

### «Налоговая неделя» повысила доходность по ГЦБ

Ерулан Мустафин  
ErulanM@halykbank.kz  
+7 (727) 244 6986

3 сентября 2012

**В августе среднесрочные ставки заметно выросли по сравнению с июлем. Наибольший рост доходности был на сроках два-три года, в среднем на 62 б.п. Короткий и длинный концы кривой практически не изменились. Рост ставок был связан с усилением спроса на Тенге для выплаты налогов**

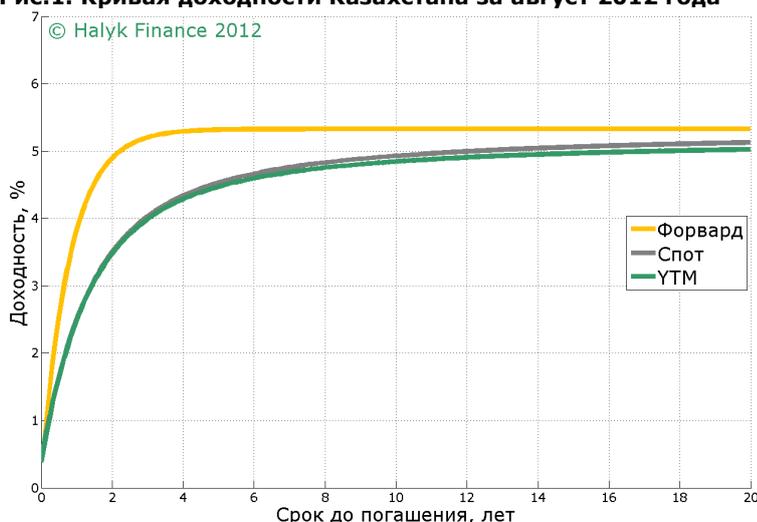
#### Спрос на Тенге для оплаты налогов

В середине августа наблюдались массовые продажи бумаг по доходностям более 100 б.п. выше устоявшегося уровня (кривая ХФ) и по срокам погашения от 1 до 9 лет (Рис. 8). По нашему мнению, причиной таких агрессивных продаж был временный дефицит ликвидности в тенге в преддверии и в течении «налоговой недели», сезонным фактором повышенного спроса на тенге, связанного с налоговыми обязательствами экспортеров. Спроса на Тенге оказался выше наших ожиданий, основанных на расчете обязательств по НДС, как обычно происходит при крупных сделках по покупке отечественных активов нерезидентами.

Столь масштабной распродажей бумаг, похоже, воспользовались нерезиденты, которые увеличили свои позиции в ГЦБ с Т3.2 млрд. в июле до Т23.8 на конец августа. Дефицит Тенге отразился на ставках РЕПО, которые несколько дней превышали ставку рефинансирования НБК<sup>1</sup>, и на обменном курсе, который стремительно укреплялся в эти и последующие дни (Рис. 2). Чтобы замедлить усиление тенге, Национальный банк проводил интервенции на валютном рынке, продав до 25 августа по нашей оценке около \$900млн. К концу месяца

доходность 3-месячных контрактов NDF на тенге выросла до 4,4%, отражая рыночные ожидания ослабления тенге в ближайшие 2-3 месяца.

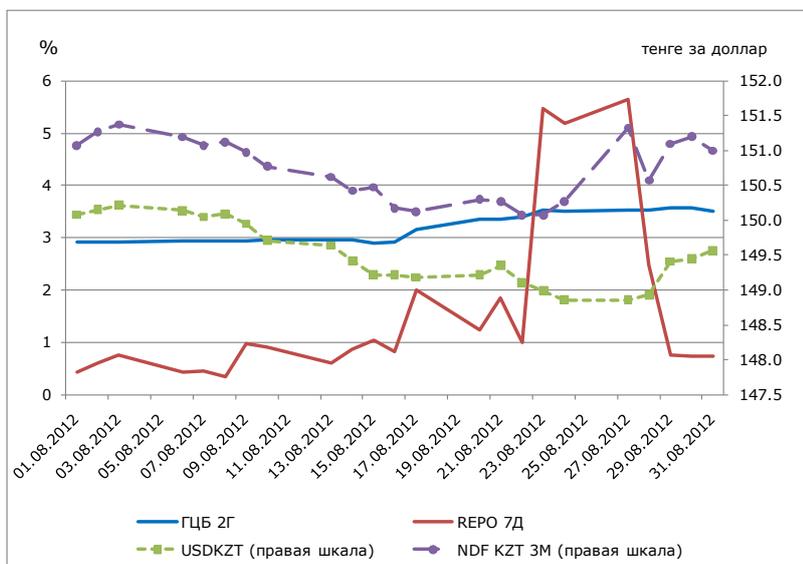
**Рис.1. Кривая доходности Казахстана за август 2012 года**



