Роман РЫБАЛКИН,
заместитель директора группы
«Финансовые институты»,
S&P Global Ratings

Аннет ЭСС,
заместитель директора группы
«Финансовые институты»,
S&P Global Ratings

Способны ли российские компании — участники рынка ценных бумаг выдержать конкуренцию с банками и повышение волатильности

Быстрый рост числа розничных клиентов брокерских компаний в России, вероятнее всего, продолжится в 2020–2021 годах на фоне снижения процентных ставок по банковским депозитам. Независимые компании — участники рынка ценных бумаг смогут сохранить лидирующие позиции в основном для их бизнеса сегменте услуг институциональным инвесторам, а также продолжат вести профессиональную деятельность в сфере торговых операций, осуществляемых за счет собственных средств, и в сегменте маркет-мейкинга на рынке брокерских услуг, где продолжается процесс консолидации и крупные российские банки быстро наращивают клиентскую базу в массовом розничном сегменте брокерских услуг.

КОНКУРЕНЦИЯ ЗА РОЗНИЧНЫЙ СЕГМЕНТ

К концу 2021 года число клиентов в розничном сегменте брокерских услуг может достичь примерно 8 млн по сравнению с приблизительно 5.1 млн клиентов, зарегистрированных на Московской бирже, по данным на 31 мая 2020 года. Мы полагаем, что повышенная волатильность рынка будет привлекать новых клиентов, которые стремятся войти на рынок в период снижения цен, прогнозируя рост рынка в будущем. Например, в периоды повышения волатильности на российских рынках ценных бумаг в IV квартале 2014 года, первом полугодии 2015 года и первом полугодии 2020 года темпы роста числа новых клиентов в розничном сегменте увеличивались.

В настоящее время привлекательными для российских розничных инвесторов рынки ценных бумаг делают следующие факторы:

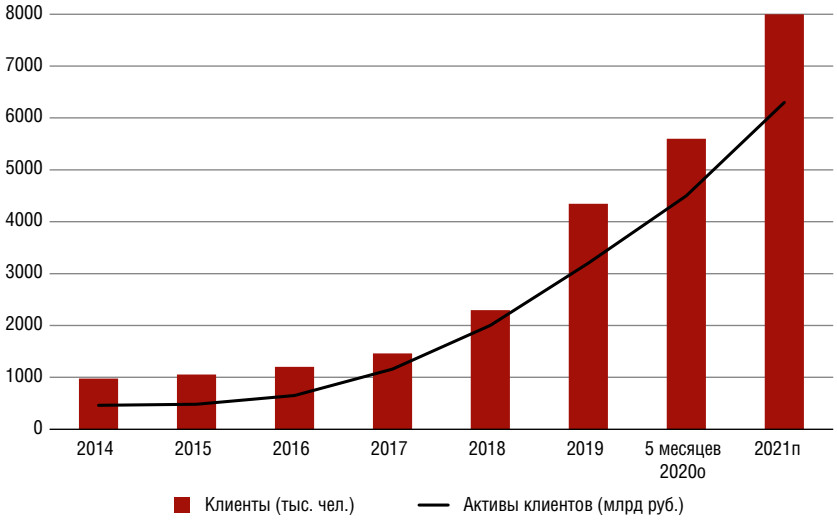
- популярность альтернативных инвестиций вследствие снижения ставок по депозитам, обусловленного тем, что Банк России постепенно снижал ключевую ставку, которая 27 июля 2020 года

составила 4.25% (по сравнению с 10% по состоянию на конец 2016 года);

- кроме того, доходность по российским государственным облигациям сроком погашения 1 год часто превышала предлагаемые крупнейшими банками ставки по депозитам примерно на 50–150 базисных пунктов (см. Рисунок 2);
- простота открытия брокерских счетов, что в настоящее время может быть сделано в онлайн-режиме;
- снижение минимальной суммы для открытия брокерского счета;
- налоговые льготы (введение индивидуальных инвестиционных счетов и нулевого налога на купонный доход по облигациям, выпущенным в 2017–2020 годах), а также ожидаемое введение налога на депозиты в 2021 году;
- развитие электронной торговли;
- отмена и снижение комиссий некоторыми брокерами.

В последние 2.5 года несколько банков продемонстрировали очень высокие темпы привлечения клиентов розничного массового сектора и объявили о своем стремлении занять доминирующее положение в этом направлении. Позитивное влияние на их деятельность оказывают хорошая узнаваемость бренда и широкая филиальная сеть, что позволяет им предоставлять брокерские услуги и услуги по управлению активами традиционным банковским клиентам путем перекрестных продаж. По состоянию на 31 мая 2020 года Сбербанк, а также Тинькофф Банк занимали около 56% розничного массового сектора по числу клиентов (их доля по объему активов клиентов меньше), при этом суммарная доля двух ведущих независимых брокерских фирм — FG BCS Ltd (далее — FG BCS) и АО «ФИНАМ» — по числу розничных клиентов снизилась примерно до 12% на ту же дату по сравнению с 30% в конце 2017 года. Жесткая конкуренция оказывает давление на показатели маржи независимых брокерских фирм и заставляет их предлагать продукты с более высоким уровнем риска, но с более высокой доходностью.

Среди пяти компаний — участников рынка ценных бумаг, имеющих рейтинги S&P Global Ratings, только FG BCS и группа Freedom Finance позиционируют себя компаниями, оказывающими брокерские услуги клиентам розничного массового сегмента; остальные три компании специализируются на обслуживании состоятельных физических лиц и институциональных инвесторов, поэтому мы не ожидаем существенного роста числа их клиентов.



