

# РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ КАЗАХСТАНА

*Андрей Цалюк – начальник отдела информации анализа Казахстанской фондовой биржи (KASE), генеральный директор информационного агентства финансовых рынков ИРБИС (Алматы)*

(информационное сообщение на конференции "Развивающиеся рынки облигаций: Россия, Украина, Казахстан, СНГ и Балтия", 21 мая 2004 года, Киеве)

## История казахстанского рынка облигаций (Слайд 1)

История казахстанского рынка облигаций началась 04 апреля 1994 года. Ровно 10 лет назад Министерство финансов выпустило в обращение первые дисконтные государственные казначейские векселя (ГКВ) со сроком обращения 3 месяца и доходностью 148,93% годовых. Эти ГКВ, переименованные впоследствии в ГКО (государственные казначейские обязательства), а затем в МЕКАМ (казахская аббревиатура ГКО), выпускались с целью финансирования дефицита государственного бюджета и были ориентированы на единственного институционального инвестора, который существовал в Казахстане – коммерческие банки.

Национальный Банк Казахстана выпустил свои первые облигации – краткосрочные ноты – в 1995 году и использовал их, как и сейчас, в качестве одного из основных инструментов денежного регулирования. С помощью этих облигаций до 1999 года Нацбанку удавалось достаточно эффективно воздействовать на внутренний валютный рынок, регулируя уровень девальвации тенге, а в последние годы связывать на рынке избыточную тенговую ликвидность с целью контроля инфляции.

Прорыв на международные рынки капитала Казахстан совершил в декабре 1996 года, разместив по правилам 144A и S первую эмиссию суверенного долга на сумму 200 млн долларов США с погашением в 1999 году. К этому шагу правительство подтолкнул бюджетный кризис в стране, необходимость текущего обслуживания внешнего долга и неразвитость внутренних инвесторов.

Появление первых корпоративных облигаций в Казахстане совпало с началом пенсионной реформы в республике. Это были международные облигации Kazkommerts International B.V., выпущенные под полную гарантию АО "Казкоммерцбанк", которое являлось стопроцентным учредителем голландской компании. Сделка по их размещению в объеме 100 млн долларов США была закрыта 08 мая 1998 года. Данные облигации были с энтузиазмом встречены инвесторами Казахстана благодаря "чистой" деноминации в долларах США и значительной ставке купонного вознаграждения – 11,250% годовых. Бумаги выглядели особенно интересными для казахстанских накопительных пенсионных фондов после смены режима валютного регулирования в апреле 1999 года. Они пользовались на внутреннем рынке исключительно высоким спросом и являлись наиболее ликвидным инструментом среди негосударственных эмиссионных ценных бумаг на Казахстанской фондовой бирже (KASE) в 1999 году.

1999 год был в Казахстане ознаменован первым выпуском муниципальных облигаций. Мангистауской области удалось разместить эмиссию своих обязательств на сумму 3,5 млн долларов США. В конце этого же года первую эмиссию разместила Алматы.

Следует отметить, что на самом деле первые муниципальные облигации появились в Казахстане в 1996 году и были выпущены Павлодарской областью, которая исправно выполняла свои обязательства перед инвесторами год спустя. Однако эти бумаги появились на свет вне каких-либо нормативно-правовых актов, регулирующих механизм заимствований местных исполнительных органов власти. Таких актов просто не существовало. По этой причине эмиссия Павлодарской области никогда не упоминается в официальной статистике, а годом рождения казахстанского рынка муниципальных облигаций принято считать 1999 год.

После стрессов, вызванных российским кризисом 1998 года и сменой режима валютного регулирования в Казахстане в апреле 1999 года, в республике началось явление, названное "облигационным бумом". Первые внутренние корпоративные облигации появились в списках ценных бумаг KASE в 1999 году и торговались в секторе "Нелистинговые ценные бумаги". Но по-настоящему данный сектор рынка ожил в 2000 году, когда введение свободноплавающего обменного курса тенге и исключительно удачная конъюнктура мирового рынка основных

предметов казахстанского экспорта стали давать свои плоды. С 2000 года развитие казахстанского рынка негосударственных эмиссионных ценных бумаг стало происходить в направлении расширения именно рынка облигаций, а не акций. И эта тенденция актуальна у нас до настоящего времени.

