
17 сентября 2024 года

9 сентября этого года Нацбанк опубликовал свой ежегодный отчет о финансовой стабильности, который содержит результаты комплексного анализа и оценки основных рисков и факторов уязвимости финансовой стабильности в Казахстане. Как и все остальные информационно-аналитические материалы Нацбанка, данный отчет представляет собой качественный анализ внешних и внутренних макроэкономических факторов, государственных политик, финансового регулирования, уровня развития бизнес-среды и развития финансового рынка с точки зрения их влияния на стабильность финансовой системы. Особенно хочется отметить, что Нацбанк достаточно хорошо описывает риски финансовой стабильности, связанные с бюджетной политикой правительства.

Хотя отчет Нацбанка о финансовой стабильности во многом соответствует лучшей мировой практике, мы бы хотели отметить несколько моментов, которые требуют более глубокого анализа и внимания. Прежде всего это: (1) отсутствие индикаторов финансовой стабильности; (2) высокий уровень концентрации и (3) конфликт интересов на денежном и валютном рынках Казахстана.

Индикаторы финансовой стабильности должны стать основой отчета Нацбанка

Индикаторы финансовой стабильности (ИФС) являются основополагающим элементом политики по финансовой стабильности в стране. Обычно центральные банки в стране играют лидирующую и координирующую роль в обеспечении финансовой стабильности при отсутствии кризиса в финансовой системе. Поэтому для центрального банка крайне важно разработать и поддерживать в рабочем состоянии четкую систему идентификации рисков, позволяющую ему своевременно выявлять потенциальные угрозы финансовой стабильности и устранять их с помощью наиболее подходящих государственных мер. Система индикаторов финансовой стабильности должна постоянно совершенствоваться по мере развития экономики и финансового рынка и по мере накопления опыта, как внутри страны, так и за рубежом.

Таким образом, у Нацбанка в Казахстане должна быть разработана четкая система индикаторов финансовой стабильности, которая (1) будет определять наличие диспропорций в экономике, приводящих к возникновению системного кризиса в финансовой системе страны, а также (2) будет содержать индикаторы устойчивости финансовой системы, чтобы определить насколько финансовая система страны способна противостоять кризисам и дисбалансам, возникающим как в самой финансовой системе, так и во всей экономике в целом. Обычно система ИФС включает пороговые значения/триггеры («красную зону») для определённых индикаторов финансовой стабильности с целью определения, когда и какие государственные меры нужно предпринять, чтобы обеспечить финансовую стабильность в стране.

То есть, годовой отчет о финансовой стабильности в стране должен быть основан на анализе динамики изменений в индикаторах финансовой стабильности, а в случае, если в течение года какие-то индикаторы перешли в «красную зону», то отчет должен описывать какие меры были или будут предприняты в связи с этим.

К сожалению, пока нет утвержденной системы индикаторов финансовой стабильности Нацбанка, в связи с чем в отчете трудно определить, насколько полноценно охвачены все риски финансовой стабильности и насколько далеки данные риски от «красной зоны». В отчете используется только один композитный индекс финансовой стабильности, объединяющий множество макроэкономических и финансовых показателей. Однако официальный документ, который бы описывал из чего состоит и как рассчитывается этот композитный индекс, пока не опубликован.

Также такой композитный индекс, объединяющий множество макроэкономических и финансовых показателей, может давать слишком общий и усредненный результат. Обычно в системе ИФС важен каждый индикатор системного риска, который может привести к нестабильности всей финансовой системы.

Например, в индикаторах финансовой стабильности очень важны показатели уровня концентрации (отсутствия диверсификации) в отдельных сегментах финансового рынка в стране. В отчете несколько раз упоминается высокая концентрация участников и сделок на денежном и валютном рынках Казахстана, но не приводятся комментарии, насколько серьёзна такая концентрация рисков с точки зрения обеспечения стабильности финансовой системы Казахстана.

Высокие риски концентрации на денежном рынке в тенге

Высокая концентрация или низкий уровень диверсификации в отдельных сегментах финансового рынка представляет собой искажение рыночных механизмов и высокий риск нестабильности в данных сегментах рынка. Особенно риски высокой концентрации опасны на денежном и валютном рынках, поскольку такой кризис может быстро распространиться на всю финансовую систему, а затем на всю экономику страны.

Как отмечается в отчете Нацбанка, в 2023 году наблюдался рост избыточной тенговой ликвидности в банковской системе, и Нацбанк в рамках своей денежно-кредитной политики продолжал заниматься изъятием данной ликвидности за счет краткосрочных нот и депозитных аукционов. В конце 2023 года Нацбанк сократил выпуск нот с целью перенаправления рыночного спроса на долговые бумаги Минфина и на депозитные аукционы Нацбанка.

