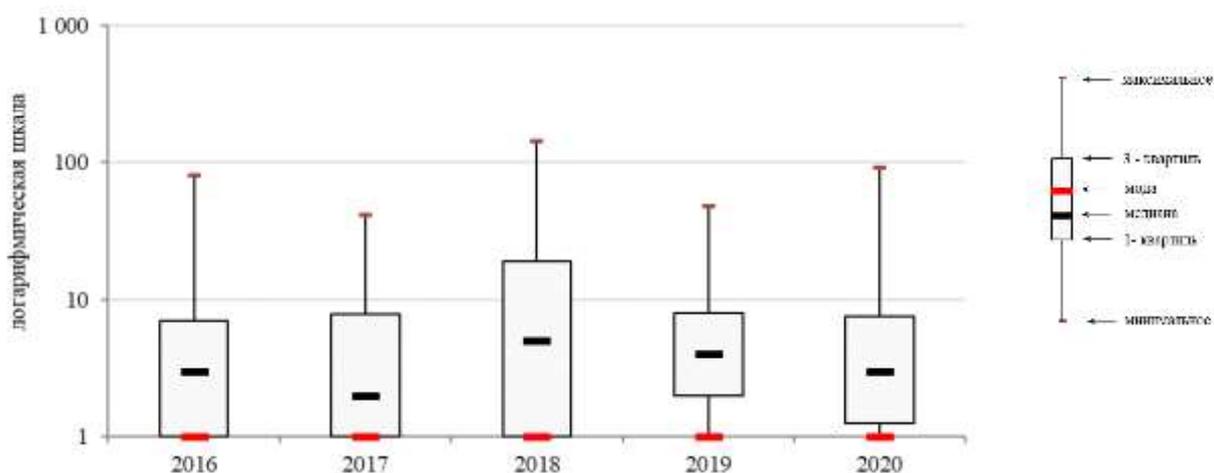
Примечание: для построения графика учитывались только выпуски, по которым проходили сделки на вторичном рынке.

Рынок нот НБ РК

Рынок нот НБ РК имеет сравнительно большую оборачиваемость (График 8), тем не менее также низколиквиден. Наиболее значительная часть выпусков нот имеет не более одной сделки в год (График 11).

График 11

Количество сделок в год на вторичном рынке с нотами НБ РК в разрезе выпусков



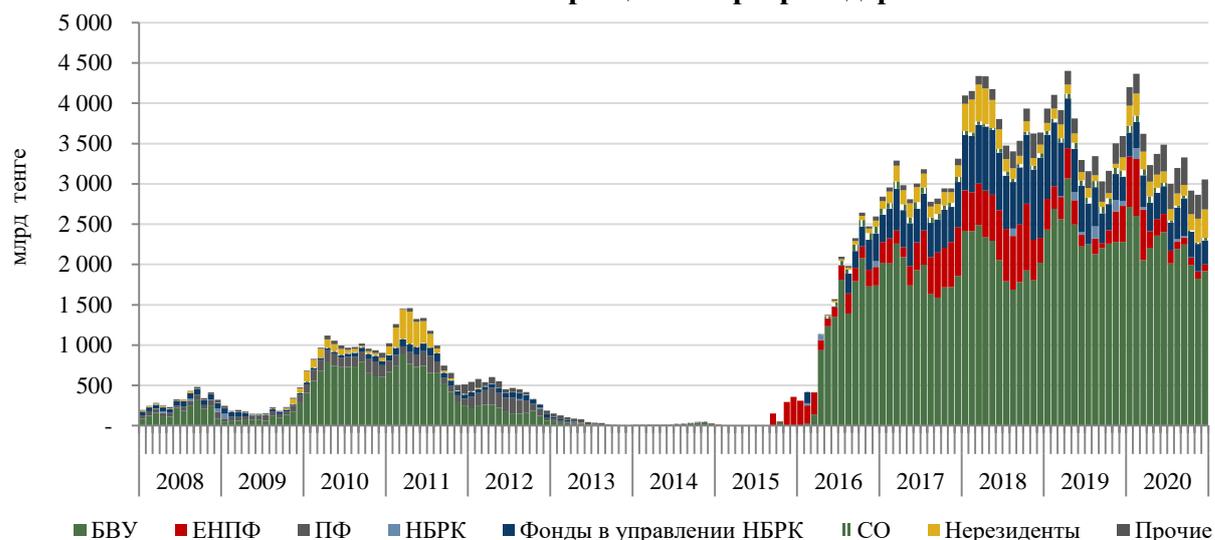
Источник: ЦДЦБ

Примечание: для построения графика учитывались только выпуски, по которым проходили сделки на вторичном рынке.

В 2013-2015 годах объемы выпущенных НБ РК нот были незначительны, и большая доля удерживалась пенсионными фондами в 2013-м и ЕНПФ в 2015 году (График 12). В 2016-2017 годы в банковском секторе сложился профицит ликвидности за счет бюджетного дефицита, программ оздоровления банков и дедолларизации их обязательств. В 2015 году НБ РК перешел на режим инфляционного таргетирования и в 2016 году в рамках программы управления процентными ставками стал изымать избыточную ликвидность с помощью нот.