о — оценка S&P Global Ratings, п — прогноз S&P Global Ratings

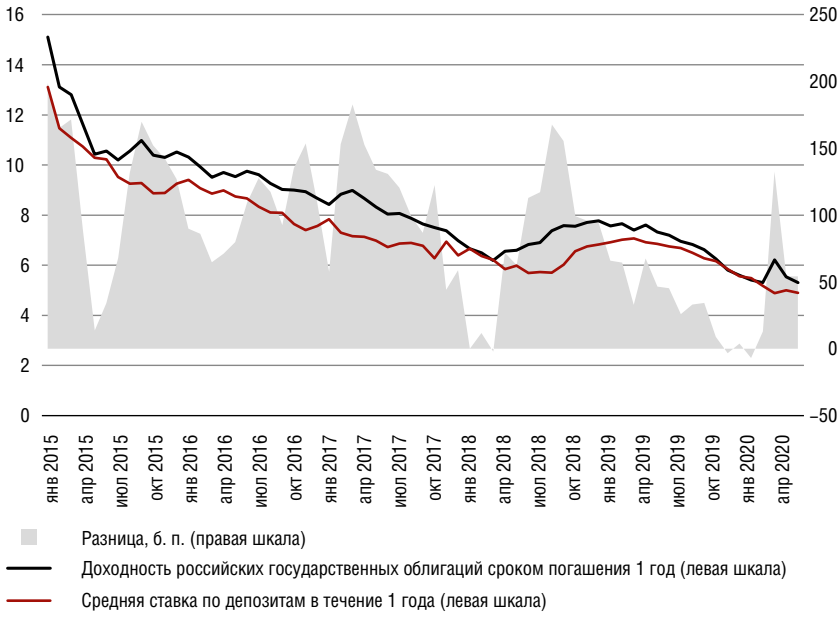
Источник: НАУФОР

Рисунок 1
Стремительный рост количества розничных клиентов продолжается

КОНСОЛИДАЦИЯ РЫНКА И ПОВЫШЕНИЕ КОНЦЕНТРАЦИИ

Вероятнее всего, мы будем наблюдать уход с рынка небольших независимых компаний — участников рынка ценных бумаг вследствие снижения их прибыли по сравнению с более крупными компаниями, которые получат преимущество за счет экономии на масштабах, а также в связи с повышением затрат на выполнение нормативных требований. Крупнейшие компании будут укреплять рыночные позиции благодаря хорошей узнаваемости брендов и специализации деятельности. Число компаний — участников рынка ценных бумаг снизилось с 659 по состоянию на 31 марта 2017 года до 472 по состоянию на 31 марта 2020 года, число независимых брокерских компаний — с 364 до 248, по дан-

Рисунок 2
Доходность государственных облигаций превышает средние ставки по депозитам, %



Источник: S&P Global Ratings

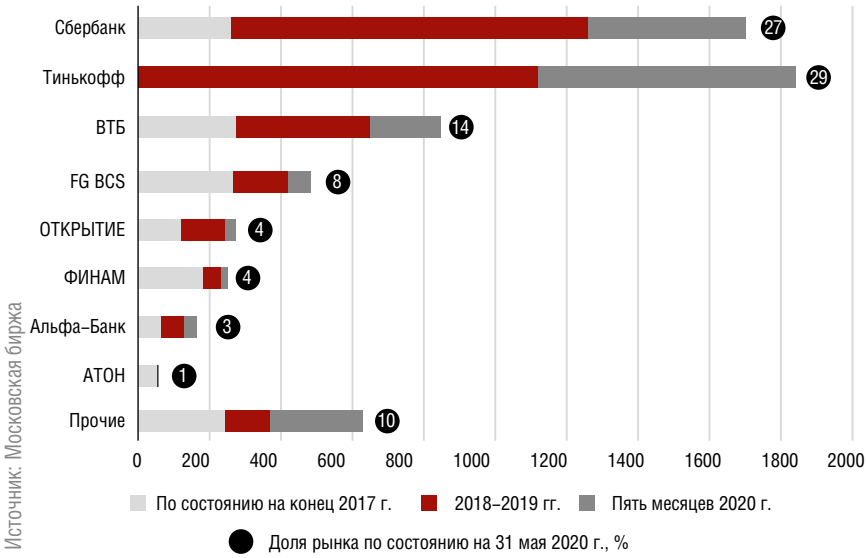
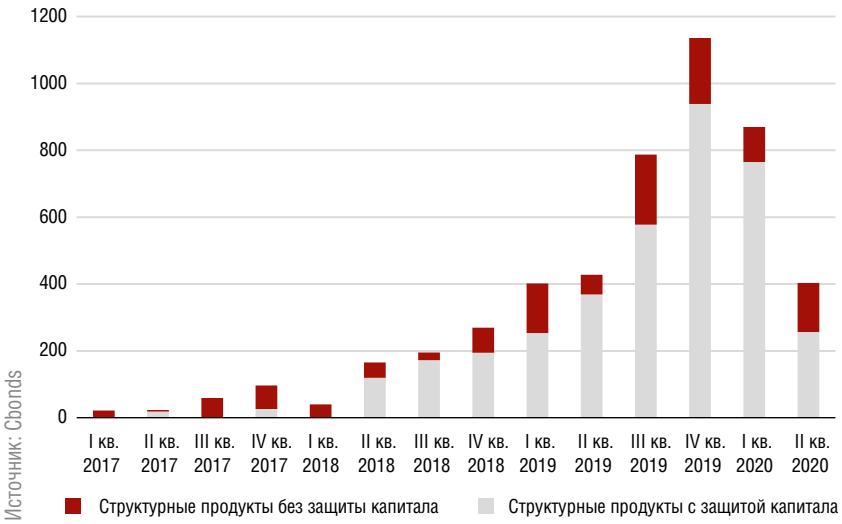


Рисунок 3
Привлечение розничных клиентов банками и независимыми брокерами с 2018 года до конца мая 2020 года, тыс. человек

ным Банка России. Доля пяти крупнейших игроков по числу клиентов в сегменте масс-маркет составляла около 82% по состоянию на 31 мая 2020 года, но многие независимые компании по-прежнему занимают доминирующее положение в своих нишевых сегментах.

Темпы роста активов клиентов крупных российских банков ниже темпов роста числа их клиентов. Это обусловлено тем, что, по данным НАУФОР, по состоянию на конец 2019 года примерно две трети брокерских счетов клиентов масс-маркета имели нулевой баланс, а объем средств примерно на 80–90% счетов не превышал 1.4 млн рублей ($21.5 тыс.). При этом многие независимые компании — участники рынка ценных бумаг ориентируются на обслуживание состоятельных физических лиц и наиболее обеспеченных клиентов розничного сегмента. Как следствие, средний размер клиентских счетов в независимых брокерских компаниях в несколько раз больше размера подобных счетов в банках. Кроме того, объем активов клиентов таких компаний растет быстрее и более пропорционально росту числа клиентов, чем в банках.

Рисунок 4
Объем эмиссии структурных продуктов в России, $ млн



ОСНОВНЫЕ РИСКИ

Продажа сложных продуктов непрофессиональным розничным инвесторам обусловливает повышение основных рисков для компаний — участников рынка ценных бумаг, поскольку требует хеджирования, особенно в периоды повышения волатильности рынка. Кроме того, это может привести к повышенным рискам, связанным с ненадлежащим информированием инвестора об истинных характеристиках продукта или услуги. Мы отмечали увеличение объема продаж структурных продуктов, не предусматривающих механизма защиты капитала, розничным инвесторам масс-маркета, не имеющим достаточных знаний в финансовой области, и позиционирование таких продуктов как альтернативу банковским депозитам. С начала 2017 года объем эмиссии структурных облигаций составил около $4.8 млрд: около 67% объема выпуска приходилось на крупнейший государственный банк — Сбербанк, 25% — на FG BCS, оставшаяся часть — на облигации других крупных российских банков. По данным НАУФОР, структурные облигации, номинированные в национальной и иностранной валюте, составляли около 12% активов на брокерских счетах розничных клиентов в конце 2019 года.

Развитие бизнеса в сегменте брокерских услуг розничным клиентам обусловит снижение концентрации клиентской базы независимых компаний — участников рынка ценных бумаг и их зависимость от основных институциональных клиентов, способствуя значительной диверсификации рисков и повышению стабильности комиссионного дохода, особенно в условиях волатильности рынка. Вместе с тем профили рисков компаний — участников рынка ценных бумаг будут в значительной степени определяться их способностью сдерживать и контролировать рост бизнеса в новых сегментах обслуживания клиентов.