Следует отметить, что ключевым фактором, предопределившим быстрое развитие казахстанского рынка корпоративных облигаций (включая международные бумаги), стала пенсионная реформа 1998 года. Появление нового институционального инвестора, испытывающего трудности с объектами безрисковых инвестиций, создало на рынке заимствований мощную конкуренцию банкам, обеспечив падение доходности облигаций всех типов и рост корпоративного долга в арифметической прогрессии.

Важным для казахстанского рынка облигаций был и 2003 год. Перспективы роста экспорта сырья на фоне высоких цен нефти и металлов в значительной мере упрочили позицию Казахстана на международных рынках капитала. Стоимость внешних заимствований для казахстанских резидентов стала падать. Этим не могли не воспользоваться банки страны, постоянно заинтересованные в долгосрочных источниках фондирования. Кроме того, падение курса доллара США к евро и устойчивая тенденция обесценивания доллара США к тенге, значительно повысили привлекательность внешних займов в американской валюте для казахстанских резидентов. Результатом действия данного фактора стал резкий рост внешнего корпоративного заимствования в 2003 году, позволяющий говорить о своеобразном "буме". Если в предыдущие годы в притоке внешнего финансирования доминировали прямые иностранные инвестиции, то в 2003 году нетто-приток ссуд и займов, привлеченных негосударственным сектором, превысил по данным Нацбанка Казахстана 2,8 млрд долларов США. И здесь особенно следует отметить размещение казахстанскими резидентами (непосредственно или через SPV) в 2003 году международных облигаций на сумму \$950 млн, частично ориентированных на внутренний рынок.

#### **(Слайд 2)**

В течение последних 10 лет скорость роста казахстанского долга, выпущенного в виде облигаций, опережает скорость роста ВВП республики. Как видно на представленном графике, в последние годы это во многом обеспечивается за счет новых выпусков корпоративных облигаций. На начало 2004 года объем всего казахстанского рынка облигаций составлял 19,5% от ВВП, в том числе: рынка внутренних ГЦБ Казахстана – 9,0%; рынка международных ГЦБ Казахстана – 2,2%; рынка внутренних корпоративных облигаций – 3,3%, рынка международных корпоративных облигаций (по официальному списку KASE) – 5,0%.

#### **Структура казахстанского рынка облигаций на начало 2004 года (Слайд 3)**

На начало 2004 года структура казахстанского государственного, муниципального и корпоративного долга, выпущенного в виде облигаций, выглядела так, как представлено на диаграмме. При этом следует отметить два важных обстоятельства.

Первое состоит в особенности международных облигаций казахстанских резидентов, включая правительство. Можно сказать, что в 1999 – 2002 годах международные облигации правительства Казахстана и корпоративных эмитентов во многом были ориентированы на спрос внутреннего рынка. Сложилась целая система, при которой иностранные инвесторы выкупали при первичном размещении казахстанские бонды для последующей (и весьма скорой) их перепродажи казахстанским инвесторам и прежде всего накопительным пенсионным фондам. Это позволяло зарубежным фондам эффективно играть на ценовой разнице. Тем не менее, казахстанские инвесторы с удовольствием брали международные бумаги. Их номинал, выраженный в долларах США, защищал от риска девальвации тенге к доллару, а ставки вознаграждения значительно превышали ставки внутренних облигаций такого же инвестиционного качества.