График 12

Ноты НБ РК в обращении в разрезе держателей

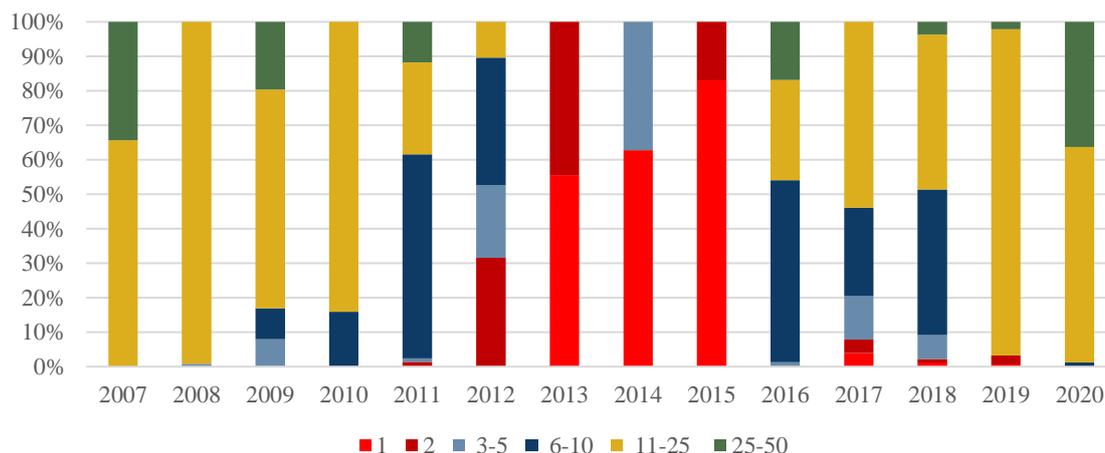


Источник: ЦДЦБ

Доходности нот отражали ожидания добровольных участников рынка по стоимости тенговой ликвидности, а срок нот отражал короткий инвестиционный горизонт банков. Поэтому основной спрос на ноты с 2016 года формировался за счет банков второго уровня. Из добровольных инвесторов на рынке нот также участвуют нерезиденты и страховые организации, однако их доля незначительна. В результате интереса со стороны рыночных участников ноты НБ РК распределены более равномерно, большинство выпусков нот имеет большее число держателей, чем ГЦБ МФ РК, тогда как ГЦБ МФ РК имеют значительную концентрацию в разрезе держателей.

График 13

Выпуски нот НБ РК распределены более равномерно среди держателей Распределение выпусков нот НБ РК в зависимости от количества держателей



Источник: IRIS Finance

Причины низкой ликвидности

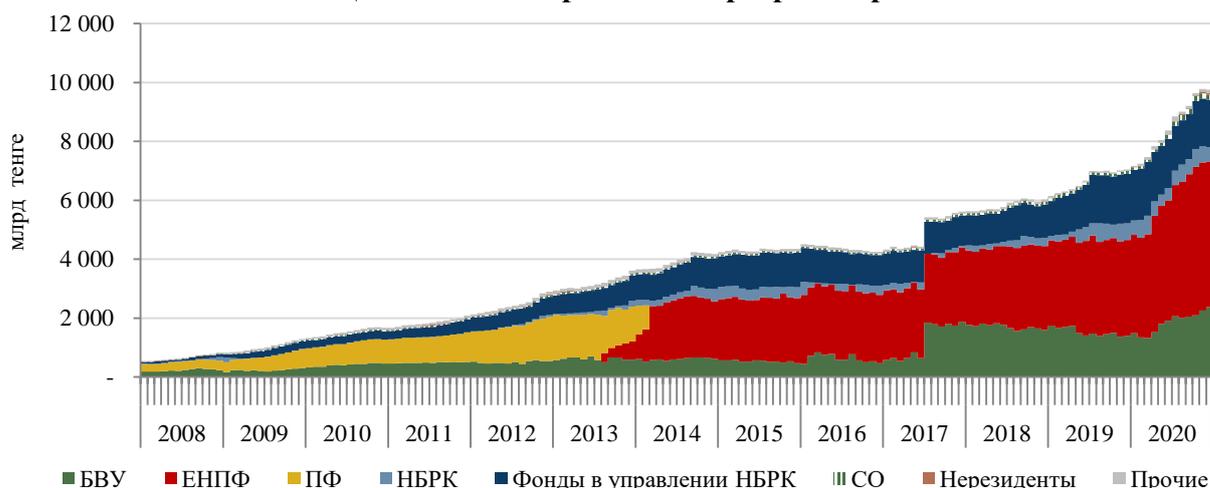
Основной причиной снижения ликвидности на рынке ГЦБ МФРК после 2014 года стало объединение пенсионных фондов в Единый накопительный пенсионный фонд (ЕНПФ). Исторически пенсионные фонды являлись основными инвесторами на рынке ГЦБ. Так происходило в силу пруденциальных требований по достаточности капитала, согласно

которым все активы пенсионных фондов взвешивались согласно их риску по версии регулятора, и в зависимости от этой величины определялся уровень достаточности капитала. ГЦБ РК считаются безрисковыми, а потому их вес равен нулю и, соответственно, не требуют дополнительной капитализации, чем и был обусловлен спрос на ГЦБ со стороны пенсионных фондов (Хакимжанов, Мустафин, Кубенбаев, 2019).

После объединения пенсионных фондов ЕНПФ продолжал оставаться основным инвестором на рынке ГЦБ МФ РК. Кроме того, значительная доля ГЦБ МФ РК скупалась другими фондами, находящимися в управлении НБРК. С переходом НБРК на режим инфляционного таргетирования реальная доходность ГЦБ стала положительной, что позволяло ЕНПФ формировать доходность по пенсионному портфелю выше инфляции. Несмотря на повышение реальной доходности ГЦБ, ее уровень не всегда соответствовал требованиям рыночных участников, поэтому их участие на рынке ГЦБ МФ РК было ограниченным. Кроме того, для рыночных участников привлекательность ГЦБ снижал риск обесценения тенге. При давлении на курс тенге доходность ГЦБ переставала отражать риск-премию по тенговым инструментам, между доходностью ГЦБ и ставками NDF обычно возникал спред (Хакимжанов, Мустафин, Кубенбаев, 2019). С возникновением рынка нот НБРК спрос со стороны банков сместился с рынка ГЦБ на рынок нот, так как срок нот больше соответствовал инвестиционному горизонту банков, и в результате короткого срока снижались их требования по премии за ликвидность.