Мы полагаем, что волатильность на российских рынках ценных бумаг, которая достигла максимального уровня в марте 2020 года, может периодически возобновляться в ближайшие 12 месяцев в зависимости от цен на сырьевые товары, влияния пандемии COVID-19 на темпы роста мировой экономики, колебаний обменного курса, политической ситуации в России и за рубежом, а также действий непрофессиональных розничных

инвесторов. В связи с этим негативное влияние на показатели прибыльности компаний — участников рынка ценных бумаг, вероятнее всего, будут оказывать расходы на хеджирование волатильности и способность (или неспособность) прогнозировать направление развития рынка. Компании — участники рынка ценных бумаг, имеющие рейтинги S&P Global Ratings, характеризовались небольшими собственными позициями в акциях либо значительно сократили такие позиции в начале 2020 года, поэтому мы прогнозируем ограниченное влияние волатильности рынка на выручку этих компаний в 2020 году.

После резкого спада в марте 2020 года российские рынки ценных бумаг начали восстанавливаться. Российские индексы ценных бумаг — индекс Московской биржи IMOEX (в рублях) и РТС (в долларах США) — были выше индекса MSCI Emerging Markets Index (MXEF) в 2019 году в связи с высокой дивидендной доходностью акций и по-прежнему относительно низкими мультипликаторами. Годовая доходность индекса РТС составила 45% в 2019 году по сравнению с убытком в размере 7.4% в 2018 году, в то время как годовая доходность по индексу государственных облигаций RGBITR составила 20% в 2019 году в сравнении лишь с 2.1% в 2018 году.

ОСНОВНЫЕ ОЖИДАНИЯ

Мы ожидаем, что уровень экономических и отраслевых рисков в российском секторе операций с ценными бумагами в целом не изменится в ближайшие 12 месяцев ввиду лишь постепенного ужесточения пруденциального режима регулирования для компаний — участников рынка ценных бумаг с учетом уже высокого уровня рисков. Эти факторы отражены в «стабильных» прогнозах изменения рейтингов всех пяти российских компаний — участников рынка ценных бумаг, которые имеют рейтинги S&P Global Ratings.

Показатели прибыльности более крупных компаний — участников рынка ценных бумаг, которые имеют значительный опыт работы в нишевых сегментах рынка и способны абсорбировать повышение расходов на выполнение нормативных требований, адекватно хеджировать волатильность рынка, а также компенсировать снижение комиссионного дохода введением новых продуктов, вероятнее всего, будут выше, чем у небольших игроков. Размеры и переоценка торговых портфелей ценных бумаг, сделки с которыми финансируются за счет собственных средств, будут обусловливать волатильность показателей прибыли в 2020 году.

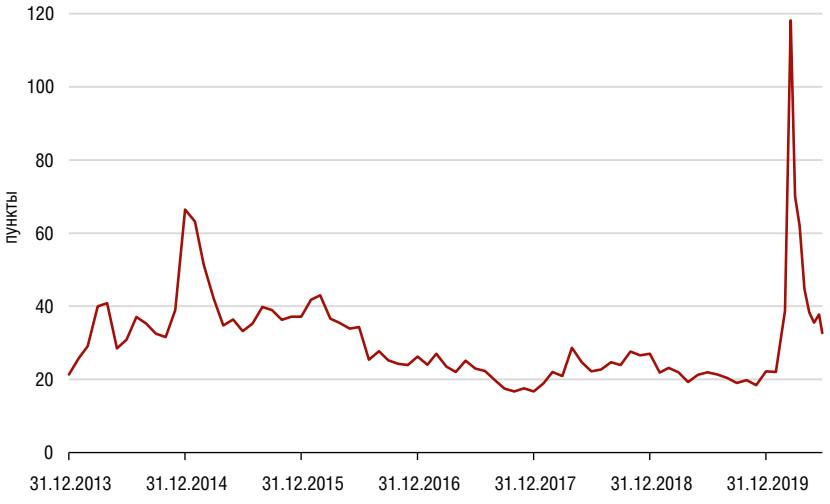
Мы полагаем, что независимые компании — участники рынка ценных бумаг смогут сохранить доминирующее положение в специализированных нишевых сегментах торговли акциями, корпоративными облигациями и IPO (первичное публичное предложение акций) иностранных эмитентов, а также продолжат оказывать услуги институциональным инвесторам и состоятельным физическим лицам благодаря высокой квалификации в этих сегментах, опыту хеджирования волатильности на рынке и прочным отношениям с основными клиентами, для которых качество обслуживания имеет большее значение, чем связанные с ним расходы. Как следствие, мы полагаем, что стремление крупных российских банков к росту в массовом розничном сегменте не будет представлять собой угрозы для деятельности независимых компаний — участников рынка ценных бумаг в ключевых для них направлениях.

Мы полагаем, что регулирование деятельности компаний — участников рынка ценных бумаг, осуществляемое Банком России, продолжает постепенно развиваться, но отстает от требований к таким компаниям, действующим в ЕС, которые подпадают под регулирование Директивы Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» (MiFID II). Банк России планирует приблизить требования, применяемые к таким компаниям, к требованиям, действующим в отношении российских банков, за счет введения коэффициента покрытия ликвидности и коэффициента достаточности капитала в 2021 году.

Мы полагаем, что в настоящее время меры, принимаемые регулятором, направлены преимущественно на повышение прозрачности в секторе и защиту непрофессиональных инвесторов, а не на повышение качества управления рисками инвестиционных компаний.

СТРЕМЛЕНИЕ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ БАНКОВ К РОСТУ В МАССОВОМ РОЗНИЧНОМ СЕГМЕНТЕ НЕ БУДЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ СОБОЙ УГРОЗЫ ДЛЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НЕЗАВИСИМЫХ КОМПАНИЙ В КЛЮЧЕВЫХ ДЛЯ НИХ НАПРАВЛЕНИЯХ

Рисунок 5
Резкое повышение волатильности на рынке в марте 2020 года, определяемое индексом RVI*



Источник: Московская биржа

* Примечание: индекс RVI оценивает рыночные ожидания относительно уровня волатильности в ближайшие 30 дней и рассчитывается на основе реальных цен на ближайшие и следующие по очереди опционы на индексы РТС.

Талгат АЮПОВ,
председатель правления,
Halyk Finance

Ставка на рост интереса российских инвесторов к внутренним казахстанским госбумагам

Планируемое размещение рублевых облигаций Казахстана на российском рынке повысит интерес российских инвесторов и к тенговым госбумагам Казахстана. В сравнении со ставками в рублях на российском денежном рынке казахстанские инструменты при схожем кредитном качестве предлагают намного более высокую доходность, а курс тенге практически полностью повторяет динамику российского рубля, нивелируя валютные риски для российских инвесторов. При этом на денежном рынке Казахстана в последние месяцы наблюдается устойчивая понижательная динамика по ставкам в тенге. Мы полагаем, что в результате замедления инфляции и инфляционных ожиданий снижение ставок вознаграждения в тенге продолжится. Вместе с растущей ликвидностью на вторичном рынке казахстанского госдолга это позволит российским инвесторам существенно выиграть за счет роста стоимости облигаций.