Ситуацию резко изменил 2003 год, в течение которого тенге укрепился к доллару на 8,03% в номинальном и 12,4% в реальном выражении. Кроме того, Нацбанк Казахстана обязал пенсионные фонды продать в течение полугода все облигации так называемых специальных предприятий – нерезидентов Казахстана, стопроцентными учредителями которых являются резиденты республики (SPV). К тому же, пенсионные фонды Казахстана с середины 2003 года перешли на рыночную оценку находящихся в их портфелях бумаг. В результате действия

перечисленных факторов спрос на международные облигации казахстанских эмитентов на внутреннем рынке республики резко снизился. Однако даже в текущей ситуации на начало 2004 года на счетах резидентов Казахстана находился значительный объем международных облигаций, о котором можно судить по косвенным данным (точная статистика не публикуется). Например, объем инвестиций только казахстанских накопительных пенсионных фондов в евроноты суверенного долга Казахстана по текущей рыночной стоимости на 01 января 2004 года составлял \$313,4 млн – около 40% от объема действующих эмиссий. В начале четвертого квартала 2003 года объем инвестиций в облигации SPV за счет пенсионных активов казахстанских НПФ достигал по оценке Нацбанка примерно 54 млн долларов США. Все вышесказанное не позволяет при оценке емкости казахстанского рынка облигаций полностью игнорировать международные ценные бумаги.

Второе обстоятельство касается учета приведенных на слайде 3 данных. По действующим в Казахстане правилам все выпущенные ГЦБ, включая международные облигации, автоматически допускаются к обращению на KASE. Облигации местных исполнительных органов Казахстана проходят на KASE процедуру допуска к обращению, и если такая процедура бумагами не пройдена, эмиссия не считается состоявшейся. Поэтому данные по объему государственного и муниципального долга, приведенные на диаграмме, наиболее близко отражают объем соответствующих облигаций, доступных для казахстанских резидентов.

Данные по объему корпоративного долга приводятся исключительно по официальному списку KASE, в который на начало 2004 года включено 68 из 71 действующих эмиссий внутренних облигаций и лишь те международные бумаги, которые прошли процедуру листинга на KASE. Разница между номинальной стоимостью всех выпущенных в Казахстане (и размещенных) внутренних облигаций и облигаций, прошедших листинг на KASE, по оценке ИРБИС не превышает \$10 млн (точные достоверные данные добыть не удалось). Соответствующий показатель по международным облигациям на начало 2004 года составляет около \$150 млн номинальной стоимости долга, сейчас – около \$600 млн.

#### **Внутренние ГЦБ Министерства финансов (Слайд 4)**

Бумагами этого типа на начало 2004 года обеспечивалось 20,3% капитализации всего рынка облигаций по номинальной стоимости. В основном это среднесрочные МЕОКАМ – купонные облигации номиналом 1000 тенге со сроком обращения 2 – 10 лет и полугодовым фиксированным купоном. Ставки вознаграждения находящихся в обращении МЕОКАМ варьируют от 5,7 до 17,1% годовых.

Резко подчиненное значение на рынке играют краткосрочные дисконтные МЕККАМ, индексированные по уровню инфляции благодаря плавающей ставке трехмесячного купона МЕИКАМ и совсем уж экзотические МАОКО, через подписку на которые правительство республики компенсирует вклады граждан в бывшем Казахском республиканском сберегательном банке СССР.

Первичные размещения, проведенные Министерством финансов в 2004 году, характеризуются исторически минимальными ставками вознаграждения или размерами дисконта. Основное понижение доходности своих облигаций Минфин выполнил весной 2001 года, используя очень высокий спрос со стороны субъектов пенсионного рынка и дефицит инструментов для инвестирования. В течение того же года Минфин и Нацбанк гармонизировали общую картину ставок на рынке Казахстана. С тех пор каких-либо скачков в данном секторе не происходит, а доходность ГЦБ плавно снижается на избыточной ликвидности по тенге субъектов казахстанского рынка.

#### **Внутренние ГЦБ Министерства финансов на вторичном рынке (Слайд 5)**

В 2004 году (с 01 января до 11 мая) в общем объеме сделок купли-продажи облигаций на KASE на долю МЕКАМ приходится 29,5%. Инструментальная структура оборота во многом повторяет структуру долга, находящегося в обращении. На левой диаграмме слайда приводятся детальные данные по инструментальной структуре оборота МЕКАМ на KASE, позволяющие получить представление о сроках торгуемых облигаций и их типах.

Реальная доходность МЕКАМ к погашению для покупателя на вторичном биржевом рынке в настоящее время является отрицательной, учитывая текущий уровень инфляции в годовом выражении (правая диаграмма). В связи с этим облигации пользуются ограниченным спросом. Объем предложения, как правило, превышает спрос.

