

## **Алина Алдамберген: Надо реально смотреть на соотношение размеров фондового рынка и экономики**

Автор: Николай Дрозд

09.02.2018

Глава KASE о ситуации с фондированием, рынке акций и долгосрочных инструментах хеджирования.

В последнее время возникает немало сомнений, не идет ли во вред фондовому рынку доминирование по объемам сегментов репо и валюты. Поэтому значительная часть интервью «Капитал.kz» с Алиной Алдамберген, председателем правления АО «Казахстанская фондовая биржа» (KASE), оказалась посвящена тому, почему сложившееся сочетание фондового, денежного и валютного рынков является оптимальной и неизбежной моделью для биржи.

**— В последние годы доминирующими рыночными сегментами были валютный рынок в 2015 году, а затем два года — рынок репо. Меняется ли каким-то образом соотношение их объемов с объемами рынков корпоративных бумаг? Есть ли шанс на рост фондовой составляющей в ближайшем будущем?**

— На самом деле данные сегменты рынка не совсем сопоставимы. Имеет смысл проводить торговлю на одной бирже, так как здесь присутствуют одни и те же контрагенты: финансовые институты, банки, брокеры. В зависимости от того, о каких инструментах идет речь, одни работают на одних рынках, другие — на других. Банки, например, активные участники рынка валютного спота. У нас торгуется 5 валютных пар. Сейчас мы рассматриваем возможность доступа на валютный рынок брокеров в объеме до 100 тысяч долларов на одного клиента — физическое лицо. Как только Национальный банк изменит нормативные документы, брокеры будут допущены к этой торговле. Расширится список контрагентов и у их клиентов появится возможность подавать заявки на приобретение валюты через брокерские организации, а не только покупать ее через банки.

Помимо валютного рынка у нас очень крупный денежный рынок. Это обращение денег, которые есть в финансовой системе, посредством предоставления ликвидности одними банками другим или Национальным банком. Здесь возможны два вида предоставления денег — под залог валютных активов либо ценных бумаг. Соответственно, это вопросы ликвидности финансовой системы, фондового рынка, в большей степени, банковской системы. Если смотреть на статистику, то можно убедиться, что наибольшие объемы средств в Казахстане имеет банковский сектор по сравнению с институциональными инвесторами (24,2 трлн тенге, например, по сравнению с 7,8 трлн тенге ЕНПФ). Фондовый рынок в сравнении с объемами торгов денежного рынка занимает скромную долю от 2 до 7%. Объем торгов на рынке ценных бумаг в 2017 году составил 3,45 трлн тенге, на рынках денег — 136,726 трлн тенге, на рынке иностранных валют — 12, 321 трлн тенге. При этом объемы торгов в сегменте ценных бумаг выросли за прошлый год в 3 раза, а рынок денег и иностранных валют меньше — на 64 и 17,6%, соответственно. При этом надо смотреть на реалии, связанные с соотношением самого фондового рынка к экономике. Например, если говорить о капитализации рынка акций к ВВП, то пока это соотношение значительно ниже, чем на развитых рынках. Но капитализация не единственный параметр, надо анализировать обращаемость ценных бумаг. Обращаемость акций у нас достаточно низкая, потому что ликвидность в этом сегменте низкая. Также у нас достаточно много бумаг, которые имеют двойной листинг. Если они в основном торгуются, например, на Лондонской бирже или другой крупной площадке, основной оборот по этим бумагам будет там, так как в Лондоне ликвидность и широкая инвесторская база. Поэтому фондовый рынок не стоит сопоставлять с денежным рынком. Важно понимать, есть ли на нем ликвидность, чтобы предоставлять фондирование субъектам экономики.

**— Меняется ли в лучшую сторону ситуация с фондированием через фондовый рынок в сравнении с банковской системой? Изначально в Казахстане сложилась модель доминирования банков в фондировании экономики.**

— У нас объем корпоративных долгов составляет порядка 8 триллионов тенге, это номинальный долг в обращении, что меньше по сравнению с активами банковской системы, это 24.2 триллиона тенге.

Наиболее эффективные компании прибегают к комбинации финансирования в виде банковских кредитов, присутствия на долговом рынке, через облигации и на рынке капитала, через акции.