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ ДЛЯ РОССИЙСКИХ ИНВЕСТОРОВ

В свете анонсированного размещения облигаций Казахстана на российском рынке, а также учитывая планы Министерства финансов РК по увеличению объемов привлечения госдолга интересно сравнить ситуацию в сфере внутреннего госдолга Казахстана и России. В настоящее время процентные ставки на внутреннем рынке Казахстана выглядят существенно привлекательнее российских. Благодаря низкой инфляции, устойчиво находящейся в рамках таргета Центробанка РФ 4%, ключевая ставка была последовательно снижена до 4.25%, или на 175 б. п., с февраля 2020 года. В результате, к примеру, доходность ОФЗ с погашением в августе 2023 года находится на уровне 4.7% против 10.3% по облигациям Министерства финансов Казахстана со схожим сроком погашения. Спред номинальных ставок

на горизонте до 5 лет — приблизительно 5%. При двукратной разнице между ставками суверенные кредитные рейтинги у Казахстана, как и у России, — инвестиционного класса BBB- (S&P) со стабильным прогнозом.

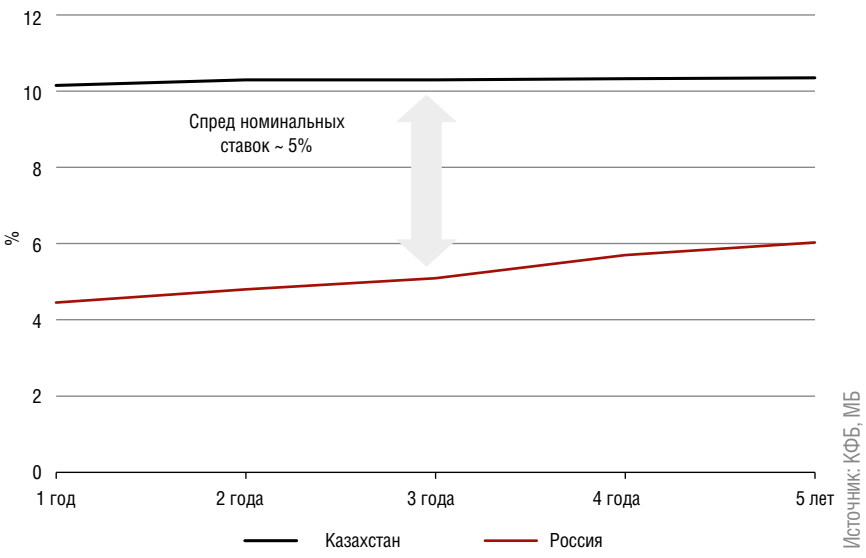
В настоящее время процесс инвестирования в местные бумаги Казахстана для международных игроков существенно упростился. Как сообщил Нацбанк, с 10 августа 2020 года усовершенствована международная линия расчетов между АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» и Международным центральным депозитарием ценных бумаг Clearstream до типа Delivery versus Payment (поставка против платежа) по нотам Национального банка Казахстана и государственным ценным бумагам Министерства финансов Республики Казахстан. Согласно данному механизму, проведение оплаты за поставку происходит одновременно с переводом ценных бумаг, что снижает риски для вовлеченных сторон. Помимо лучшей мировой практики переход к данному стандарту расчетов положительно отразится на ликвидности казахстанского рынка государственных ценных бумаг.

ТЕНГЕ УСТОЙЧИВО СЛЕДУЕТ ЗА РУБЛЕМ

Инвестиции в иностранные активы всегда предполагают определенную меру валютного риска. В этом плане динамика валют Казахстана и России характеризуется очень высокой корреляцией, что обусловлено зависимостью обеих экономик от экспорта нефти. При этом тенге зачастую следует за российским рублем. Что касается курса тенге к рублю, то он демонстрирует фактически жесткую фиксацию — 5.81 за 1 рубль в среднем за 8 месяцев этого года против 5.85 за 1 рубль в аналогичном периоде 2019 года.

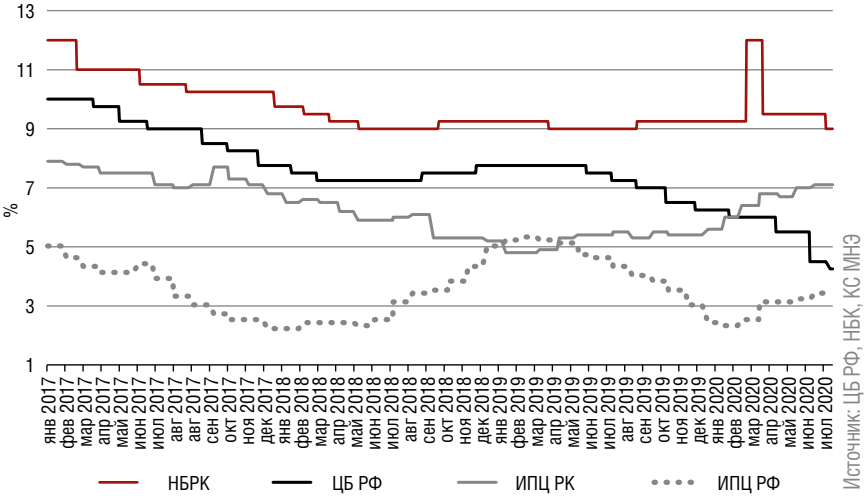
В результате возвращения цен на нефть к значениям выше $40 за баррель тенге значительно окреп после падения ниже 440 и в данный момент консолидируется на уровне 410–420 тенге за 1 доллар. Укрепление тенге значительно снижает давление на инфляцию и стабилизирует инфляционные ожидания. 20 июля Нацбанк снизил базовую ставку на 50 б. п., до 9%, поводом для чего послужило снижение проинфляционных рисков и более сильное, нежели ожидалось, сокращение экономической активности. По итогам текущего года мы ожидаем инфляцию на уровне 7.3%, что ниже прогнозируемых Нацбанком 8–8.5%.