Далее в отчете отмечается, что, несмотря на избыточную ликвидность на финансовом рынке Казахстана, у отдельных участников наблюдался рост потребности в ликвидности, который был обусловлен выбранной стратегией по финансированию позиции по портфелю ценных бумаг за счет заемных средств. Увеличение потребности в заемных средствах привело к значительному росту рынка репо в 2023 году и увеличению доли рынка репо на более длинных сроках.

Также Нацбанк отмечает следующее: *«Концентрация рынка репо остается высокой, в особенности на стороне привлечения ликвидности. В среднем в 2023 году около 64% ежемесячного объема привлечения ликвидности приходилось на двух крупнейших покупателей. Высокая концентрация на стороне привлечения свидетельствует о значительной потребности в ликвидности, что потенциально может служить источником рисков. На стороне размещения ликвидности также наблюдается высокая концентрация, в среднем ежемесячно около 41% размещения ликвидности приходилось на двух продавцов ликвидности».*

Такая концентрация денежного рынка в тенге в виде двух покупателей и двух продавцов ликвидности явно свидетельствует о существенном риске финансовой стабильности, что признается Нацбанком в отчете. Однако он не дает оценку в виде отдельного показателя, чтобы определить, насколько серьезным является данный риск и не пора ли Нацбанку принимать какие-то меры. В соответствии с лучшей мировой практикой у Нацбанка должны быть отдельные индикаторы финансовой стабильности по риску концентрации в различных сегментах финансового рынка. Нацбанк заранее должен определить пороговые значения («красную зону»), превышение которых означает, что риск концентрации стал недопустимо высоким и необходимо предпринимать соответствующие меры.

Высокие риски концентрации на валютном рынке

Отчет также отмечает высокий риск концентрации на рынке валютного свопа: *«Драйвером роста рынка свопа послужило увеличение депозитов в валюте у отдельных участников и соответствующая необходимость выравнивания валютной позиции... Увеличение валютных вкладов у отдельных*

банков привело к возникновению короткой балансовой позиции, которую банки закрывали с помощью внебалансовой позиции, заключая валютный своп... В среднем в 2023 году на двух участников, привлекающих наибольший объем в месяце, приходилось около 80% месячного объема сделок. В январе доля двух крупнейших участников в месяце на стороне привлечения составила 97% от месячного объема сделок валютного свопа».

Таким образом, на рынке валютного свопа в прошлом году отмечались еще более высокие риски концентрации, чем на рынке репо. Здесь также отсутствует оценка в виде отдельного индикатора финансовой стабильности для определения того, насколько большим является данный риск и не пора ли Нацбанку принимать меры.

Помимо рынка валютного свопа, Нацбанк отмечает риски концентрации и на биржевом спот-рынке валютных торгов: «Биржевой спот-рынок торгов валютной парой USD/KZT является слабо диверсифицированным. Превалирующую долю в объеме сделок занимают топ-5 участников рынка как со стороны покупателей, так и со стороны продавцов». При этом непонятно, входит ли Нацбанк в топ-5 продавцов (продажа валюты из Нацфонда) и в топ-5 покупателей валюты (покупка для активов ЕНПФ и других организаций под управлением Нацбанка).

Валютный спот рынок и курс доллара к тенге крайне важны для всей экономики Казахстана из-за её глубокой сырьевой зависимости. Поэтому слабая диверсификация биржевого валютного рынка также является большим риском финансовой стабильности для Казахстана, и у Нацбанка должен быть четкий план того, как уменьшить этот риск. Мы считаем, что в отчете Нацбанка этому риску не уделено должного внимания.

Конфликт интересов на денежном и валютном рынках

Когда на денежном и валютном рынках имеются высокие риски концентрации (низкая диверсификация рынков), а монетарный регулятор является самым крупным игроком на этих рынках, то возникает конфликт интересов. Такой конфликт интересов без сомнений является одним из рисков финансовой стабильности в стране. Ниже приведены примеры из отчёта, которые, по нашему мнению, представляют собой конфликты интересов на рынке:

«По итогам 2023 года на первичном рынке облигаций Минфина крупнейшими покупателями казначейских бумаг являются банки, ЕНПФ и другие организации, активы которых находятся под управлением Нацбанка... Как и в 2022 году, в 2023 году присутствует проблема однородной инвесторской базы... На аукционах по размещению казначейских бумаг Минфина банки второго уровня приобрели 54,4% от всех размещенных облигаций за 2023 год, ЕНПФ (Нацбанк) – 27,2%, организации, активы которых находятся под управлением НБРК – 11,7% от всего объема бумаг Минфина».