**— Влияет ли на рынки репо и валютных свопов ситуация избыточной тенговой ликвидности у банков и происходил ли в 2017 году рост волатильности и спроса на тенге в налоговые периоды или в периоды возникновения кризисных ситуаций в банковском секторе?**

— Конечно, на денежный рынок влияет наличие избыточной ликвидности. Снижение объемов кредитования приводит к тому, что эта ликвидность оказывается на денежном рынке. Если кредитная активность с улучшением экономической ситуации и оздоровлением банковского сектора растет, то с рынка репо изымается избыточная ликвидность. Налоговые периоды, на наш взгляд, к каким-то всплескам с уровнем ликвидности не приводят. Основное влияние налоговых периодов — это продажа долларов, так как много казахстанских компаний имеют экспортную выручку. Они продают ее часть в налоговые периоды, и, соответственно, курс тенге укрепляется. И привлечение ликвидности на денежных рынках, наверное, меньше. Заимствование тенге под залог долларов идет у банков в основном для исправления валютной позиции из-за того, что клиенты все еще предпочитают держать средства в долларах, и нивелировать разрыв в валютной позиции необходимо за счет привлечения в тенге.

**Пока активнее развивается внебиржевой рынок форвардов доллар-тенге**

**— Что касается валютных свопов, то одной из проблем, упоминаемых на последнем Конгрессе финансистов, было отсутствие долгосрочных инструментов хеджирования. Какие усилия биржа предпринимает в этом направлении, могут ли появиться такие инструменты на рыночной основе?**

— Мы считаем, что могут. Валютный своп — это больше инструмент улучшения своих пруденциальных нормативов, реакция на открытую валютную позицию, когда между активами и пассивами банка в валюте есть разрывы. Свопы у нас однодневные, overnight. Соответственно, это закрытие текущих позиций, и по контрагентам можно видеть у кого дефицит долларов, у кого избыток тенге. Если говорить об инструментах хеджирования, то их нужно развивать. Благодаря политике Национального банка, после девальвации 2015 года, когда выстраивается кривая доходности, формируется экономически обоснованная базовая ставка. Это позволяет прогнозировать ситуацию со стоимостью тенге, что отражается на стоимости госбумаг, являющихся бенчмарком для других тенговых инструментов. Базовая ставка определяет уровни, на которых Нацбанк изымает или предоставляет ликвидность через инструменты в ГЦБ.

В последние два года тенге устойчив, практически не ослабевает, если брать динамику в годовом выражении. Есть волатильность в течение года, но система ставок регулирует превалирование привлекательности долларовых инвестиций. Доллар не привлекательней тенге, поскольку тенговые ставки высокие. Такая политика позволяет прогнозировать уровень форвардных ставок, и видно, что рынок форвардов тенге — доллар развивается. Это происходит вне биржи. В 2015 году этот рынок деривативов в связи с резкими скачками сошел на нет, несмотря на то, что он очень долго выстраивался примерно с 2005 года. Сейчас он восстанавливается, поскольку растет спрос на хеджирование. Мы, в свою очередь, стараемся развить альтернативу валютным форвардам — валютные деривативы. В прошлом году биржа активно вела переговоры с финансовыми институтами, и деривативный рынок оживился. У нас появились сделки, где-то до 6 месяцев порядка 20 миллиардов тенге. Пытаемся добиться прозрачности путем появления сделок с деривативами на срочном рынке, поскольку крайне важно видеть, какое изменение курсов валют прогнозируют контрагенты по таким сделкам.

**— То есть удлинение хеджирующих инструментов будет происходить медленно?**

— Мы видим, что спрос высокий и внебиржевой рынок — ликвидный. Но на бирже пока мало таких операций. Мы пытаемся добиться, чтобы больше таких сделок происходило у нас. Инструменты хеджирования очень часто используются клиентами, совершающими такие

операции с банками. А биржевой рынок — это сделки банков с банками или банков с брокерами.

## **В Казахстане биржевые рынки прозрачнее и лучше администрируются**

**— Как вы относитесь к иногда звучащим предложениям, что возможно появление специализированного биржевого института, ориентированного только на рынки акций и облигаций, в то время как другая площадка могла бы быть сосредоточена на рынке репо и валютных свопов. Какова сейчас преобладающая модель на международных рынках?**