Рисунок 1. Кривые доходностей РК и РФ



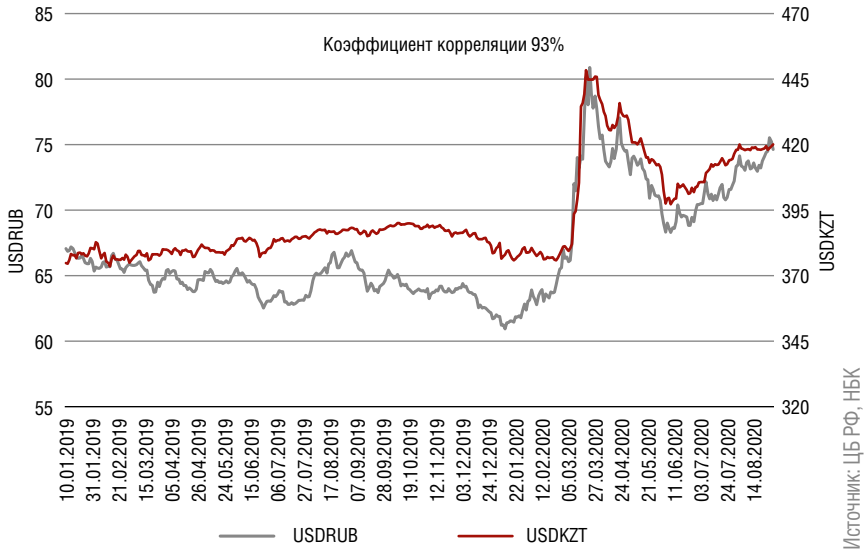
Источник: КФБ, МБ

Рисунок 2. Ставки ценных бумаг России и Казахстана и инфляция



Источник: ЦБ РФ, НБК, КС МНЭ

Рисунок 3. Тенге движется в тандеме с рублем



Источник: ЦБ РФ, НБК

Рисунок 4. Инфляция и прогнозный коридор НБК

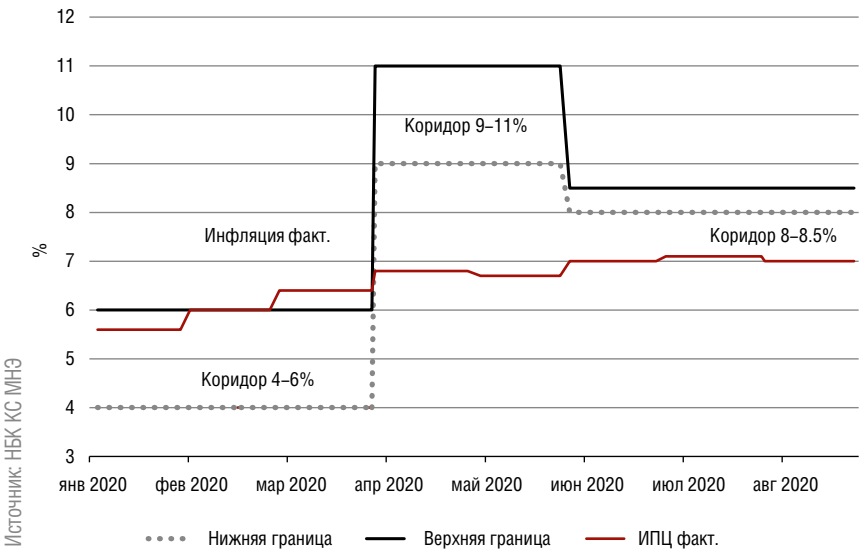


Рисунок 5. Объем краткосрочных нот НБК в обращении снижается

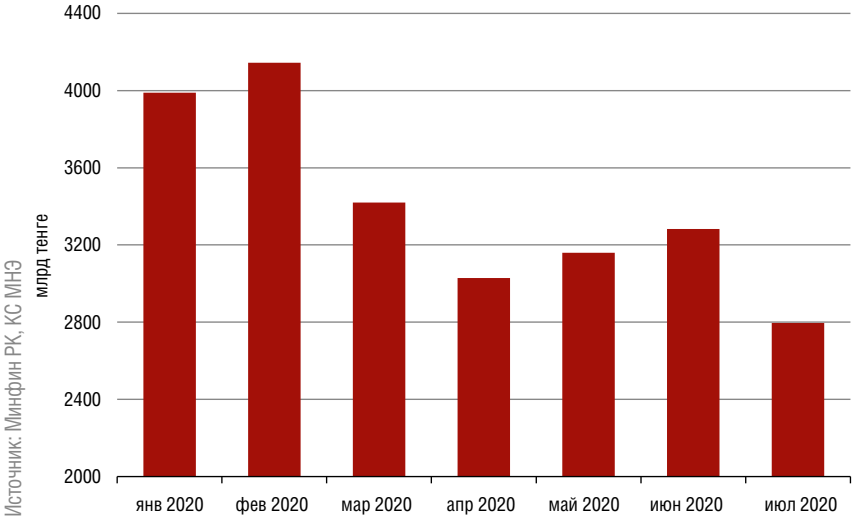
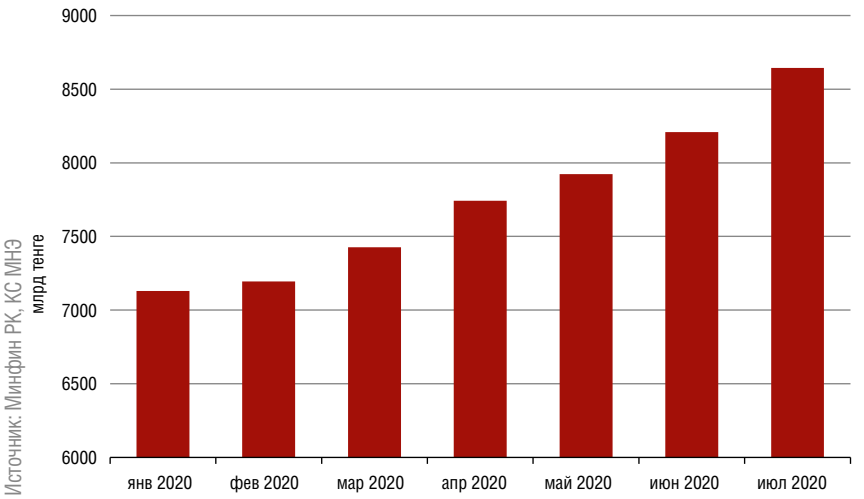


Рисунок 6. Объем ценных бумаг Минфина РК в обращении увеличивается



В СРАВНЕНИИ СО СТАВКАМИ В РУБЛЯХ КАЗАХСТАНСКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПРИ СХОЖЕМ КРЕДИТНОМ КАЧЕСТВЕ ПРЕДЛАГАЮТ НАМНОГО БОЛЕЕ ВЫСОКУЮ ДОХОДНОСТЬ

Отметим, что в релизе Нацбанка касательно решения по базовой ставке в июле было упомянуто о том, что в следующем году, по ожиданиям регулятора, инфляция продолжит нисходящее движение к верхней границе таргетируемого коридора инфляции 4–6%. В случае реализации данного сценария, вероятность которого, по нашему мнению, высока, можно ожидать снижения базовой ставки регулятора в следующем году, что неминуемо приведет к повышению стоимости облигаций, то есть имеется дополнительный стимул для приобретения среднесрочных облигаций на текущих уровнях.

НОТЫ НАЦБАНКА И ОБЛИГАЦИИ МИНФИНА

За семь месяцев текущего года совокупный объем нот Нацбанка в обращении снизился с 4 трлн тенге до менее 2.8 трлн. Это связано с тем, что был уменьшен объем нот, эмитируемых Нацбанком, примерно на 40% в сравнении с аналогичным периодом 2019 года. При этом, однако, произошло увеличение объемов выпуска облигаций Минфина.