Таким образом, на первичном рынке облигаций Минфина в 2023 году тоже есть большая концентрация однородных инвесторов: банки (54,4%) и Нацбанк (38,9%). Помимо высокого риска концентрации, здесь еще возникает конфликт интересов, негативное влияние которого также достаточно четко описано в отчете:

«В 2023 году единственным покупателем долгосрочных бумаг (со сроком от 10 лет и более) на первичном рынке Минфина являлся ЕНПФ (Нацбанк – автор) с долей в 7,1% от всех размещенных казначейских бумаг на первичном рынке. Несмотря на то, что основным покупателем на длинном конце являлся ЕНПФ, рыночные инвесторы (банки и другие частные финорганизации – автор) подавали заявки с требуемыми высокими ставками, но по методу лимитированных заявок заявки рыночных инвесторов не удовлетворялись. Тем самым, длинный конец кривой доходности формируется в основном активностью каптивных инвесторов (инвестиции для активов ЕНПФ и других организаций под управлением Нацбанка – автор)».

Исходя из этого пояснения можно понять, что банки (рыночные инвесторы) не принимали процентные ставки на длинные бумаги, предлагаемые Минфином, а Нацбанк в лице ЕНПФ был готов купить эти казначейские облигации по более низким процентным ставкам, что вытесняло рыночных инвесторов из этого сегмента первичного рынка казначейских облигаций. Поэтому процентные ставки на долгосрочные ценные бумаги Минфина сложно назвать рыночными, а более низкую процентную ставку вполне можно считать убыточной для вкладчиков ЕНПФ. Такое нерыночное участие государственного ЕНПФ в первичных аукционах бумаг Минфина явно является конфликтом интересов на финансовом рынке.

Похожий конфликт интересов происходит и на валютном биржевом спот-рынке. На этом рынке Нацбанк выступает как очень крупный (возможно, крупнейший) продавец валюты из Нацфонда на бирже. Одновременно Нацбанк выступает как крупный покупатель валюты на бирже для активов ЕНПФ и других организаций под управлением Нацбанка. И хотя Нацбанк утверждает, что на валютном рынке им используется принцип рыночной нейтральности, официального документа о том, как работает и как контролируется соблюдение данного принципа на практике нет. Соответственно, у рыночных участников на валютных торгах на бирже нет понимания о том, как сделки Нацбанка (Нацфонд, ЕНПФ и другое) влияют на курс тенге на бирже.

Другие риски на денежном и валютном рынках РК

Развитые и правильно функционирующие первичный и вторичный рынки государственных ценных бумаг (речь прежде всего идет о казначейских облигациях Минфина) крайне важны для денежно-кредитной политики Нацбанка и для всей экономики в целом. Любые дисбалансы на рынках государственных ценных бумаг (ГЦБ) представляют собой значительные риски финансовой стабильности в стране. В отчете Нацбанка упоминаются дисбалансы на рынке ГЦБ, но нет оценок того, насколько значительными они являются с точки зрения обеспечения финансовой стабильности в стране:

«В 2023 году сохранилась неравномерная срочная структура погашения ГЦБ (облигации Минфина – автор), которая отчасти уже имела высокий объем к выплате на близком сроке после крупного выпуска краткосрочных облигаций в 2022 году. Дисбаланс в погашениях был усилен выплатами по облигациям, выпущенным в 2023 году, и еврооблигациям, ожидающим крупных погашений в период с 2024 по 2027 годы... Несбалансированный график погашений ГЦБ имеет значительный эффект на возможный рост риска рефинансирования. Иными словами, концентрация сумм погашения основного долга в конкретных периодах может увеличить потенциальную стоимость новых выпусков». Таким образом, Нацбанк в своем отчете четко указывает на системные риски на рынке ГЦБ Минфина, но не проводит анализа, насколько значительными они являются.

Помимо этого, в своем отчете Нацбанк указывает на неравномерность и слабую дисциплину Минфина по выпуску ГЦБ на первичном рынке. По нашему мнению, такая неравномерность как по объемам выпуска, так и по срокам погашения, а также изменения планов выпуска казначейских облигаций также представляет собой значительный риск финансовой стабильности, и для контроля за данным риском необходим отдельный индикатор финансовой стабильности.