— Если брать западные фондовые биржи, то очень часто это площадка только для акций или, наоборот, деривативов. Но это исторически и экономически сложившиеся ситуации. У них очень развитый внебиржевой рынок. Наша биржа — очень молодая, мы в этом году отмечаем 25-летие. Когда после советской плановой экономики зарождалась рыночная, учитывая размеры Казахстана и количество контрагентов — местных участников, имело смысл делать все эти операции на бирже в целях снижения транзакционных издержек, централизации и реализации эффекта экономики масштабов. Торговля разными видами инструментов на одной бирже позволяет обеспечить прозрачность рынка и приводит к снижению операционных затрат. В тот момент это поддержали как Национальный банк, так и финансовые институты. Первая биржа была валютной. Биржевой рынок позволяет централизовать все сделки и расчеты. Помимо того, что у нас заключаются сделки, мы осуществляем расчеты. Более того, независимо от того, где присутствует банк на рынках валютного свопа или валютного спота, мы делаем клиринг, то есть подводим нетто-позиции. Банк рассчитывается не по каждой сделке отдельно, а по чистой позиции в этот день. Соответственно, следующий шаг для нас — это введение института центрального контрагента. Мы станем контрагентом каждой сделки и снимем риски участников рынка благодаря системе риск-менеджмента. Это удобно для банков, которые работают в данных сегментах. Собственно, поэтому у нас и развились биржевые рынки валюты и репо. Хотя это может происходить и вне биржи. Но в Казахстане биржевые рынки прозрачнее и лучше администрируются с точки зрения операционных моментов. Сделка двух банков вне биржи означает, что они сами должны регулировать осуществление расчетов. А мы гарантируем расчеты — поставка против платежа.

**— То есть существование чисто фондовой биржи пока на казахстанском рынке не оправдано?**

— Биржа — это своего рода цепочка бизнес-процессов. Принцип функционирования один и тот же. Усложняются только применимые бизнес-процессы. Самая базовая — это торговля, далее клиринг (неттинг позиций), потом институт центрального контрагента. То есть процесс усложняется и это применимо не только к отдельному одному рынку, но к нескольким. Более того, такой же принцип функционирования у Московской и Белорусской бирж. На Московской бирже уже введен институт центрального контрагента и в планах у них расчет всех нетто-позиций на всех рынках. То есть, если сейчас мы рассчитываем участие на рынках акций и, например, иностранных валют отдельно, то в перспективе могли бы считать их вместе.

## **Больше всего мы бы хотели, чтобы запустили индексный фонд или ETF**

**— Индекс KASE продемонстрировал существенный рост в 2017 году, как и в 2016, может ли продолжение этого процесса стимулировать расширение инвесторской базы и вызывать интерес каких-то классов иностранных инвесторов?**

— Индекс KASE на сегодня представляют 8 бумаг. В последнее время в него были включены новые эмитенты. Но мы ожидаем, что список сократится за счет РД КМГ, поскольку происходит выкуп его акций. Хотя это один из самых крупных эмитентов с большим весом в индексе.

Рост происходил по объективным обстоятельствам в последние два года. Во-первых, произошло восстановление после обесценения тенговых активов, второй момент — эффективность компаний, входящих в индекс, и благоприятная экономическая ситуация. Выиграли и РД КМГ, и KAZ Minerals, эффективной была также деятельность Народного банка. Они все положительно влияют на то, что индекс KASE второй год подряд входит в тройку лидеров развивающихся рынков. Это зависит также и от макроэкономических факторов, и от цен на минеральное сырье. Мы видим, что это привлекает инвесторов и приводит

к появлению на рынке акций розничных игроков. Потому что, если есть инструменты, которые показывают хорошую доходность, повышается и инвестиционная активность. Есть определенный процент и нерезидентов. Но так как есть часть бумаг, которая торгуется и на Лондонской бирже, они осуществляют покупки там. Поэтому с нашей точки зрения необходимо больше бумаг, которые имеют единственный листинг на Казахстанской фондовой бирже, и тогда это позволит привлечь нерезидентов на нашу биржу. Мы также сейчас наблюдаем спрос иностранных инвесторов на государственные ценные бумаги из-за привлекательной доходности в тенге.

**— Могут ли выпускаться какие-то индексированные инструменты на индекс KASE, которые могли бы котироваться на других биржевых площадках и способствовать расширению инвесторской базы?**

— Больше всего мы хотели, чтобы запустили индексный фонд или ETF, но это могут сделать профессиональные участники, а не биржа. Такие планы были, и мы их всячески поддерживаем, поскольку это дает инвесторам дифференцированный инструмент. В целом, производные финансовые инструменты на биржевые индексы сейчас очень популярны в мире. Они позволяют инвестировать не в одну бумагу, а в блок акций, которые наиболее ликвидны на этом рынке. Общие тренды позволяют зарабатывать на таких инструментах определенные доходности. Сейчас такие переговоры ведутся, и мы ожидаем, что такая возможность будет создана.