Источник: IRBIS; Расчеты: Халык Финанс

<sup>1</sup> 6 августа НБК снизил ставку рефинансирования на 50 б.п. до 5,5%.

**Рис.2. Усиление спроса на тенге во время «налоговой недели» вызвало рост ставок и укрепление Тенге**



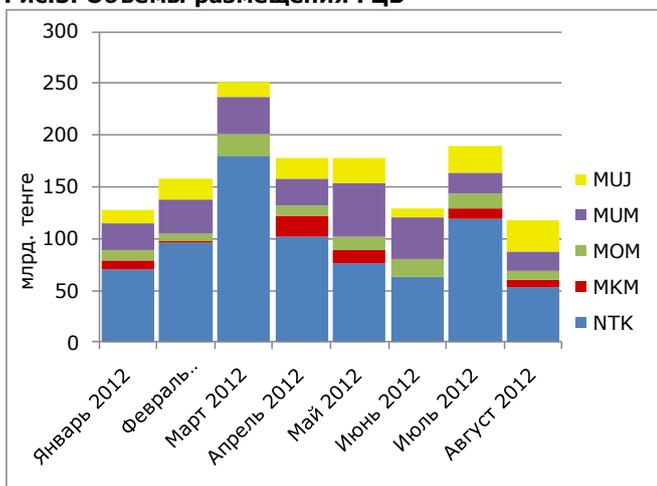
Источник: Repo 7 дней - IRBIS; обменный курс – Bloomberg; ГЦБ 2 года – по кривой доходности Халык Финанс

### Удлинение предложения

В августе было размещено 12 выпусков на Т117.2 млрд. (-38% м/м), из которых выпуск серии МЕУЖКАМ на Т30 млрд. (+19% м/м) продолжил тенденцию увеличения доли долгосрочных бумаг Минфина в обращении (Рис. 5). Доходности размещения по бумагам с фиксированным купоном легли достаточно близко к кривой, за исключением последнего аукциона августа. На нем была повторно размещена двухлетняя MOM048\_0044 по 4% УТМ, что на 45 б.п. выше кривой и на 17 б.п. выше размещения четырехлетней MOM048\_0047.

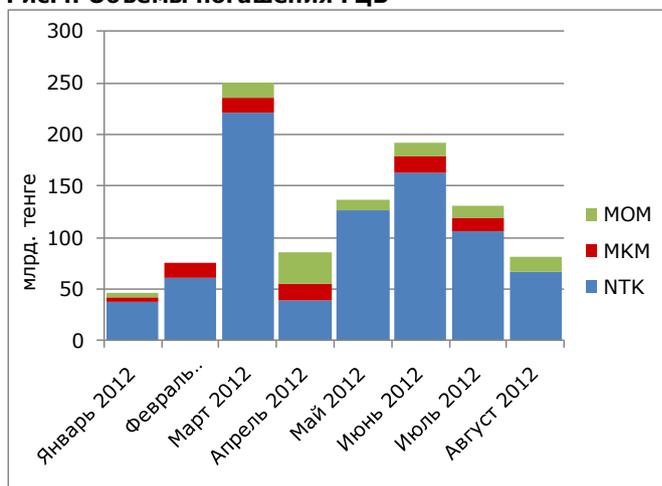
16-17 августа на вторичном рынке было проторговано 86% от всего месячного объема. В эти дни ряд среднесрочных бумаг поменяли руки при доходности на 80-150 б.п. выше кривой. Среди них была сделка на Т4.8 млрд. по вышеупомянутой MOM048\_0044 по 4.5% УТМ, что, вероятно, и способствовало росту ее доходности на последующем первичном аукционе в конце месяца.

**Рис.3. Объемы размещения ГЦБ**



Источник: IRBIS; Расчеты Халык Финанс

**Рис.4. Объемы погашения ГЦБ**



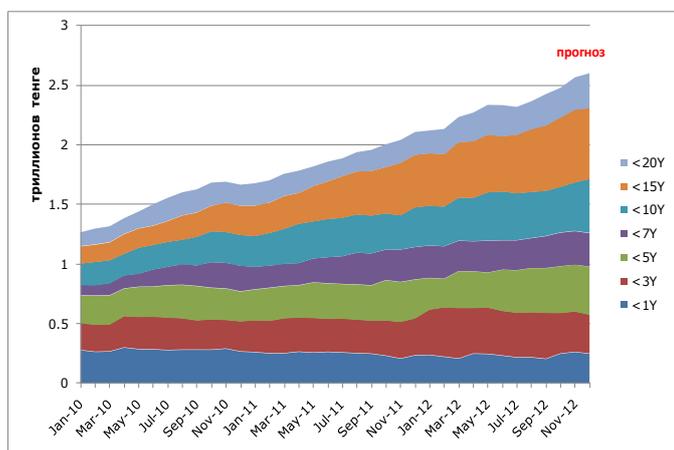
Источник: IRBIS; Расчеты Халык Финанс

Сальдо нетто-заимствования по всем ГЦБ в августе составило +Т35.7 млрд. При этом у бумаг НБК оно было отрицательным, -Т14.6 млрд. Минфин разместил бумаг на общую сумму Т64.2 млрд. и погасил по единственной категории МОМ, на Т13.9 млрд.

Государство продолжало увеличивать средневзвешенный срок заимствований. Этому способствовала текущая конъюнктура низких процентных ставок. Ставки на первичном рынке ГЦБ практически полностью контролируются предложением государственных облигаций со стороны Минфина и нот со стороны НБК. НБК также во многом контролирует спрос на ГЦБ через пруденциальные требования к институциональным инвесторам. Возможности НБК по контролю кривой доходности с помощью ставки рефинансирования намного ниже. Так как государство определяет диапазон суверенных доходностей, мы не ожидаем существенного изменения ставок в краткосрочной перспективе.

**Рис.5. Рост предложения долгосрочных бумаг ...**

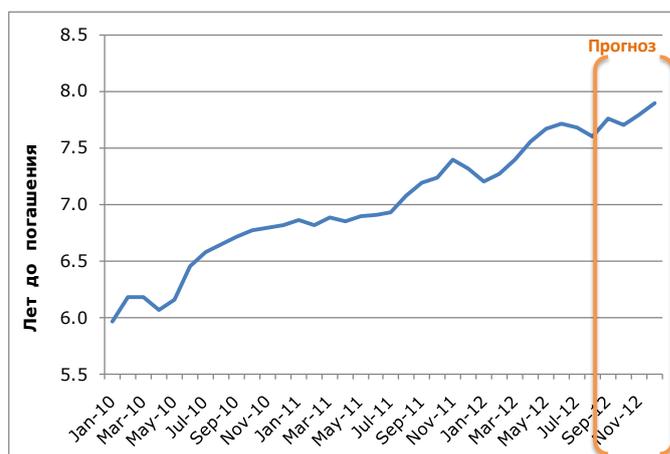
Объем облигаций Минфина в обращении.



Источник: IRBIS; Расчеты: Халык Финас

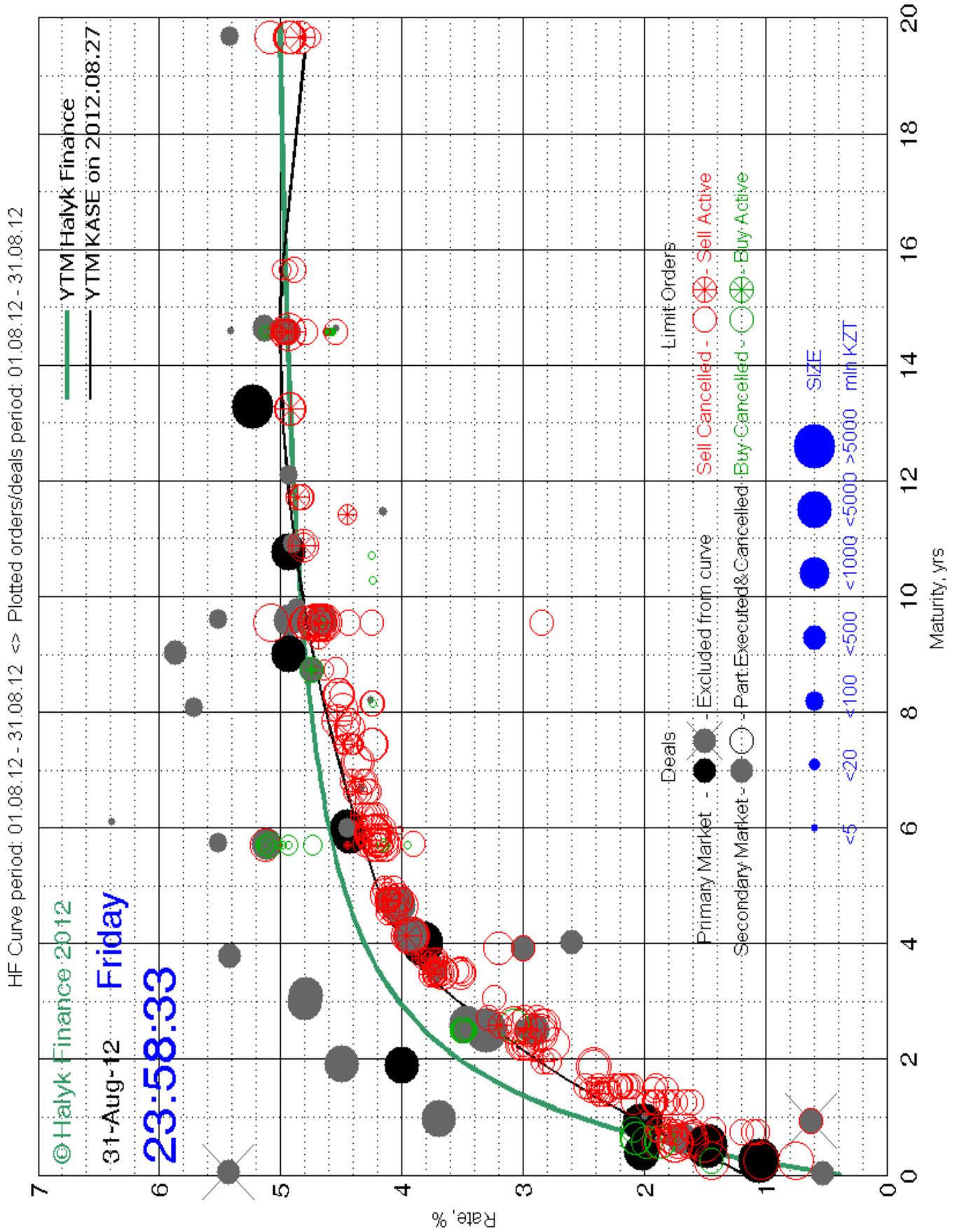
**Рис.6. ... привел к удлинению среднего срока до погашения**

Средневзвешенный срок до погашения по облигациям Минфина в обращении



Источник: Минфин РК; Расчеты: Халык Финас

Рис.7. Сделки и заявки на рынке ГЦБ в августе 2012 года



Источник: IRBIS; Расчеты: Халык Финанс

**Таблица 1. Доходности кривой ХФ, %**

Месяц	1D	1W	2W	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	8Y	9Y
Январь 2011	0.72	0.74	0.76	0.74	0.96	1.26	1.84	2.82	3.54	4.06	4.42	4.88	5.03	5.15
Февраль 2011	0.77	0.78	0.79	0.88	1.02	1.23	1.66	2.43	3.09	3.62	4.05	4.67	4.89	5.07
Март 2011	0.64	0.65	0.67	0.68	0.84	1.04	1.43	2.15	2.77	3.30	3.76	4.50	4.79	5.03
Апрель 2011	0.54	0.56	0.58	0.63	0.82	1.08	1.58	2.39	3.03	3.54	3.95	4.54	4.76	4.94
Май 2011	0.77	0.79	0.81	0.82	1.00	1.23	1.65	2.37	2.96	3.44	3.83	4.42	4.64	4.82
Июнь 2011	0.73	0.74	0.76	0.80	0.99	1.22	1.67	2.43	3.04	3.52	3.91	4.44	4.62	4.76
Июль 2011	0.44	0.47	0.50	0.58	0.85	1.24	1.92	2.94	3.62	4.07	4.38	4.71	4.80	4.86
Август 2011	0.85	0.87	0.90	0.92	1.14	1.42	1.93	2.71	3.28	3.70	4.02	4.44	4.59	4.71
Сентябрь 2011	0.99	1.01	1.03	1.08	1.27	1.51	1.98	2.70	3.24	3.66	3.97	4.41	4.57	4.69
Октябрь 2011	1.36	1.37	1.38	1.35	1.46	1.57	1.86	2.45	3.00	3.47	3.84	4.38	4.57	4.73
Ноябрь 2011	0.83	0.85	0.86	0.90	1.06	1.24	1.62	2.26	2.78	3.21	3.58	4.12	4.33	4.51
Декабрь 2011	0.81	0.83	0.85	0.89	1.02	1.24	1.66	2.39	2.99	3.49	3.90	4.50	4.71	4.88
Январь 2012	0.86	0.88	0.91	0.90	1.10	1.38	1.88	2.70	3.35	3.85	4.23	4.72	4.87	4.96
Февраль, 2012	0.79	0.81	0.83	0.89	1.14	1.47	2.06	2.98	3.66	4.15	4.51	4.92	5.03	5.10
Март 2012	0.61	0.64	0.68	0.74	1.05	1.45	2.09	2.94	3.46	3.79	4.01	4.27	4.36	4.42
Апрель 2012	0.79	0.81	0.84	0.89	1.12	1.42	1.94	2.75	3.32	3.73	4.04	4.44	4.58	4.69
Май 2012	0.65	0.68	0.71	0.77	1.06	1.45	2.10	3.07	3.70	4.10	4.36	4.62	4.68	4.71
Июнь 2012	1.03	1.04	1.05	1.07	1.23	1.48	2.09	3.09	3.70	4.07	4.30	4.57	4.66	4.72
Июль 2012	0.76	0.78	0.81	0.88	1.12	1.45	2.02	2.87	3.45	3.85	4.14	4.51	4.63	4.72
<b>Август 2012</b>	<b>0.38</b>	<b>0.43</b>	<b>0.49</b>	<b>0.61</b>	<b>1.08</b>	<b>1.65</b>	<b>2.51</b>	<b>3.50</b>	<b>4.01</b>	<b>4.30</b>	<b>4.48</b>	<b>4.68</b>	<b>4.75</b>	<b>4.80</b>