В целом номинальная доходность МЕКАМ на вторичном рынке в 2004 году варьировала от 3 до 6,5-7% годовых.

Исключение составляют МЕИКАМ – наиболее привлекательные облигации, которые в настоящее время не выпускаются Министерством финансов. При расчете доходности этих бумаг необходимо прогнозировать инфляцию, так как рынку известна только фиксированная ставка вознаграждения облигаций. Надбавку за инфляцию инвестор получает ежеквартально в зависимости от динамики индекса потребительских цен в течении купонного периода. Биржа использует метод "скользящего окна" при определении реальной доходности МЕИКАМ, интерполируя достигнутую за три месяца инфляцию на все будущие купонные периоды. Эта методика может отличаться от используемой продавцами МЕИКАМ, которые котируют их в грязных ценах. По этой причине на правой диаграмме сделки по МЕИКАМ образуют отдельную локальную группу.

#### **Ноты Национального Банка Казахстана (Слайд 6)**

Данные облигации контролируют 24,3% капитализации казахстанского рынка облигаций по номинальной стоимости и играют в последнее время существенную роль на внутреннем рынке. Достаточно заметить, что в текущем году на KASE ноты контролировали чуть более половины всего биржевого оборота вторичного рынка облигаций, являясь самыми ликвидными долговыми бумагами на бирже.

Ноты имеют номинальную стоимость 100 тенге и выпускаются на срок, не превышающий одного года, с дисконтом, отвечающим доходности 4,7 – 5,1% годовых. Эмитентом они используются для связывания на рынке лишних денег, а инвесторами – как "инструмент ожидания". Кроме того, отдельные банки охотно покупают ноты на первичном рынке, а через некоторое время перепродают их на вторичном с положительной ценовой разницей, предоставляя инвесторам инструмент со сроком обращения до нескольких месяцев. Такие бумаги не выпускаются при первичных размещениях и потому, как правило, ноты пользуются спросом на бирже.

Ввиду избыточной тенговой ликвидности на финансовом рынке Казахстана и потери долларом былой инвестиционной привлекательности ноты Нацбанка прекрасно продаются. Как и в случае с МЕКАМ, их доходность в реальном выражении является отрицательной (правая диаграмма).

#### **Евроноты суверенного долга Казахстана (Слайд 7)**

До 2003 года облигации этого типа являлись наиболее торгуемыми бумагами на KASE благодаря высокой ставке купона и долларовому номиналу, защищавшему держателя от инфляционных рисков. Почти весь объем выпущенных Министерством финансов евронот обращался на внутреннем рынке Казахстана. Доля инвестиций в эти бумаги пенсионных активов некоторых фондов достигала 80%. Чистые цены отдельных выпусков в 2000 году превышали 140%, демонстрируя явный перегрев рынка. Этот перегрев, а также погашение Минфином в октябре 2002 года облигаций второй эмиссии, стабилизировали цены и постепенно развернули их вниз.

Отношение казахстанских инвесторов к евронотам кардинально изменилось в начале 2003 года, когда тенге к доллару начал уверенно укрепляться. Сброс облигаций на рынок закончился в основном в марте, что хорошо видно на правом графике. И именно с этого времени доходность евронот стабилизировалась и ныне тяготеет к росту.

На начало текущего года евроноты суверенного долга контролировали всего 11,1% капитализации казахстанского рынка облигаций, однако едва ли большая часть этого долга находится сейчас в границах республики (к сожалению, данные по статистике на этот счет не публикуются). Например, на 01 января 2004 года в Центральный депозитарий ценных бумаг Казахстана было "заведено" суверенных евронот на сумму, не превышающую 104,4 млн

долларов США по текущей рыночной стоимости при \$625 млн находящегося в обращении долга. На KASE в 2004 году евроноты Казахстана контролировали всего 3,9% оборота рынка облигаций.

В настоящее время облигации данного типа представляют из себя сомнительный объект инвестиций для казахстанских инвесторов. Майские события на мировом рынке, вылившиеся в отток денег инвесторов с развивающихся рынков, сделали такого рода инвестиции еще менее привлекательными. По этой причине прогнозируется дальнейшее падение цен евронот и рост их доходности для покупателя.