**— На казахстанском фондовом рынке каким-то образом могут сказаться события, которые произошли вчера (интервью записывалось 6 февраля) с американскими фондовыми индексами?**

— Однозначно такие коррекции оказывают влияние, но сейчас нужно понять ее природу. Мы пока видим, что немного припала цена на нефть. Соответственно, бумаги компаний тех отраслей, которые коррелируются с ценами на сырьевые товары, могут переоцениться. По другим организациям развитие событий зависит от того, в каком они бизнесе и в связи с чем произошла коррекция.

**Нам нужна диверсифицированная инвесторская база**

**— В прошлом году были ожидания выхода осенью компаний второго эшелона на рынок облигаций. Почему этого не произошло, и насколько велика зависимость этого сегмента от денег ЕНПФ?**

— Рынок облигаций зависит очень сильно. Мы рады тому, что если в 2015 и 2016 были главным образом размещения по госпрограммам, основным инвестором по которым выступал ЕНПФ, то в прошлом году появились альтернативные инвесторы. Это и банки, и юридические лица, и страховые организации. С оживлением торговли на рынках и привлекательной доходностью происходит возвращение инвесторов. Нужно сказать, что участие институциональных инвесторов все равно недостаточно велико и деньги доступны только тем, кто имеет довольно высокий рейтинг в соответствии с международными стандартами. То есть эмитенты должны иметь рейтинг не ниже «В-». Это были в основном банки и квазигосударственные организации. Только некоторые частные компании могли в частном порядке привлечь небольшие суммы, в основном в диапазоне от 1 до 5 миллиардов тенге. Они привлекали средства как раз тех покупателей, которые не связаны с требованиями по рейтингам. Поэтому массовый выход на корпоративные облигации, на наш взгляд, возможен, если появятся рейтинговые агентства, чьи оценки будут приняты или будут снижены требования по международной рейтинговой шкале. Выполнить стандарты, необходимые для получения «В-», достаточно сложно для казахстанских эмитентов. И средства, которые они могли бы привлечь, не настолько масштабны. Нам нужна значительно более диверсифицированная инвесторская база с возможностями инвестирования в бумаги с разным инвестиционным качеством.

**— Если бы передача части средств ЕНПФ в управление частным управляющим компаниям состоялась, то, наверное, это бы оказало какое-то позитивное влияние?**

— Однозначно, они покупали бы более широкий перечень инвестиционных инструментов, потому что Национальный банк проводит достаточно консервативную инвестиционную политику. Но нужны и дополнительные оценки кредитной устойчивости эмитентов. Это

могли бы делать национальные рейтинговые агентства, потому что услуги международных рейтинговых агентств доступны не всем.

**— Каковы прогнозы относительно того, как может меняться ситуация на фондовых сегментах рынка в этом году? Может ли оказывать влияние снижение инфляции и базовой ставки?**

— Рассчитываем на то, что будет продолжаться оживление на фондовом рынке, больше контрагентов будут размещать облигации. Надеемся, что брокеры выведут ряд частных компаний на рынок акций. Знаем, по нашим обсуждениям, что со многими компаниями проводится работа, но чтобы эмитент вышел на IPO, нужна масштабная подготовка. Это и отчетность, и определенные стандарты корпоративного управления, решения менеджмента и акционеров осуществлять первичное размещение акций. По облигациям спрос продолжится и на банки, и на квазигосударственный сектор. Мы считаем, что сохранится ситуация высокой ликвидности на денежных рынках. Потому что свободных средств достаточно много, и они сразу не будут утилизированы за счет роста кредитования, и, естественно, они будут размещаться на денежном рынке.

**— Стоимость размещений будет снижаться?**

— Да, есть такие прогнозы, потому что ситуация улучшается, инфляция снижается. Соответственно, базовая ставка Национального банка, скорее всего, будет дальше снижаться.

**— Первые размещения текущего года Kcell и ЦентрКредита в этом тренде?**

— Эти компании давно уже планировали привлечение средств или начали этап размещения. Kcell разместил 6 миллиардов тенге из запланированных 30 миллиардов тенге. Размещения дают привлекательность компаниям, потому что та ставка, по которой это происходит (а в прошлом году диапазон был от 10 до 15%), зафиксирована для них на ближайшие 5–7 — 10 лет, в зависимости от сроков размещения. И компании могут рассчитывать возможности по обслуживанию такого долга. Нет рисков рефинансирования, и в ситуации снижения ставок все больше компаний стремятся осуществлять привлечения. Но речь идет, конечно, в большинстве, о крупных игроках. Спрос в основном на фиксированные ставки, а не на инструменты, привязанные к инфляции.