Значительным риском для финансовой стабильности являются объемы инвестиций иностранных инвесторов в государственные ценные бумаги. Проблема заключается в том, что крупные иностранные институциональные инвесторы могут быстро нарастить свои инвестиции в ГЦБ Казахстана и могут еще быстрее выйти из данных инвестиций, особенно в случае кризисной ситуации как на внешнем, так и на внутреннем рынке. Такие большие и быстрые колебания иностранных инвестиций в отечественные ГЦБ без сомнений представляют собой очень значительный риск финансовой стабильности, особенно на валютном рынке. Например, если по каким-то причинам иностранные инвесторы посчитают необходимым немедленно выйти из всех своих инвестиций в ГЦБ в Казахстане, то они начнут быстро распродавать данные бумаги и на

полученные средства приобретать большие объемы валюты, чтобы полностью выйти из нашего рынка. Быстрая покупка больших объемов валюты на бирже будет стрессом для любого валютного рынка страны.

В то же время в отчете Нацбанка о финансовой отчетности нет индикатора и нет оценки того, насколько существенным является риск иностранных инвестиций в наши ГЦБ. Ранее Нацбанк в своих ежемесячных сообщениях по валютному рынку описывал то, как изменялись иностранные инвестиции в ГЦБ за месяц, что оказывало влияние на объемы валютных торгов и на курс тенге. В последние несколько месяцев Нацбанк не продолжает эту практику, а Центральный депозитарий ценных бумаг усложнил получение данной информации. В результате участникам рынка стало труднее получать и отслеживать данную информацию.

Например, в июле этого года вложения нерезидентов в ГЦБ увеличились на более чем Т200 млрд. Это означает, что иностранные инвесторы продали около \$500 млн на валютном рынке. Такое существенное увеличение предложения валюты на рынке должно было хоть немного, но укрепить тенге. Однако этого не произошло, что вызывает вопросы.

В заключение мы хотели бы отметить, что во многом все вышеописанные риски финансовой стабильности имеют существенное значение из-за малого размера и неразвитости денежно-валютного рынка в Казахстане. Как отмечает отчет, различные сегменты денежно-валютного рынка Казахстана сильно концентрированы и имеют слишком однородную структуру участников. Кроме того, в финансовой системе Казахстана практически полностью отсутствует рынок биржевых производных финансовых инструментов (деривативы: опционы, свопы, фьючерсы, форвардные контракты и так далее), что также является ярким показателем низкой ликвидности и неразвитости всего финансового рынка.

Низкая ликвидность рынка, небольшое количество и однообразие участников, а также неразвитость рынка деривативов означает, что на денежно-валютном рынке регулярно будет возникать большой дисбаланс между спросом и предложением тенге и валюты на бирже Казахстана. Это может привести к высокой волатильности ликвидности и курса тенге на рынке. Такое положение вещей также приводит к высоким рискам финансовой стабильности, которые должны регулярно отслеживаться за счет постоянных публикаций соответствующих индикаторов финансовой стабильности.

Чтобы снизить уровень системных рисков на денежно-валютном рынке, наши финансовые регуляторы должны стимулировать расширение и разнообразие участников финансового рынка. Особенно важно наличие на рынке биржевых спекулянтов (трейдеров) – как юридических, так и физических лиц. Задача большинства трейдеров – это получение прибыли на понижении или повышении цены биржевых ценностей (ценные бумаги, валюта, нефть и другие биржевые товары), и они выполняют крайне важные функции для биржи и для всей экономики в целом:

- Биржевые спекулянты повышают ликвидность и эффективность рынка. В любой момент времени биржевые спекулянты обеспечивают присутствие на рынке и покупателя, и продавца. Благодаря им активно развиваются финансовые инструменты, которые являются производными от базовых биржевых товаров.
- Биржевые спекулянты сглаживают ценовые колебания. Особенностью работы биржевых спекулянтов является то, что они часто проводят сделки против рынка, обеспечивая рынок спросом в период снижения цен и наоборот. Такое поведение биржевых спекулянтов уменьшает скорость изменения цен и смягчает их волатильность.

Мурат Темирханов – Советник председателя Правления

При использовании материала из данной публикации ссылка на первоисточник обязательна.

© 2024 АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

© 2024 г., все права защищены.

Аналитический центр

Мадина Кабжалялова
Санжар Калдаров
Акбобек Ахмедьярова

+7 (727) 339 43 86

m.kabzhalyalova@halykfinance.kz

s.kaldarov@halykfinance.kz

a.akhmedyarova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance