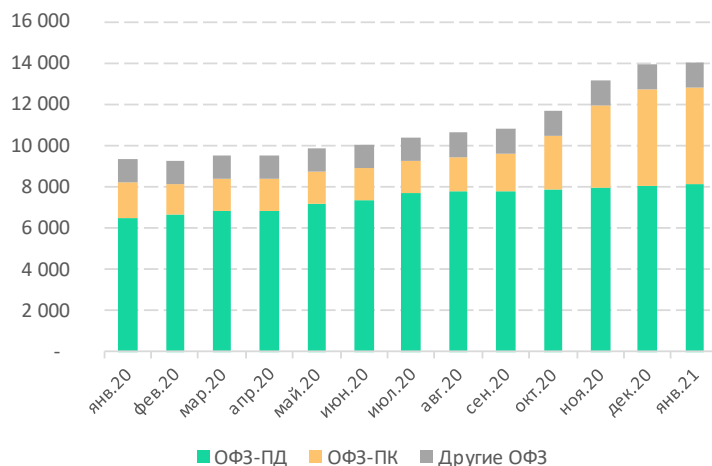


Мы уже писали в [недельном отчете от 15/02/21](#), что Министерство финансов РФ (МФ РФ) существенно нарастило внутренний госдолг на фоне пандемии. Значительная доля его пришлась на ОФЗ-ПК – облигации с плавающим купоном. Правительству РФ удалось привлечь внутренних инвесторов к покупке данных инструментов, поскольку для них характерны более низкие процентные риски по сравнению с бумагами с фиксированной ставкой (ОФЗ-ПД). Ранее данный тип облигаций также эмитировался, но именно в 2020 году произошёл существенный рост объемов размещений данных облигаций.

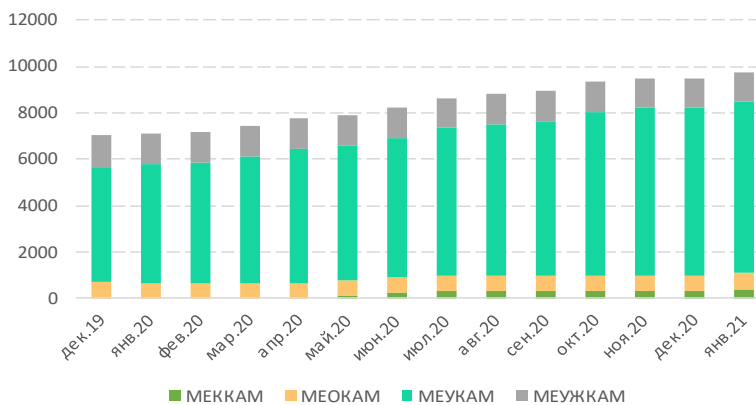
Рис 1. Структура ОФЗ РФ (млрд. рублей)



В Казахстане Минфин никогда не выпускал долг с плавающим купоном, привязанный к рыночным ставкам. Для этого было две причины:

1. Валютный режим до 2016 года не мог гарантировать стабильность краткосрочной процентной ставки, поскольку главной задачей было поддержание стабильного валютного курса.
2. Профиль обязательств пенсионных фондов (позднее объединены в ЕНПФ), которые были крупнейшими инвесторами в ГЦБ МФ, был долгосрочным и не требовал долга с плавающей ставкой.

Рис 2. Структура ГЦБ МФ РК (млрд. тенге)



Примечание: МЕККАМ – ГЦБ МФ от 3-х мес. до 1-го года, МЕОКАМ – ГЦБ МФ от 1-го года до 5 лет, МЕУКАМ – ГЦБ МФ свыше 5 лет, МЕУЖКАМ – ГЦБ МФ, привязанные к инфляции

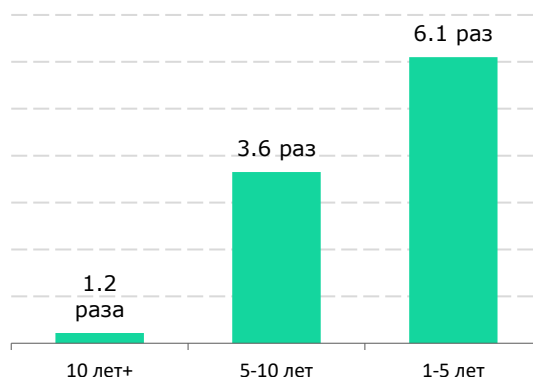
Однако, МФ РК раньше активно выпускал облигации с привязкой к инфляции (МЕУЖКАМ), которые активно приобретались пенсионными фондами. Их доля в обращении на данный момент составляет 13%, и она падает. Причина спроса на такой инструмент заключалась в том, что прежний режим ДКП не способен был обеспечить позитивные процентные ставки в реальном выражении. Приток валюты от экспорта и инвестиций приводил к снижению ставок через валютный механизм crawling peg до 0.5-3% по инструментам НБК и до 4-5% по ГЦБ МФ. При этом, инфляция была хронически выше этих значений.

Новый режим ДКП с 2016 г сместил приоритеты с номинальной стабильности валютного курса в сторону контроля процентных ставок. Краткосрочная стоимость фондов перестала быть отрицательной в реальном выражении благодаря механизму установления базовой ставки с нижней и верхней границей. Постепенно кривая доходности дисконтировала новый подход и на долгосрочные ставки. В результате, роль МЕУЖКАМ для ЕНПФ стала падать.

В 2020 году МФ РК в рамках фискальной экспансии в условиях пандемии стал активно наращивать госдолг через традиционный механизм продажи внутренних облигаций. В этот раз, наряду с ЕНПФ, банки более активно присоединились к покупкам. Для них МФ РК стал сокращать сроки инструментов и впервые за многие годы выпустил МЕККАМы. Банки более чувствительны к процентному риску, так как их структура обязательств краткосрочна по своей природе. В отличие от ЕНПФ, они не могут массивно покупать длинный долг с фиксированной ставкой.

Поэтому в настоящее время основной спрос фиксируется на короткие инструменты Минфина РК, по отдельным выпускам которых он превышает предложение более чем в 10 раз, а в среднем с начала 2021 г. более чем в 6 раз. В противоположность этому, по длинным бумагам спрос намного ниже, лишь незначительно превышая предложение, хотя ставки по таким инструментам выше.

Рис 3. Превышение спроса над предложением по облигациям Минфина РК на аукционах размещения в 2021 г. (в разрезе сроков обращения облигаций)



Здесь мы отмечаем две разные стратегии привлечения банков к покупке ГЦБ в РФ и РК. МФ РФ не жертвует сроками, но дает плавающую ставку, а МФ РК укорачивает сроки облигаций для банков.

Следует учесть, что в 2021 году ЕНПФ в значительной степени связан программой выплат пенсионных сверхнакоплений и ограничен в инвестициях. Это означает, что МФ РК будет вынужден далее сокращать сроки облигаций с фиксированным купоном.

**По нашему мнению, на фоне успешных выпусков в соседней стране, МФ РК вполне способен реализовать идею наращивания долга с плавающей ставкой. Это позволит добиться увеличения спроса на его длинные облигации. При этом НБК будет иметь важную роль в создании доверия к инструменту, так как долг с плавающим купоном несет определенный базисный риск. Участники рынка должны быть полностью уверены, что контроль базовой ставки НБК в разумном узком коридоре останется в любых стрессовых условиях.**

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.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2021, все права защищены.

**Департамент исследований**

Станислав Чуев	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Дмитрий Шейкин	Макроэкономика
Серик Жукенов	Макроэкономика
Мадина Метеркулова	Долевые инструменты
Владислав Бенберин	Долговые инструменты
Алмас Альмаганбетов	Долевые инструменты

**E-mail**

[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[d.sheikin@halykfinance.kz](mailto:d.sheikin@halykfinance.kz)  
[s.zhukenov@halykfinance.kz](mailto:s.zhukenov@halykfinance.kz)  
[m.meterkulova@halykfinance.kz](mailto:m.meterkulova@halykfinance.kz)  
[v.benberin@halykfinance.kz](mailto:v.benberin@halykfinance.kz)  
[a.almagambetov@halykfinance.kz](mailto:a.almagambetov@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

**Bloomberg**

HLFN  
**Thomson Reuters**  
Halyk Finance  
**Factset**  
Halyk Finance  
**Capital IQ**  
Halyk Finance