#### **Муниципальные (Слайд 8)**

#### **облигации**

#### **Казахстана**

Рынок муниципальных облигаций, имеющих в Казахстане статус государственных, до настоящего времени оставался очень узким. А изучение нового Бюджетного кодекса от 24 апреля 2004 года не вселяет оптимизма на его дальнейшее развитие.

С одной стороны, связано это с незначительной долей муниципального долга, выпущенного в обращение, с другой – высокими инвестиционными рисками, присущими бумагам местных исполнительных органов власти, с третьей – весьма сдержанным отношением правительства Казахстана к подобного рода заимствованиям, с четвертой – укреплением тенге к доллару США (все муниципальные облигации являются индексированными по уровню девальвации тенге к доллару).

Указанные факторы определяют отсутствие ликвидности на рынке муниципальных облигаций, относительно небольшой и специфичный (монополизированный) спрос при их первичных размещениях. Учитывая, что тенге к доллару укрепился в 2003 году на 8,03% в номинальном выражении, а текущий уровень инфляции составляет 6,5% годовых, реальная доходность муниципальных облигаций, как и других внутренних ГЦБ, является сейчас отрицательной.

#### **Внутренние (Слайд 9)**

#### **корпоративные**

#### **облигации**

#### **казахстанских**

#### **эмитентов**

Роль этих облигаций в Казахстане быстро растет, что особенно заметно в последнее время.

На начало текущего года капитализация рынка внутренних корпоративных облигаций по номинальной стоимости выпущенного долга достигла на KASE 1,047 млрд долларов США, что составляет 17,8% всего рынка облигаций и 41,2% внутреннего рынка этих бумаг.

Этот сектор рынка начинался с индексированных по девальвации тенге к доллару инструментов, доля в обращении которых все еще велика (правая диаграмма). В 2003 году эмитенты стали выпускать бумаги, доход держателя которых индексировался только "в одну сторону" – при росте курса доллара относительно значения, действовавшего на дату начала обращения облигаций. В противном случае бумага превращалась в обычную тенговую облигацию, что и имеет место быть в настоящее время для 27,4% внутреннего корпоративного долга. Все более популярными становятся неиндексированные тенговые бумаги, а также облигации с плавающей купонной ставкой, зависящей от уровня инфляции.

Результаты анализа отраслевой структуры рынка внутренних облигаций иллюстрируют бесспорное лидерство финансового сектора как наиболее продвинутого и работающего в условиях жесткой конкуренции (таблица слева). Судя по разнице между номинальной и рыночной стоимостями обращающегося долга, банкам удается продавать свои обязательства наиболее успешно, а спрос на них в общем случае превышает предложение.

#### **(Слайд 10)**

На этом слайде представлены результаты анализа доходности внутренних корпоративных облигаций Казахстана как по условиям выпуска бумаг, так и при торговле на вторичном рынке.

Из графиков очевидно, что решающим фактором, определяющим доходность инструментов, является его инвестиционное качество, которое, в свою очередь, обусловлено финансовым состоянием эмитента. Кроме того, прослеживается слабо выраженная прямая зависимость между показателем доходности и сроком обращения облигации. А наиболее длинные бумаги покупаются лишь в защищенном от инфляции варианте.

В целом внутренние корпоративные облигации смотрятся сейчас более выгодно, чем ГЦБ. Их номинальная доходность варьирует от 6 до 16% годовых, а существующий спектр инструментов позволяет удовлетворительно диверсифицировать риски с минимальной зависимостью от экзогенных факторов.

#### **Международные корпоративные облигации казахстанских эмитентов (Слайд 11)**

Этот тип облигаций во многом повторил судьбу евроот суверенного долга. Первые эмиссии охотно раскупались казахстанскими инвесторами, обеспечивая очень хороший спрос при первичных размещениях за рубежом. Однако здесь есть и свои особенности.

