Агентство Республики Казахстан по регулированию
и развитию финансового рынка

АЗИАТСКАЯ ИНИЦИАТИВА ПО РЫНКАМ ОБЛИГАЦИЙ:

УРОКИ И ПЕРСПЕКТИВЫ ДЛЯ КАЗАХСТАНА

Алматы, 2025 год

Материал подготовлен заместителем директора департамента рынка ценных бумаг Агентства по регулированию и развитию финансового рынка Адилем Мамажановым на основе статьи Сатору Ямадера (Консультант Азиатского Банка Развития, член Секретариата Азиатской инициативы по рынкам облигаций)

Опыт стран Юго-Восточной и Северной Азии в совместном развитии рынков облигаций

Азиатская инициатива по развитию облигационных рынков (ABMI) является ярким примером регионального сотрудничества стран АСЕАН+3 (входят страны АСЕАН, КНР, Япония и Республика Корея), инициированного министрами финансов этих стран после Азиатского финансового кризиса 1997-1998 годов. Азиатский кризис подчеркнул важность не только качественного экономического управления, но и необходимость развития внутренних облигационных рынков для повышения финансовой стабильности. Инициатива ABMI была запущена в 2002 году в Чиангмае, Таиланд, чтобы укрепить стабильность регионального финансового рынка, преследуя две основные цели: предотвращение финансовой нестабильности в краткосрочной перспективе и создание более стабильной финансовой среды в долгосрочной перспективе. ABMI развивается параллельно с инициативой Чиангмайского соглашения, направленного на обеспечение стабильности финансовых рынков путём заключения двусторонних и многосторонних валютных свопов.

ABMI — это практический ответ на гипотезу «первородного греха» сформулированную экономистами Айхенгрином и Хаусманом в 1999 году, согласно которой несовершенство финансовых рынков мешает странам занимать в национальной валюте за рубежом или выдавать долгосрочные внутренние кредиты в национальной валюте. Решением, согласно гипотезе, является повышение макроэкономической и фискальной стабильности и предсказуемости, а также создание ликвидных внутренних рынков облигаций в национальной валюте, что и пытаются реализовать страны АСЕАН+3 через инициативу ABMI.

Данная инициатива в значительной мере способствовала региональной поддержке развития локальных и региональных рынков облигаций в национальной валюте.

Достижения ABMI и остающиеся вызовы в рамках регионального сотрудничества на рынках облигаций, а также запуск Азиатского облигационного фонда (Asian Bond Fund) со стороны EMEAP , сыграли ключевую роль в привлечении иностранных инвестиций на региональные рынки облигаций в национальных валютах, сформировав благоприятную среду для иностранных инвестиционных фондов и улучшив ликвидность.

Кризис как стимул к региональному сотрудничеству

Кризис 1997 года произошел на фоне крупных потоков капитала в Азию, стимулированных сильными экономическими показателями, дифференциалом процентных ставок и квазификсированными обменными курсами, что привело к росту краткосрочного внешнего долга. Однако неосмотрительная либерализация внутреннего финансового рынка привела к притоку капитала, который вызвал чрезмерное кредитование, принятие повышенных рисков и неэффективные инвестиции. Когда доверие инвесторов к стабильности экономики региона пошатнулось, спекулятивные внешние инвестиции начали быстро утекать из региона, что привело к резкому обесцениванию валют, потере валютных резервов и финансовым потрясениям.

Политики стран АСЕАН+3 признали, что необходимо переходить от краткосрочного финансирования к долгосрочному, а также от займов в иностранной валюте к займам в национальных валютах. В ответ на это ABMI поставила целью развивать рынки облигаций в национальных валютах в регионе, снижая уязвимость, связанную с иностранной валютой и краткосрочными долгами.

Гипотеза «первородного греха» и региональные реформы

Гипотеза «первородного греха» подчеркивает ограничения, связанные с зависимостью от займов в иностранной валюте, и рекомендует создавать рынки облигаций в национальной валюте для сокращения валютных несоответствий (mismatch).