График 14

ГЦБ МФ РК в обращении в разрезе держателей



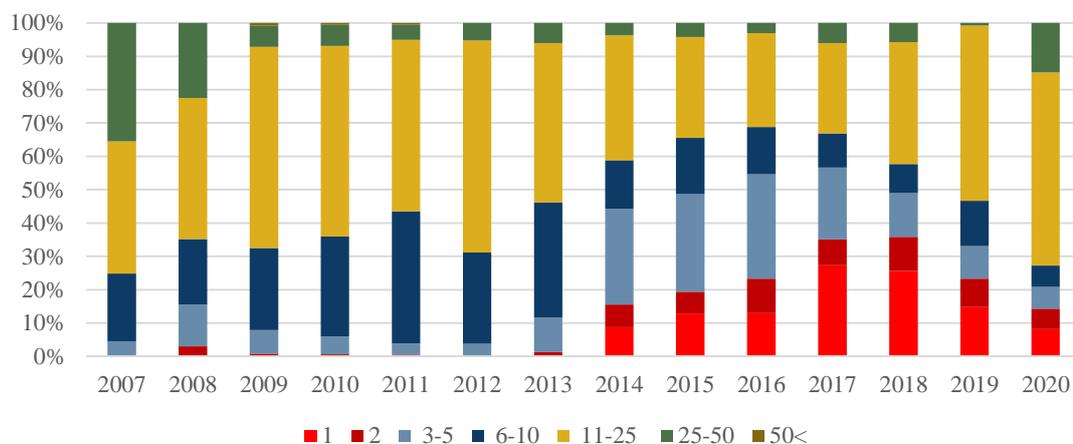
Источник: ЦДЦБ

Кроме того, одним из факторов, снижающих ликвидность рынка ГЦБ, являлась политика МФ РК по выпуску множества выпусков с мелкими объемами (Отчет о финансовой стабильности Казахстана, 2018 – 1П, 2020). При таких размерах выпуска один выпуск мог оказаться в руках одного или нескольких держателей. После объединения пенсионных фондов значительная доля таких выпусков оказалась в руках ЕНПФ, что и объясняет отсутствие сделок по ним (Графики 15, 16).

График 15

Количество выпусков, имеющих одного держателя, возросло после объединения пенсионных фондов

Распределение выпусков ГЦБ МФ РК в зависимости от количества держателей

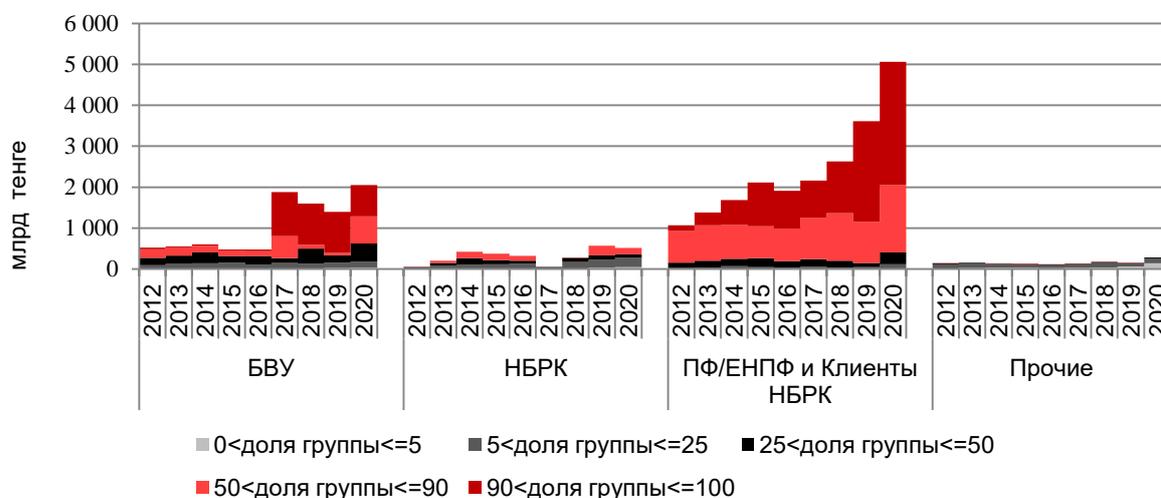


Источник: IRIS Finance

График 16

Рост концентрации ГЦБ МФРК у каптивных инвесторов

Распределение ГЦБ МФ РК, не являющимся МЕУЖКАМ, по долям видов держателей в объеме каждого выпуска



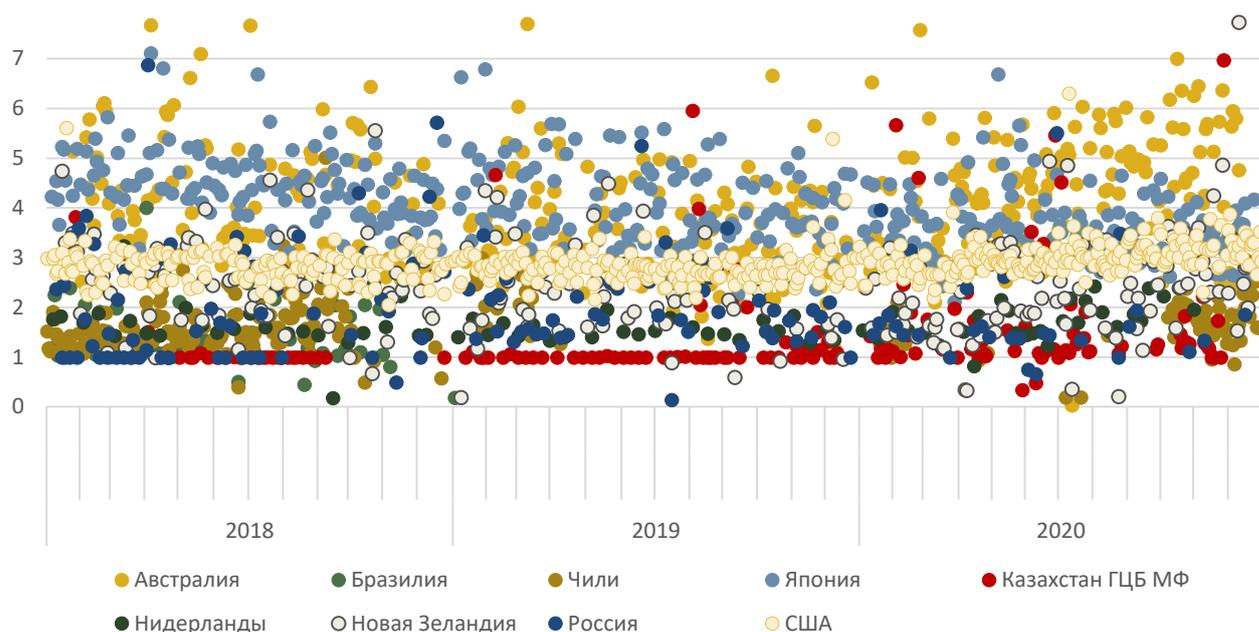
Источник: ЦДЦБ, расчеты НБ РК

Примечание: из выборки исключены ГЦБ, приобретенные системообразующим банком в июле 2017 года в рамках сделки по его оздоровлению

Спрос на ГЦБ в странах с более развитыми рынками заметно превышает спрос на ГЦБ Казахстана (График 17). При этом в большинстве случаев bid-to-cover³ по аукционам Казахстана колеблется от 1 до 2, то есть спрос либо полностью покрывает объемы аукционов ГЦБ РК, либо превышает их, иногда почти вдвое.

³ Bid-to-cover в данном случае отражает объем активных заявок к удовлетворенным заявкам.

Спрос к фактическому объему размещения аукционов государственных ценных бумаг



Источник: Refinitiv Eikon

Примечание: на графике показатель Bid/Cover взвешен по объему аукционов за день.

Несмотря на значительный спрос при анализе объемов заявок, анализ количества участников аукционов показывает, что спрос на ГЦБ МФ РК ограничен. В 2019 году в аукционах ГЦБ МФ РК в среднем участвовали около трех покупателей. Ограниченный спрос на государственный долг в нормальных условиях должен был привести к повышению доходности ГЦБ, однако наличие каптивных инвесторов позволяло МФ РК размещать долг ниже стоимости требуемой рыночными инвесторами. Так, основной спрос в 2019 году формировался каптивными инвесторами. Помимо неконкурентной цены, спрос со стороны рыночных участников снижался вследствие возросших сроков доплат размещения ГЦБ вследствие неравномерной структуры погашения обязательств МФ РК (График 21) и их концентрации на ближайших сроках в 2018-2019 годах. МФ РК стал размещать ГЦБ со сроками доплат свыше 10 лет, чтобы распределить структуру погашения долга на более дальние сроки. Рыночные участники, в частности, банки, в этот период в основном участвовали на рынке нот НБ РК, где инвестиционный горизонт короче и больше соответствует их потребностям. Таким образом, принимая во внимание, что на вторичном рынке сделки совершаются крайне редко, а МФ РК выпускал только долгосрочные облигации, в 2018-2019 годах кривая доходности на сроках от года до 10 лет формировалась на основе сделок, которые давно потеряли актуальность. Соответственно, информационная ценность кривой доходности ГЦБ была крайне низкой, у рынка отсутствовал ориентир по стоимости безрисковых фондов на среднесрочном конце кривой доходности, что препятствовало развитию рынка капиталов в целом.

Для поддержания актуальности кривой доходности МФ РК необходимо постоянное обеспечение событий на всех сроках кривой доходности.

Спрос к фактическому объему размещения аукционов государственных ценных бумаг



Источник: КФБ

Примечание: 1) из выборки исключены ГЦБ, приобретенные системообразующим банком в июле 2017 года в рамках сделки по его оздоровлению; 2) I – период частных накопительных пенсионных фондов; II – период объединения; III – период ЕНПФ.

Напомним, что одним из факторов, снижающих ликвидность, была высокая фрагментация выпусков ГЦБ. Так, например, в 2017 году в Казахстане было 147 выпусков ГЦБ МФ РК в обращении, в то же время в Австралии количество активных выпусков составляло 32, в России – 43, а в Новой Зеландии – 13. Притом что количество участников на этих рынках гораздо больше, чем в Казахстане, а, соответственно, и глубина этих рынков значительно превышает глубину казахстанского рынка ГЦБ. По нашему мнению, снижение уровня фрагментации выпусков ГЦБ должно повысить их ликвидность. Теоретически при повышении объема и снижении их количества у одного выпуска ГЦБ будет больше держателей. Для снижения фрагментации выпусков ценных бумаг в соответствии с международной практикой необходимо проводить доразмещения выпусков «новых» (on-the-run⁴) выпусков ГЦБ с целью повышения их объема и выкупать «старые» (off-the-run⁵) выпуски ценных бумаг на ключевых точках кривой доходности. Таким образом, рыночная ликвидность будет сконцентрирована в небольшом количестве ценных бумаг, что должно повысить их ликвидность. Кроме того, проведение аукционов по действующим ГЦБ будет давать актуальную информацию по стоимости, что повысит информационную ценность кривой доходности и будет служить ориентиром по стоимости тенговых фондов для смежных рынков капитала.

В 2019 году между Правительством РК и НБ РК было заключено Соглашение о координации мер макроэкономической политики (далее – Соглашение), направленное на повышение доверия рыночных участников к политике управления долгом и увеличение

⁴ On-the-run – выпуски, размещенные наиболее поздно среди выпусков с определенным сроком допозащения.

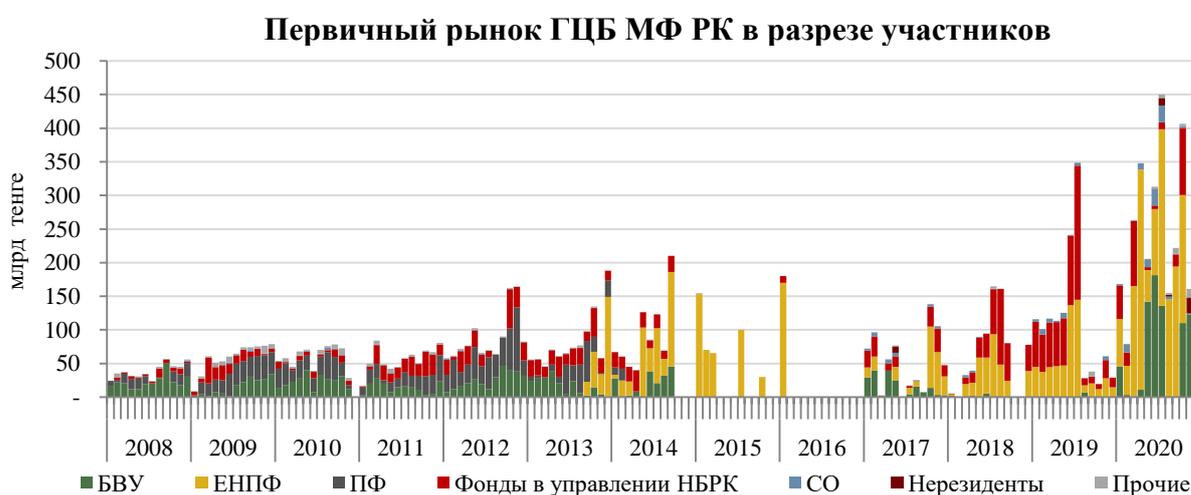
⁵ Off-the-run – выпуски, размещенные ранее, до наиболее позднего («нового») выпуска, и все еще находящиеся в обращении.

ликвидности рынка ГЦБ. По соглашению с Министерством финансов оно взяло на себя обязательства по публикации графиков выпусков ГЦБ на предстоящий год, а также проведению повторных аукционов по размещению ГЦБ, укрупнению выпусков ГЦБ и сокращению их количества до 30-40 выпусков в обращении в средне- и долгосрочной перспективе.

Кроме того, в середине 2019 года МФ РК изменил график выпуска ГЦБ таким образом, что начиная с августа 2019 года МФ РК стал размещать ГЦБ с разными сроками до 10 лет (Отчет о финансовой стабильности Казахстана, 2018 – 1П, 2020). В результате МФ РК стал проводить дополнительные размещения ГЦБ со сроком доплатнения менее 3 лет, а в 2020 году возобновил выпуск МЕККАМ – дисконтных ГЦБ со сроком обращения до 1 года.

Предпринятые меры повысили ликвидность рынка ГЦБ в 2020 году, рыночные участники вновь стали участвовать на рынке ГЦБ МФРК, возросло количество участников аукционов. Повышение интереса рыночных участников к рынку ГЦБ МФ РК было обусловлено также тем, что в середине 2020 года НБ РК прекратил выпуск годовых нот. Таким образом, спрос, присутствовавший на рынке годовых нот НБ РК, был смещен на рынок ГЦБ МФ РК.

График 19



Источник: ЦДЦБ

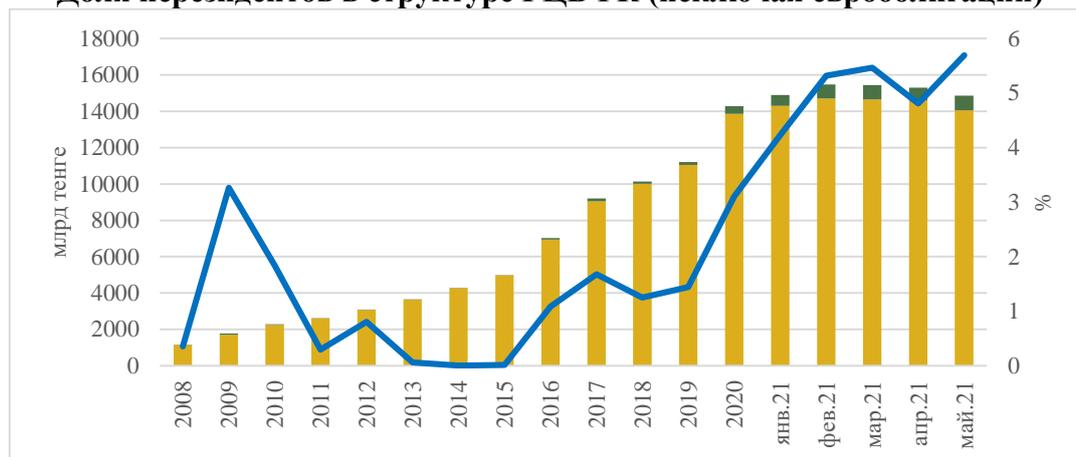
Примечание: из выборки исключены ГЦБ, приобретенные системообразующим банком в июле 2017 года в рамках сделки по его оздоровлению.

Стоит отметить, что спрос на казахстанские ГЦБ, выпущенные в тенге, формируется в основном за счет внутреннего рынка, тогда как на более развитых рынках значительная часть спроса формируется иностранными инвесторами. Большое количество участников на развитых рынках на ГЦБ создает более конкурентную среду и позволяет повысить эффективность ценообразования.

В 2018 году НБ РК и МФ РК была начата совместная работа по повышению привлекательности рынка ГЦБ для иностранных инвесторов: 1) были начаты работы по включению казахстанских ГЦБ в индекс государственных облигаций развивающихся стран JP Morgan (GBI-EM); 2) в августе 2020 года усовершенствована международная линия расчетов до типа Delivery versus Payment по нотам Национального Банка РК и ГЦБ Министерства финансов РК. Доля нерезидентов в структуре держателей ГЦБ РК по-прежнему остается низкой, однако в результате предпринятых мер она начала увеличиваться. Наибольший рост наблюдался в 2020-2021 годы: на 1 июня 2021 доля нерезидентов среди держателей ГЦБ РК достигла 5,7%.