Объем обязательств Минфина в обращении увеличился с 7.1 трлн тенге в начале года до 8.6 трлн тенге на начало августа. Таким образом, произошла определенная перебалансировка эмиссии государственных ценных бумаг с нот Нацбанка в сторону облигаций Минфина. Рост обязательств Минфина в текущем году выглядит вполне логичным и происходит вследствие увеличения дефицита госбюджета с 1.3 трлн тенге в 2019 году до 2.4 трлн тенге в текущем году. При этом очевиден сдвиг спроса от нот Нацбанка в пользу облигаций Минфина, предлагающих более высокую доходность.

Структура эмитируемых Нацбанком нот в значительной степени представлена более длинными выпусками — 6-месячные и 12-месячные ноты в общем объеме приближаются к 85%. При этом более половины объема всех нот имеет срок обращения 12 месяцев. Но уже с июля Нацбанк отказался от дальнейшего выпуска 12-месячных нот в текущем году, таким образом подталкивая инвесторов к приобретению облигаций Минфина, который планирует существенно увеличить объем предложения на рынке выпусков ценных бумаг со сроком обращения от 1 года до 3 лет.

ЛИКВИДНОСТЬ НА РЫНКЕ ГОСОБЛИГАЦИЙ ПОВЫСИЛАСЬ

Сокращение эмитируемых нот Нацбанка уже привело к повышению ликвидности на вторичном рынке ценных бумаг Минфина РК — объемы сделок увеличились в 10 раз в сравнении с прошлым годом, а количество сделок возросло почти в 6 раз. При сохранении данной тенденции ликвидность с рынка краткосрочных нот переместится на рынок обязательств Минфина, что укладывается в политику регулятора по повышению доступности заемных ресурсов для экономики за счет меньшего абсорбирования ликвидных средств в финансовой системе.

Несмотря на некоторое снижение, начавшееся во II квартале текущего года, мы считаем, что ставки по ЦБ Минфина остаются привлекательными для инвестирования. Наиболее интересными нам представляются бумаги со сроком обращения 3–5 лет. Ставки по облигациям Минфина на этом отрезке кривой находятся на достаточно высоком уровне (10.3%), при этом ликвидность на вторичном рынке по данным облигациям достаточно высокая — чуть ниже, чем по более коротким инструментам (1–2 года), но существенно выше, чем по длинным инструментам (7–15 лет).

В результате увеличения потребности в финансировании дефицита бюджета за 7 месяцев 2020 года объемы размещения Минфина выросли на 48% в сравнении с аналогичным периодом 2019 года. За январь — июль Минфин привлек на рынке посредством облигаций примерно 1.8 трлн тенге. В начале года объемы привлечения средств были достаточно небольшими, но уже в апреле приблизились к 350 млрд тенге, в июне их объем слегка снизился до 313 млрд тенге, а в июле превысил 450 млрд. Объем вы-