[1] EMEAP - Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks - Совещание руководителей центральных банков стран Восточной Азии и Тихого океана.

Однако для этого требуются масштабные реформы, включая регулирование, препятствующее инсайдерской торговле, захвату рынка (market cornering) и манипулированию рынком, а также необходимость реформирования монетарных и фискальных институтов таким образом, чтобы повысить независимость, прозрачность и доверие к финансовым регуляторам, а также приобрести опыт проведения разумной и стабильной политики.

Хотя развитие рынков облигаций в национальных валютах в основном является национальной задачей, региональное сотрудничество через ABMI позволило странам АСЕАН +3 решать общие проблемы коллективно. Например, акцент на развитии рынков облигаций в местной валюте в рамках ABMI привел к большей поддержке со стороны различных заинтересованных сторон и улучшил координацию не только среди стран-участниц, но и внутри каждой из них. Кроме того, региональные соглашения помогли укрепить приверженность правительств, что, в свою очередь, усилило вовлеченность участников рынка. Совместные усилия и коллективные действия в рамках регионального соглашения смогли привлечь больше внимания и повысить признание усилий по развитию рынков. Подобная поддержка и приверженность были бы невозможны при односторонних действиях отдельного развивающегося рынка.

Этапы развития ABMI

На начальном этапе (2002–2007) ABMI создала добровольные рабочие группы для решения различных аспектов развития облигационного рынка. Эти группы занимались вопросами секьюритизации, гарантийными механизмами, валютными транзакциями, развитием инфраструктуры кредитных рисков и технической поддержкой. В 2008 году были созданы четыре целевые группы.

Каждая из четырех целевых групп сфокусирована на конкретных задачах:

1. **ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ:**

поддерживает финансирование инфраструктуры путем продвижения выпуска облигаций в национальных валютах и развивает региональный гарантий фонд Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF) для повышения кредитного качества облигаций.

2. СПРОС НА ОБЛИГАЦИИ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ:

работает над увеличением спроса через распространение информации посредством таких платформ, как AsianBondsOnline, и ежегодные конференции.

3. УЛУЧШЕНИЕ НОРМАТИВНОЙ БАЗЫ:

продвигает стандартизацию и гармонизацию трансграничных сделок с облигациями через ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF).

4. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ:

сосредоточена на развитии инфраструктуры для трансграничных расчетов, поддерживаемой Cross-Border Settlement Infrastructure Forum (CSIF), платформой для обсуждения стандартизации процессов расчетов.

Достижения и текущие вызовы

ABMI достигла значительных успехов в расширении рынков облигаций в национальных валютах в странах АСЕАН+3. С 1997 года страны-участницы повысили свою финансовую стабильность, повысили доверие со стороны международных инвесторов и смогли достичь следующих результатов:

за счет углубления внутренних рынков облигаций, как источника фондирования, как для государственных расходов, так и корпоративного сектора, мировой финансовый кризис 2008-2009 годов был преодолён значительно быстрее и с меньшими потерями, чем Азиатский финансовый кризис конца 1990-х, а экономический рост быстро вернулся к позитивному значению;

капитализация рынков облигаций в местных валютах по отношению к валовому внутреннему продукту (ВВП) таких стран, как Республика Корея (128%), Малайзия (99%), Таиланд (84%) превысила аналогичные показатели развитых стран;

государственные облигации Малайзии и Китая были включены в ведущие мировые индексы государственных облигаций:

- Bloomberg Global Aggregate Index;
- J.P. Morgan Government Bond Index – Emerging Markets (GBI-EM);
- FTSE World Government Bond Index (WGBI);
- Markit iBoxx Asian Local Bond Index (ALBI) и др.

кривые доходности государственных ценных бумаг стали более эффективными, а сроки погашения облигаций в большинстве стран постепенно удлинились;

ликвидность на рынках облигаций существенно улучшилась, а спрэды заметно снизились (в Китае с 15 базисных пунктов до 1.1, в Индонезии с 15.2 до 2.1, в Малайзии с 4.9 до 2.8, во Вьетнаме с 75 до 5.5).

Страны АСЕАН+3 продемонстрировали устойчивость и быстрое восстановление во время и после мирового финансового кризиса 2008 года, что подчеркнуло значимость внутренних рынков облигаций как альтернативного канала финансирования экономики в условиях кризиса в банковской системе.

После кризиса 2008 года в фокусе инициативы находятся рынки корпоративных облигаций, а также крупные инфраструктурные инвестиции и социальные облигации. Низкий уровень внутреннего инвестирования и сильная зависимость от доллара США для расчетов остаются проблемами, подчеркивая необходимость внедрения механизмов транзакций в национальной валюте для снижения валютных рисков.

ABMI продолжает играть важную роль в продвижении облигационных рынков в ASEAN+3. Продвигая сотрудничество среди регуляторов, частного сектора и многосторонних организаций, ABMI предоставляет план дальнейшей финансовой интеграции, укрепляя экономическую стабильность в регионе. Успех инициативы подчеркивает важность совместных действий для создания устойчивых и самодостаточных облигационных рынков.

Заявка Казахстана

В 2019 году в рамках ABMI в целях расширения охвата азиатских стран был предусмотрен новый статус наблюдателя в ASEAN +3 Bond Market Forum (ABMF). Данный статус предоставляет странам не входящим в АСЕАН+3 возможность включиться в работу различных органов и площадок инициативы для обмена опытом и гармонизации стандартов на рынке облигаций.

От имени Республики Казахстан Агентством по регулированию и развитию финансового рынка, Национальным Банком и Министерством финансов была подана совместная заявка на получение статуса наблюдателя в ABMF. Завершение процесса рассмотрения заявки Казахстана странами-участницами АСЕАН +3 ожидается в первой половине 2025 года.

Статус наблюдателя не предполагает каких-либо обязательств, но дает многообещающие возможности активно вовлечься в процессы обсуждения инициативы по развитию рынка облигаций, а также предоставит удобный формат для регулярного и профессионального обмена опытом со странами АСЕАН +3.

Несмотря на то, что решение по казахстанской заявке еще только ожидается, при поддержке Азиатского Банка Развития Агентством по регулированию и развитию финансового рынка, Национальным Банком и Министерством финансов уже начата подготовка Путеводителя по казахстанскому рынку облигаций (Bond Market Guide) на английском языке.

Bond Market Guide - это серия изданий, опубликованных Форумом по рынку облигаций АСЕАН+3 в сотрудничестве с АБР в качестве его секретариата. В каждом руководстве по конкретной стране содержится информация об инвестиционном климате, правилах, законах, возможностях и особенностях местного рынка облигаций. Цель руководств - помочь эмитентам, инвесторам и финансовым посредникам понять местный контекст и стимулировать более активное участие в быстро развивающихся рынках облигаций региона.

Цели вступления и преимущества

Необходимо отметить целый ряд факторов, по которым присоединение к данной инициативе может принести заметную ценность для Казахстана и дальнейшего развития финансового сектора и рынка облигаций, в частности.

Первое

Как было описано выше, страны АСЕАН +3 достигли значительных успехов в развитии своих рынков облигаций за последние 20-30 лет.

Через повышение стабильности и предсказуемости макроэкономической и фискальной удалось добиться доверия со стороны международных портфельных управляющих, что привело к притоку иностранных портфельных инвестиций на внутренние рынки долга в национальных валютах.

Развитые рынки облигаций позволили данным странам эффективно распределять национальные сбережения в продуктивные отрасли, компании и инфраструктурные проекты, что способствовало ускорению и без того высоких темпов экономического роста региона.