График 20

Доля нерезидентов в структуре ГЦБ РК (исключая еврооблигации)



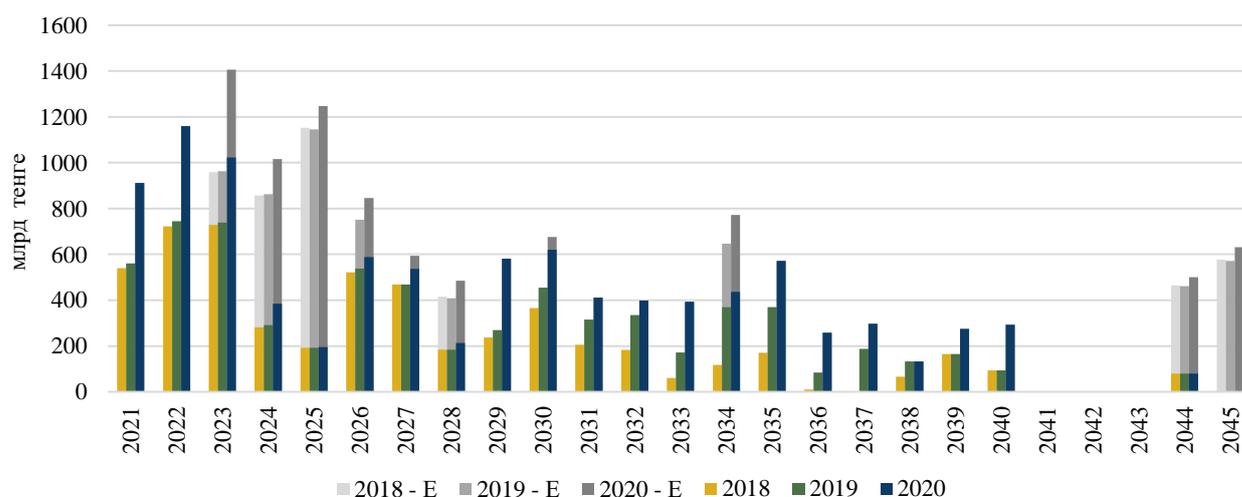
Источник: ЦДЦБ, расчеты НБ РК

Таким образом, в прошлые годы политика управления госдолгом Казахстана в большей степени была ориентирована на текущие проблемы финансирования бюджета, а проблемы ликвидности рынка ГЦБ не являлись приоритетными. При выпуске долга МФ РК руководствовалось текущей стоимостью, не принимая в расчет риски ликвидности, связанные с концентрацией обязательств на определенных сроках, и валютные риски при выпуске обязательств в иностранной валюте.

Отсутствие четкой политики управления госдолгом наглядно иллюстрирует временная структура погашения облигаций МФ РК. Погоня за низкими ставками в валюте в середине 2010-х с последующим ослаблением тенге привело к серьезному дисбалансу графика погашения основного долга. Эта информация, очевидно, уже заложена в ставках заимствования.

График 21

График погашения основного долга по ГЦБ МФ (включая еврооблигации) по состоянию на конец периода



Источник: ЦДЦБ, расчеты НБ РК

Примечание: 1) Е – обязательства МФ РК по выплате еврооблигаций; 2) сумма погашения основного долга по еврооблигациям конвертирована в тенге по официальным курсам на конец периода.

Так, в 2019 году погашение основного долга составило 3,37% от нефтяных поступлений в бюджет, а в 2020 году выросло до 4,23%. Также, согласно прогнозным значениям поступлений по проекту республиканского бюджета на 2021-2023 годы, к 2021 году долговая нагрузка на нефтяной бюджет достигнет 9,78%, а к 2022 году составит 11,05%. Несмотря на сравнительно низкий уровень государственного долга по отношению к ВВП, отношение расходов на обслуживание долга к выпущенному долгу Казахстана (текущая стоимость долга) превышает этот показатель во многих странах. Высокая стоимость обслуживания долга обусловлена более высокими процентными ставками в Казахстане по сравнению с другими странами, а также переоценкой обязательств в иностранной валюте, произошедшей вместе с обесценением тенге.

Доверие инвесторов имеет большое значение для оптимизации госзаимствований. При этом для кредитора паттерн графика погашения часто является показателем прагматизма заемщика.

В результате совместной работы НБ РК и МФ РК отмечаются позитивные изменения в политике заимствования, направленные на повышение ликвидности рынка ГЦБ и на формировании безрисковой кривой доходности. В числе перечисленных ранее: усилия МФ РК по укрупнению и сокращению числа выпусков в обращении, работа по включению выпусков в глобальные международные индексы, реализация возможности расчетов в Clearstream, а также выпуск ГЦБ на краткосрочном и среднесрочном конце кривой доходности. В дополнение стоит отметить совместную работу НБ РК и КФБ по созданию института маркетмейкеров для рынка ГЦБ, что также может оказать позитивное влияние на ликвидность ГЦБ. Наличие маркетмейкеров дает возможность выхода из позиции по инструменту, что является немаловажным фактором для инвесторов с более коротким инвестиционным горизонтом. Кроме того, одним из необходимых условий для повышения ликвидности рынка ГЦБ и повышения рыночности принимаемых решений, по нашему мнению, является развитие рынка институциональных инвесторов. Одним из решений является передача пенсионных накоплений в инвестиционное управление частным управляющим компаниям, что будет создавать более конкурентную среду на рынке ценных бумаг.