Рисунок 7. Вторичный рынок ценных бумаг Минфина РК, объемы

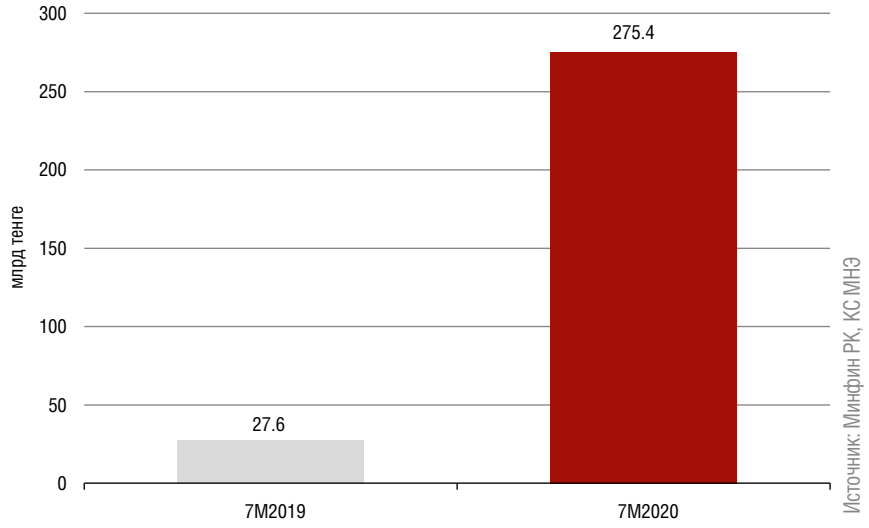


Рисунок 8. Вторичный рынок ценных бумаг Минфина РК, сделки

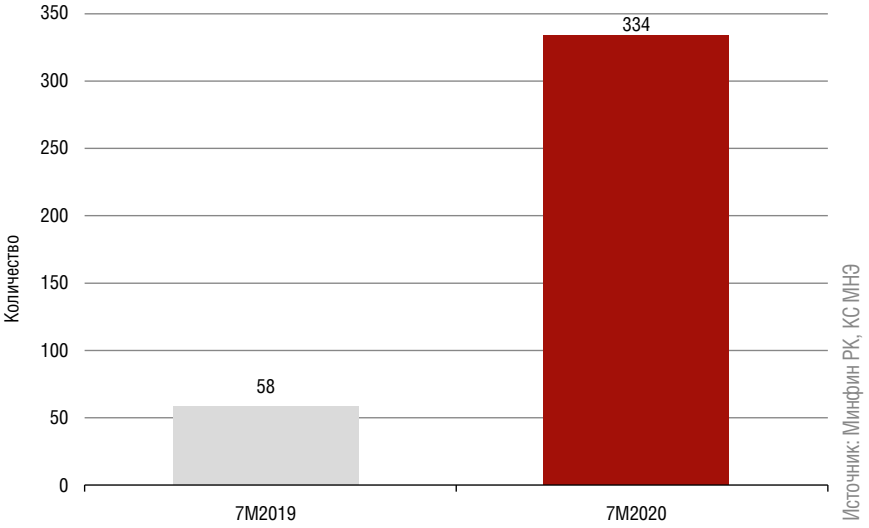


Рисунок 9. Объемы первичного размещения облигаций Минфина РК

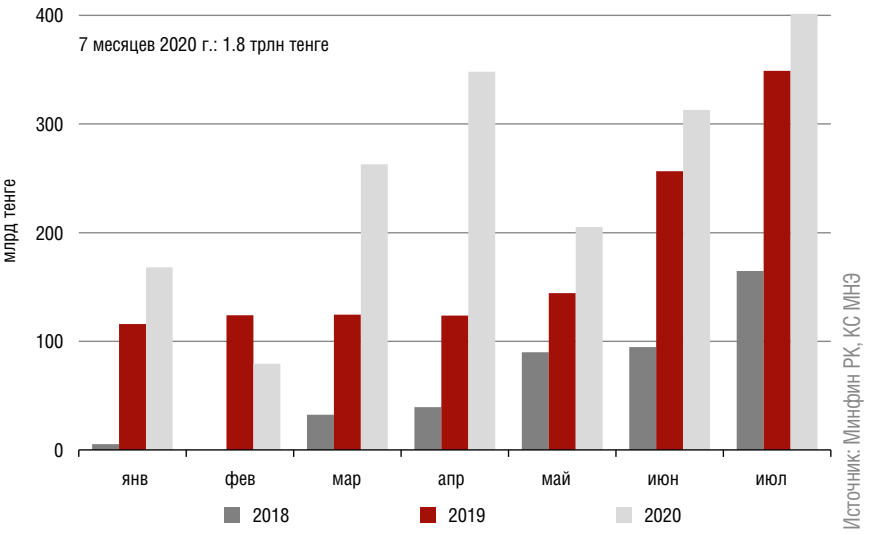


Рисунок 10. Привлечение/погашение долга Минфина РК

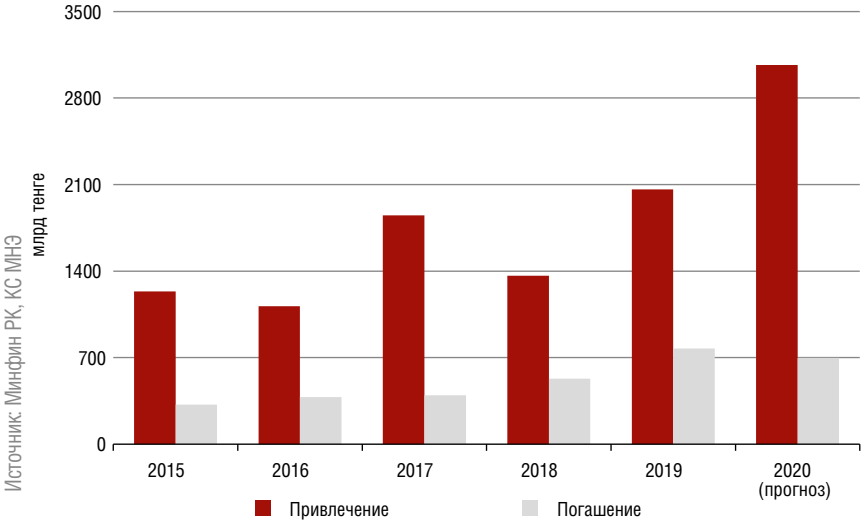


Рисунок 11. Дефицит госбюджета Казахстана

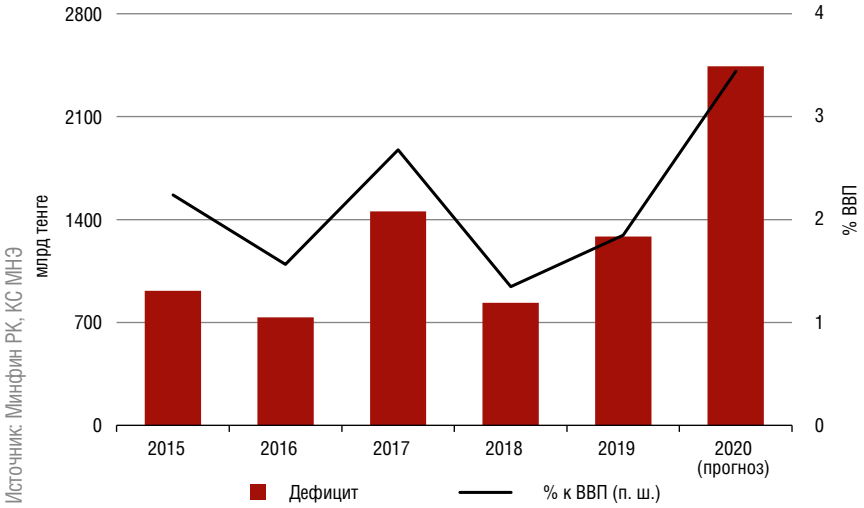
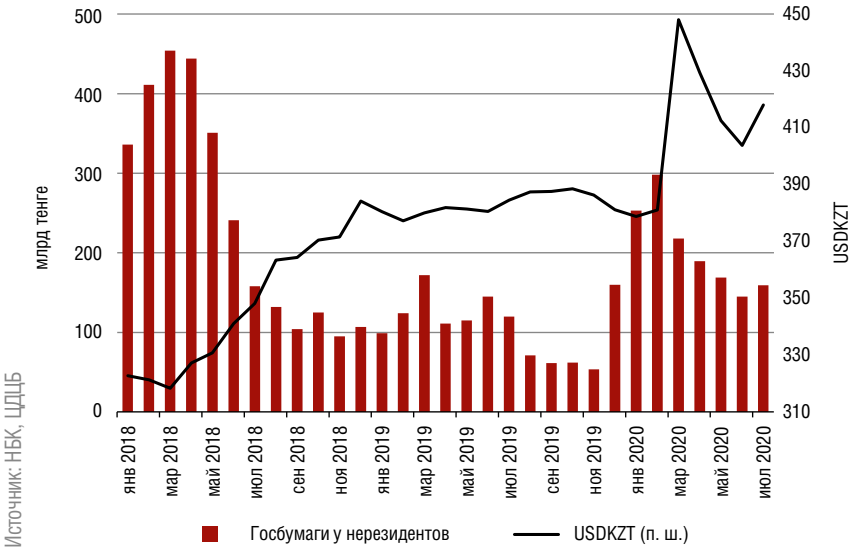


Рисунок 12. Иностранные инвесторы и обменный курс



В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ПРОЦЕСС ИНВЕСТИРОВАНИЯ В МЕСТНЫЕ БУМАГИ КАЗАХСТАНА ДЛЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ИГРОКОВ СУЩЕСТВЕННО УПРОСТИЛСЯ

пуска бумаг Минфина в первые 7 месяцев этого года мог бы быть существенно выше, но сказалось большое привлечение трансфертов из Национального фонда, размер которых за январь — июль 2020 года достиг 3.6 трлн тенге (+72% г/г).

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ГОСБУМАГ НА РЫНКЕ УВЕЛИЧИЛОСЬ

В текущем году правительство планирует потратить значительно больше средств в сравнении с их поступлением, в результате чего дефицит госбюджета увеличится, по нашей оценке, с 1.285 трлн до 2.442 трлн, или на 90%. Это, в свою очередь, увеличивает потребность в заимствовании на 1 трлн тенге, с 2.1 трлн до 3.1 трлн тенге. В относительном выражении дефицит госбюджета в 2020 году увеличивается до 3.4% от ВВП с 1.8% от ВВП в 2019 году. При этом необходимо обратить внимание, что трансферт из Национального фонда в текущем году также существенно увеличился — до 6.6% от ВВП с 4.4% в прошлом году. Таким образом, благодаря опоре на сбережения Нацфонда нивелируется большая часть нагрузки на госфинансы. Отметим, что прогнозируемый размер дефицита в Казахстане относительно умеренный, учитывая глобальный характер переживаемого кризиса. Так, ожидаемый в этом году размер дефицита в России 4.8% от ВВП (Focus Economics), в Узбекистане — на аналогичном уровне, на Украине — 7.1% от ВВП, в Азербайджане — 7.2% от ВВП, в Грузии — 7.7% от ВВП.