Для Казахстана представляют особый интерес подходы к формированию и координации политик в области макроэкономической и фискальной стабильности, а также стандартизации, регулирования и развития инфраструктуры рынка облигаций, успешно реализованные такими странами, как Малайзия, Тайланд, Республика Корея. Ценность опыта данных развивающихся стран заключается в том, что данные страны, так называемые «азиатские тигры», 20-30 лет назад сталкивались с аналогичными проблемами с которыми сталкивается Казахстан сегодня, и им удалось их успешно преодолеть.

Второе

Страны АСЕАН +3 верно определив проблему, а также на научной основе сформулировав цели и задачи своего ответа, на практике реализовали институциональный подход в осуществлении своих ответных политик. Был сформирован целый ряд организаций и институтов, в которые были привлечены высококвалифицированные финансисты и исследователи. Так, секретариатом Азиатской инициативы по рынкам облигаций стал Азиатский Банк Развития. Создан центр макроэкономических исследований ASEAN +3 Marcoeconomic Research Office, который осуществляет постоянную техническую поддержку стран по вопросам улучшения качества макроэкономической и фискальной политик.

За почти 25 лет работы данными институтами накоплен солидный опыт в сфере методологии развития рынков облигаций, макроэкономической и фискальной политик развивающихся стран, проведено большое количество научных и прикладных исследований, разработан и систематизирован обширный

аналитический инструментарий, созданы эффективные и открытые площадки для обмена опытом. Данные наработки по странам во многом схожих по уровню экономического развития с Казахстаном и успешно преодолевших вызовы в сфере развития, представляют особую ценность и интерес для углубленного изучения со стороны Казахстана.

Третье

Неподдельный, практический интерес вызывает и реализованный коллективный подход к решению общих для стран данного региона проблем повышения и координации макроэкономический и фискальной стабильности, развития рынков облигаций.

Как было указано выше в статье, решение многих вопросов развития рынков облигаций было бы невозможно исключительно на национальном уровне отдельных стран. Международные обязательства и наднациональный характер коллективных усилий позволил во многих случаях преодолеть и внутренние противоречия согласования внутренних политик в области макроэкономики, фискального управления, сферах развития финансового сектора.

Реализованные странами АСЕАН +3 подходы к координации усилий, а также сформированные институты представляют интерес для изучения в контексте интеграционных тенденций в Центральной Азии. Казахстан является крупнейшей экономикой региона, однако нам еще предстоит нанести нашу страну на карту глобальных портфельных управляющих. При этом, Казахстан, располагая наиболее развитой и интегрированной с международной финансовой системой в регионе, имеет обоснованные амбиции стать вратами международных инвестиционных потоков в регион Центральной Азии и ЕАЭС. Многие зарубежные инвесторы именно в таком ключе уже рассматривают Казахстан, располагая здесь свои офисы.

Следует также обратить внимание на неоднородную структуру АСЕАН +3. Это объединение включает в себя сравнительно небольшие в плане масштаба экономик страны АСЕАН - Индонезия, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Бруней-Даруссалам, Вьетнам, Лаос, Мьянма, Камбоджа, а также

три экономических гиганта – КНР, Япония и Республика Корея. Очевидно, что последние три страны являются одними из ключевых экспортеров капитала, технологий и знаний в регион, и фактически являются донорами в рамках инициативы ABMI. Данные экономические гиганты заинтересованы в развитии финансовых рынков других стран региона, так как это позволяет им эффективнее направлять инвестиции, осуществлять экономическую экспансию и интеграцию средних и небольших стран. Такая экономическая и финансовая интеграция безусловно содействует общему экономическому развитию и росту экономик стран АСЕАН +3.

Такой симбиоз экономических гигантов со средними и малыми странами интересен для дальнейшего изучения в части оценки потенциала переноса такого опыта на регион Центральной Азии в формате ЦА + КНР, Япония, Рес. Корея. Активную роль здесь мог бы сыграть Азиатский Банк Развития, который выполняет роль секретариата инициативы ABMI и активно продвигает площадку CAREC.