4. Политика управления государственным долгом

Относительно низкое отношение государственного долга к ВВП в Казахстане не означает снижения актуальности задач перехода к политике активного управления государственным долгом. Динамика развития рынка государственных ценных бумаг в малых открытых экономиках в целом и в Казахстане в частности складывается преимущественно из основных макроэкономических условий и предпосылок для внутренней экономики. В Казахстане, где основным каналом покрытия дефицита бюджета все еще является высокий и растущий за последние годы трансферт из Национального фонда РК, соответственно, возрастает зависимость финансирования фискального баланса от нефтяных поступлений. Это повышает процикличность фискальной политики (повышение госрасходов в период высоких цен на нефть), тем самым сужает потенциал фискального пространства в качестве буфера в кризисные периоды. Также преобладание такой тенденции косвенно сказывается на долгосрочном снижении инвестиционного рейтинга, что негативно влияет на возможность привлечения иностранного капитала во внутренний долг (Стахович, Шахназарян, 2008). В свою очередь присутствие нерезидентов в качестве держателей госдолга может улучшать диверсификацию инвесторской базы, что тем самым способствует повышению ликвидности государственных ценных бумаг – центральной задачи скоординированной макроэкономической политики.

Поэтому эффективное развитие рынка государственных ценных бумаг является приоритетной задачей как фискального рукава правительства, так и ее денежно-кредитной составляющей. Результативное проведение трансмиссии процентных ставок денежно-кредитной политики опирается на корректное функционирование конкурентной

суверенной кривой доходности, которое также необходимо для ценообразования рискованных активов. В дополнение к этому дальнейшее развитие рынка ГЦБ должно быть направлено на его развитие как первичного звена трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: на повышение эффективности трансмиссии ставок денежно-кредитной политики на ставки ГЦБ и непосредственное влияние на условия фондирования в экономике (Алексеева, Петрова, 2018). Кроме того, исследования в области управления госдолгом в развивающихся странах показывают, что увеличение выпуска долга в национальной валюте способствует большей ответной реакции рынка на изменения в денежно-кредитной политике.

Планомерное и всестороннее развитие рынка государственного долга, помимо своей первостепенной макроэкономической задачи, должно включать в себя также и задачи структуры расходной части бюджета и целей, под которые происходит выпуск госдолга. Одним из перспективных направлений развития активного управления госдолгом может служить оценка инвестиционной направленности займов – секторальный анализ средств, которые финансируются через выпуск государственных ценных бумаг (BIS, 2012). Таким образом, реализация программ, обеспечивающих уклон в сторону наукоемкого и капиталоемкого производства, способствует более качественному и высокому темпу экономического роста через увеличение производительности труда, что в свою очередь волнообразно повышает спрос на дальнейшие объемы государственных заимствований и их эффективное функционирование.

По нашему мнению, проблематика целей фискального ведомства заключается в приоритете краткосрочных целей над целями реального предназначения: долгосрочное стабильное улучшение благосостояния страны, снижение заимствования из Национального фонда – фонда резервов для будущих поколений. Таким образом, с точки зрения правительства целью эффективности управления госдолгом должна являться не текущая стоимость заимствования, а логически обоснованная долгосрочная структура долга и снижение, по сути, бремени для будущих поколений. В этом контексте необходимо нивелировать существующий конфликт интересов: для правительства рынок должен быть надежным, прозрачным и стабильным каналом финансирования, а для финансового регулятора – эффективной площадкой реализации денежно-кредитной политики.

Действующая временная структура погашения ГЦБ, на текущий момент подверженная значительным рискам ликвидности и валютным рискам, может быть оптимизирована одним из основных методов обратной покупки:

1. Обратный выкуп. Аукцион проводится так же, как и обычный аукцион, за исключением того, что участники торгов подают заявки на продажу аналогично механизму первичного рынка.

2. Прямая покупка. Этот метод выкупа долга может осуществляться двумя способами. Первый – это выкуп ГЦБ на вторичном биржевом рынке. Второй – это покупка на внебиржевом рынке.

3. Замена или рефинансирование, когда одна ценная бумага предоставляется в качестве оплаты за покупку другой ценной бумаги. Во время каждой сделки по обратному выкупу важно учитывать доходность отсечения выкупаемой ГЦБ. Оценка кривой доходности на вторичном рынке даст представление о справедливой рыночной стоимости бумаги. В этом контексте теоретическая модель кривой доходности должна стать лучшей метрикой при определении реальных цен отсечения.

Консолидация выпусков ГЦБ, а также поддержание крупных выпусков повышает ликвидность рынка. Неэффективные бумаги с точки зрения конкурентного ценообразования повышают недоверие со стороны рыночных участников, что в целом мешает развитию рынка до его потенциала и препятствует росту капитализации других площадок обмена капитала. Наоборот, поддержание крупных «эффективных» бумаг будет поддерживать и повышать ликвидность рынка ГЦБ. Это повышает эффективность системы фондирования, как с точки зрения долгосрочных целей для правительства, так и менее

долгосрочных целей монетарных властей, что возможно только при их тесной координации в части активного управления госдолгом.

5. Заключение

В целом ликвидность на рынке ценных бумаг в последние два года постепенно улучшается. В этот период важным фактором стало изменение практики эмиссии долга. Это включало в себя обязательство по созданию крупных контрольных выпусков, которые помогли росту ликвидности. Рынок ГЦБ также поддерживался изменениями в структуре участников рынка, что усиливает дилерскую конкуренцию. Переход на новую модель построения кривой доходности, повышающий уровень прозрачности, также предлагает потенциал повышения ликвидности в будущем. Степень ликвидности рынка продолжает существенно зависеть от локальной конъюнктуры: в периоды нестабильности процентных ставок ликвидность стремительно падает.

С точки зрения потенциала развития рынок РК, кажется, выгодно отличается от выборки сравниваемых стран. Тем не менее с точки зрения структурных факторов, которые создают обстановку, степень фрагментации долговых обязательств, паттерн графика погашения и относительная неразвитость фондового рынка могут препятствовать дальнейшему повышению ликвидности.

Необходимость рациональной политики управления госдолгом обуславливает актуальность исследований международных практик и разработок моделей в этом направлении. Переход на новую модель политики управления госдолгом обеспечит ее устойчивость и преемственность. В этой статье дается краткий обзор структуры ликвидности рынка ГЦБ, помогающий понять и организовать это многогранное решение.