Продолжение	10Y	11Y	12Y	13Y	14Y	15Y	16Y	17Y	18Y	19Y	20Y	Nbr.Incl	Nbr.All	SD.All
Январь 2011	5.24	5.31	5.38	5.43	5.47	5.51	5.54	5.57	5.60	5.62	5.64	112	119	0.34
Февраль 2011	5.22	5.34	5.43	5.52	5.59	5.65	5.70	5.75	5.79	5.83	5.86	194	201	0.31
Март 2011	5.25	5.43	5.58	5.72	5.84	5.94	6.03	6.10	6.17	6.23	6.28	298	318	0.68
Апрель 2011	5.09	5.21	5.32	5.41	5.48	5.55	5.61	5.66	5.70	5.74	5.77	233	242	0.71
Май 2011	4.98	5.11	5.22	5.32	5.40	5.47	5.53	5.59	5.64	5.68	5.72	217	228	1.00
Июнь 2011	4.85	4.92	4.97	5.00	5.01	5.01	5.01	4.99	4.97	4.95	4.92	230	234	0.49
Июль 2011	4.89	4.92	4.93	4.94	4.94	4.94	4.94	4.94	4.94	4.94	4.94	198	213	1.29
Август 2011	4.80	4.88	4.95	5.00	5.05	5.09	5.13	5.16	5.18	5.21	5.23	209	219	0.65
Сентябрь 2011	4.79	4.88	4.95	5.01	5.06	5.11	5.15	5.18	5.21	5.24	5.26	178	191	0.64
Октябрь 2011	4.85	4.95	5.04	5.11	5.17	5.23	5.27	5.31	5.35	5.38	5.41	133	135	0.44
Ноябрь 2011	4.66	4.79	4.90	4.99	5.07	5.14	5.21	5.26	5.31	5.35	5.39	94	99	0.35
Декабрь 2011	5.01	5.10	5.17	5.22	5.25	5.26	5.26	5.26	5.24	5.22	5.19	154	158	0.63
Январь 2012	5.02	5.05	5.05	5.03	5.00	4.96	4.91	4.85	4.79	4.72	4.65	85	92	0.47
Февраль, 2012	5.14	5.15	5.15	5.13	5.11	5.08	5.05	5.02	4.99	4.95	4.92	148	149	0.79
Март 2012	4.47	4.51	4.55	4.58	4.61	4.63	4.65	4.66	4.68	4.69	4.70	247	249	0.89
Апрель 2012	4.78	4.85	4.91	4.96	5.01	5.04	5.08	5.10	5.13	5.15	5.17	168	170	0.57
Май 2012	4.73	4.73	4.73	4.73	4.72	4.72	4.71	4.70	4.70	4.69	4.68	236	267	0.75
Июнь 2012	4.78	4.82	4.85	4.88	4.91	4.93	4.95	4.96	4.98	4.99	5.00	181	191	0.55
Июль 2012	4.80	4.86	4.92	4.96	5.00	5.03	5.06	5.08	5.10	5.12	5.14	109	111	0.29
<b>Август 2012</b>	<b>4.84</b>	<b>4.87</b>	<b>4.90</b>	<b>4.92</b>	<b>4.94</b>	<b>4.96</b>	<b>4.97</b>	<b>4.98</b>	<b>4.99</b>	<b>5.00</b>	<b>5.01</b>	<b>144</b>	<b>150</b>	<b>0.92</b>

Источник: IRBIS. Расчеты: Халык Финанс

Обозначения:

D – Дни

M – Месяцы

Y – Годы

Nbr.Incl – число сделок включенных в построение кривой Халык Финанс

Nbr.All – общее количество сделок за период

SD.All – стандартное отклонение по всем сделкам за период

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».

© 2012, все права защищены.

#### **Макроэкономика**

Сабит Хакимжанов, +7 (727) 244-6541  
[Sabitkh@halykbank.kz](mailto:Sabitkh@halykbank.kz)

Юрий Храмов, +7 (727) 244-6984  
[UryiH@halykbank.kz](mailto:UryiH@halykbank.kz)

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157  
[NurfatimaD@halykbank.kz](mailto:NurfatimaD@halykbank.kz)

#### **Финансовый сектор, долговые инструменты**

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986  
[ErulanM@halykbank.kz](mailto:ErulanM@halykbank.kz)

#### **Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### **Долевые инструменты**

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538  
[MariyamZh1@halykbank.kz](mailto:MariyamZh1@halykbank.kz)

Мирамгуль Маралова, +7 (727) 244-6538  
[MiramgulM@halykbank.kz](mailto:MiramgulM@halykbank.kz)

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

#### **Bloomberg**

HLFN <GO>