С учетом предстоящих погашений имеющегося долга нетто-заимствование в текущем году составляет 2.4 трлн тенге. Часть потребности в финансировании Минфин планировал покрыть за счет выпуска

евробондов на сумму $3 млрд, но ослабление тенге в марте и апреле, по-видимому, заставило пересмотреть эти планы и предпочесть российский рынок в качестве нового источника фондирования. По заявлениям официальных лиц Минфина, из 2.4 трлн тенге необходимого фондирования 0.4 трлн планировалось привлечь на внешних рынках. Исходя из обменного курса 5.8 за 1 рубль, общий объем заимствований в рублях может составить приблизительно 70 млрд.

ОСНОВНЫЕ ИГРОКИ НА РЫНКЕ ТЕНГОВЫХ ГОСБУМАГ

Присутствие иностранных инвесторов на местном рынке госдолга незначительно и примерно на 90% представлено вложениями в краткосрочные ноты Национального банка. Сам регулятор оценивал долю иностранных держателей его нот на конец июля текущего года в 4.7%. Отметим, что ослабление нацвалюты в 2020 году сопровождалось снижением доли владения государственными бумагами иностранцами на местном рынке — в феврале их объем был равен почти 300 млрд тенге, а в конце июля составил менее 160 млрд.

На конец первого полугодия 2020 года в обращении находилось государственных ценных бумаг на сумму 11.5 трлн рублей (бумаги Минфина — 8.2 трлн; ноты Нацбанка — 3.3 трлн). В портфеле пенсионного фонда местные госбумаги составляли 4.9 трлн тенге, или примерно 43% от всех бумаг в обращении, что делает фонд крупнейшим игроком на внутреннем фондовом рынке госбумаг. В свою очередь, вложения банков в государственные ценные бумаги чуть меньше и равны 4.8 трлн тенге, или около 42% от их общего объема в обращении. Таким образом, Пенсионный фонд и банки являются основными кредиторами государства в Казахстане. При этом в портфеле пенсионного фонда менее 8% приходится на ноты Нацбанка, большая часть которых содержится на балансах банков.

ОБЪЕМ ГОСДОЛГА КАЗАХСТАНА

С точки зрения размера величина госдолга в Казахстане находится на невысоком уровне. На конец 2019 года госдолг составил $43 млрд, или 23.7% от ВВП. В конце первого полугодия 2020 года размер госдолга повысился до $45.1 млрд. В общей структуре госдолга $14.9 млрд, или 33%, приходится на внешний долг. Внешний долг на 60% ($9 млрд) представлен евробондами, остальная часть — займами международных финансовых

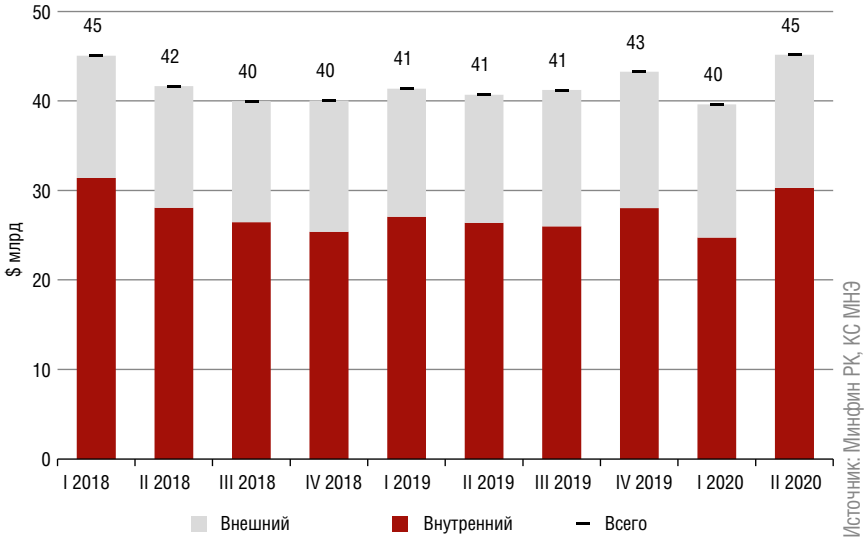


Рисунок 13
Структура госдолга Казахстана

институтов и банков. Тенговый долг в основном состоит из облигаций Минфина и эквивалентен $20.7 млрд. Еще $8.1 млрд приходится на Нацбанк, где в основном фигурируют краткосрочные ноты регулятора, причем данный долг лишь условно можно отнести к обязательствам государства, так как ноты выступают инструментом абсорбирования избыточной ликвидности в финансовой системе.

Увеличение расходов на антикризисные меры в текущем году повлечет повышение уровня госдолга, по нашей оценке, до 27.9% от ВВП. С учетом потолка госдолга в рамках стран ЕАЭС 50% от ВВП уровень госдолга в Казахстане находится на безопасном для экономики уровне. К тому же средства Нацфонда в конце 2019 года были близки к 40% от ВВП. Обслуживание долга для государственного бюджета обходилось в среднем в 1% от ВВП с 2015 года.

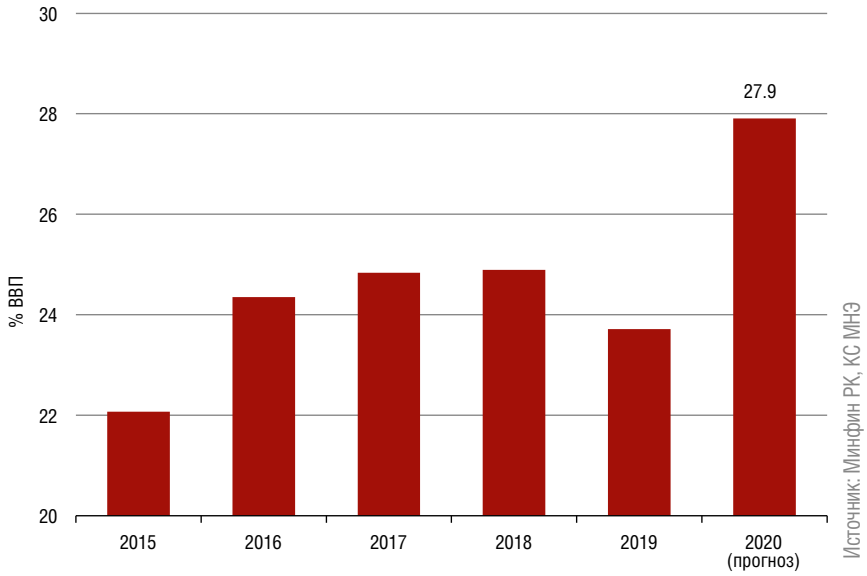



Рисунок 14
Уровень госдолга Казахстана