Как видно на представленной диаграмме, подавляющий объем бумаг этого типа выпущен и выпускается казахстанскими банками, причем в основном через голландские SPV. Лидером является Казкоммерцбанк, который при улучшении условий заимствования обычно выкупает более доходные облигации за счет выпуска новых, менее доходных. Это создает дискомфорт инвесторам, который, впрочем, не являлся определяющим фактором. Определяющими явились ограничения, установленные регулируемыми органами Казахстана для институциональных инвесторов. Наряду с пруденциальными нормативами, запрещающими безоглядно инвестировать активы в облигации одного эмитента и аффилированных с ним структур, на рынок повлияли и более жесткие меры. Например, в 2003 году пенсионным фондам Казахстана было вообще запрещено инвестировать активы в ценные бумаги SPV, учредителями которых являются резиденты республики. Срок, в течение которого данные облигации должны быть проданы "пенсионщиками", близок к истечению.

Если к указанным проблемам добавить укрепление тенге к доллару в 2003 – 2004 годах, а также высокую зависимость котировок маркет-мейкеров корпоративных евроот на KASE от экзогенных факторов, становятся понятными причины, по которым ликвидность на внутреннем рынке облигаций данного типа падает. Однако их эмитенты пока не испытывают проблем, судя по результатам последних размещений 2004 года, и все в меньшей степени нуждаются в поддержке своего внешнего долга со стороны казахстанских инвесторов.

#### **Тенденции на рынке корпоративных облигаций Казахстана (Слайд 12)**

Развитие казахстанского рынка облигаций обусловлено прежде всего благоприятной конъюнктурой мировых сырьевых рынков. Именно это обстоятельство позволило республике существенно продвинуться в направлении реформирования своей экономики в целом и финансового рынка в частности, перейдя в 1999 году от жесткого монетаризма к наращиванию уровня монетизации экономики. Запуск пенсионной реформы в 1998 году и смена режима валютного регулирования в 1999-ом – это те вехи, которые при благоприятных экзогенных факторах позволили, с одной стороны, быстро развиваться отечественным институциональным инвесторам, а с другой – создать на финансовом рынке избыточную ликвидность по тенге. Последнее обстоятельство – избыток свободных денег – на фоне весьма сдержанной приватизации государственной собственности в части стратегически значимых предприятий создало не только благоприятные предпосылки для развития рынка облигаций, но и привело к неуклонному снижению ставок на финансовом рынке.

К основным тенденциям на рынке корпоративных облигаций автор обзора склонен отнести как раз те, которые сформированы растущим объемом свободных денег в обращении.

Как видно на левом графике, оборот первичного и вторичного биржевого рынков корпоративных облигаций быстро растет, повторяя в основном рост выпущенного в обращение долга. Судя по данным первых 4 месяцев 2004 года, эта тенденция сохранится в среднесрочной перспективе.

Начиная с 1994 года Казахстан не знал ни одного дефолта по облигациям Минфина и Нацбанка. По муниципальным бумагам пока был один прецедент задержки выплаты купона на сутки по техническим причинам. Пока все эмитенты, ценные бумаги которых находятся в официальном списке KASE, аккуратно выполняют свои обязательства перед держателями облигаций.

Генеральная тенденция снижения ставок на финансовом рынке Казахстана по-прежнему актуальна для рынка корпоративных облигаций (правые графики). Хотя в самое последнее

время наметился откат цен вниз. С одной стороны, это обусловлено пересмотром в начале года лимитов инвестирования пенсионных активов, в результате которого часть пенсионных денег ушла с внутреннего рынка на международный. С другой стороны, наметившийся рост доходности корпоративных обязательств явился следствием неуступчивости инвесторов, расценивающих текущую доходность как минимально допустимую для данного уровня инфляции. Нельзя не учитывать и отток капитала с развивающихся рынков, вызванного позитивной оценкой потенциала экономики США. Это привело к падению международных облигаций казахстанских эмитентов и соответствующим образом отразилось на поведении фондовых индексов KASE.

В целом напряжения, существующие сейчас на казахстанском рынке облигаций, нельзя назвать критичными. Их меньше, чем в прошлом. Последние оценки рынка выглядят весьма оптимистично, и оценки эти не лишены оснований.