Список литературы:

1. Broto C., Lamas M., «Measuring market liquidity in US fixed income markets: A new synthetic indicator» // Working Paper No. 1608, Bank of Spain, 2016.
2. Elliot D., «Market liquidity: A primer. The Brookings Institution» // Working paper, The Brookings Institution 2015.
3. Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies, BIS Papers, №67, 2012. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap67.pdf>.
4. Gehde-Trapp M., Schuster Ph., Uhrig-Homburg M., «The Term Structure of Bond Liquidity» // Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 53, No. 5, p. 2161-2197, 2018.
5. Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19. International Monetary Fund. Washington, DC., April 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020>.
6. Grobety M., «Government debt and growth: The role of liquidity» // Journal of International Money and Finance, vol. 83, p 1-22, May, 2018.
7. Gulliver J., «Money Market Funds and the 2020 COVID Crisis» // Committee on Capital Markets Regulation, May 2021. <https://www.capmktsreg.org/wp-content/uploads/2021/05/CCMR-Prime-MMFs-and-COVID-05.24.2021-.pdf>.
8. Kazakhstan: Reversing Productivity Stagnation - Country Economic Memorandum // [World Bank Document](#).

9. Le Saout, E., «Intégration du risque de liquidité dans les modèles de valeur en risque» // Banque et Marchés №61, p. 15-25, novembre 2002.
10. Muranaga J., T. Shimizu, «Market Microstructure and Market Liquidity» // Working paper of Institute for Monetary Economic Studies, Bank of Japan, 1997.
11. Nazlioglu S., Gupta R., Bouri E. «Movements in International Bond Markets: The Role of Oil Prices» // Working paper № 2019:35, International Review of Economics & Finance. – 2020.
12. Phillip R.D. Anderson, A. Velandia-Rubiano, A.C. Silva, «Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has this Time Been Different?» // World Bank Policy Research Working Paper, No. 5399, April, 2016. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1658774.
13. V. Premathiratne, «The Emerging Asia Pacific Capital Markets Sri Lanka» // 2021 CFA Institute Research Foundation, May, 2021.
14. Semernina Y., Yakunina A., Yakunin S., «Some trends of the Russian sub-federal bond market development in the presence of the global challenges» // Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR), vol. 39, p. 162–165, 2018.
15. Yakunina A.V., Semernina Y.V., Yakunin S.V., Ermakova E., «Impact of foreign economic sanctions on the Russian market of bonds denominated in foreign currencies» // SHS Web Conf. Innovative Economic Symposium Milestones and Trends of World Economy (IES 2018), vol. 61, 2019.
16. Алексеева И.А., Петрова И.А., «Эволюция и перспективы развития рынка облигаций федеральных займов» // Известия Байкальского государственного университета, Т. 28, № 4, 2018. <https://cyberleninka.ru/article/n/evolyutsiya-i-perspektivy-razvitiya-rynka-obligatsiy-federalnyh-zaymov>.
17. Алехин Б.И., «Размещение государственных облигаций сквозь призму микроструктуры рынка» // Финансовый журнал, № 6, стр. 95–108, 2018.
18. Белокопытов А.В., Миронкина А.Ю., «Облигации федерального займа для населения» // Экономический журнал, стр. 54–62, 2017. <https://cyberleninka.ru/article/n/obligatsii-federalnogo-zayma-dlya-naseleniya>.
19. Мустафин Е.Т., «Долговой рынок в период реформы НПФ» // Halyk Finance, январь, 2013. <http://history.halykfinance.kz/ru/site/index/research/report:81987>
20. Мустафин Е.Т., «Кривая доходности Казахстана: Падение спроса на госдолг в ожидании пруденциальных послаблений» // Halyk Finance, сентябрь, 2012. <http://history.halykfinance.kz/ru/site/index/research/report:81322>
21. Мустафин Е.Т., Хакимжанов С.Т., «Риск ликвидности, обменный курс и стоимость фондирования в тенге» // Halyk Finance, январь, 2014. <http://history.halykfinance.kz/ru/site/index/research/report:87302>
22. Огурцова Е.В., Комков И.В., «Развитие внутреннего рынка государственного долга России: факторы формирования, перспективы изменения» // Известия Саратовского университета, серия «Экономика. Управление. Право», Т. 19, вып. 3, 2019. <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2019-19-3-246-256>.

23. Оразалин Р., «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Республике Казахстан» // Экономическое исследование №2018-3, Департамент исследований и статистики, Национальный Банк Республики Казахстан, 2018.
24. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов // Банк России. https://cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf.
25. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2012. Национальный банк Республики Казахстан. Алматы, декабрь, 2012. <https://nationalbank.kz/file/download/26119>
26. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2015 – 2017. Национальный банк Республики Казахстан. Алматы, 2018. <https://www.nationalbank.kz/ru/news/otchet-o-finansovoy-stabilnosti/rubrics/235>
27. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2018 – 1П 2019. Национальный банк Республики Казахстан. Алматы, 2020. <https://nationalbank.kz/ru/news/otchet-o-finansovoy-stabilnosti/rubrics/236>.
28. Покровская Н.Н., Куриленко М.В., «Рынок государственных ценных бумаг в России: проблемы и перспективы развития» // Интернет-журнал «Науковедение», том 8, № 4, 2016. <http://naukovedenie.ru/PDF/34EYN416.pdf>.
29. Рыжановская Л.Ю., Чистова В.Е., «Проблемы ликвидности рынка государственных ценных бумаг» // «Финансовый журнал», №3, стр. 19–32, 2011.
30. Стахович Л.В., Шахназарян Г.Э., «Проблемы ликвидности современного российского рынка государственных ценных бумаг» // «Финансовая аналитика: проблемы и решения», № 1 (1), стр. 34–43, 2008.
31. Хакимжанов С., Мустафин Е., Кубенбаев О., Атабек Д., «Построение кривой доходности на рынке с низкой ликвидностью» // журнал «Деньги и кредит», №4, декабрь, 2019.