

Падение спроса на госдолг в ожидании пруденциальных послаблений

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

10 октября 2012

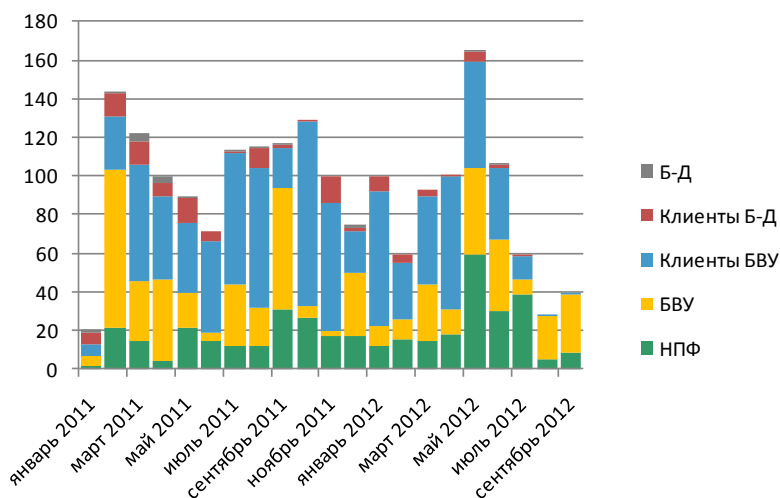
В сентябре ставки продолжили рост, начавшийся в августе. Наибольшее повышение доходностей произошло на средних сроках, вплоть до 60 б.п. по сравнению с августом. Рост ставок был в основном связан со снижением спроса на ГЦБ со стороны пенсионных фондов в ожидании регуляторных изменений.

Снижение спроса

До конца текущего месяца ожидается, что вступит в действие Постановление Правительства по проекту Национального Банка по либерализации пруденциальных требований для пенсионных фондов. В частности, предполагается повышение лимита инвестирования в драгоценные металлы, в казахстанские и иностранные корпоративные бумаги, снижение требований к их рейтингу, а также снижение коэффициента приведения до прежнего значения, что освободит капитал пенсионных фондов для более рискованных бумаг.

Мы думаем, что ожидание этих изменений стало причиной снижения спроса на ГЦБ со стороны пенсионных фондов в последние два месяца. Падение спроса на госбумаги произошло после периода стремительного роста, который начался в сентябре 2011 и длился

Рис.1. Соотношение заявок на покупку и предложения на первичных аукционах средне- и долгосрочных ГЦБ с фиксированным купоном, %



практически до лета 2012 года. За это время доля госбумаг в пенсионных активах выросла с 42,2% до 50,0%. Этот рост был вызван вначале ожиданиями ужесточения регуляторных требований, а затем и фактическим ужесточением, произошедшим в январе 2012 года. Тогда коэффициент приведения, который используется для расчета взвешенных по риску активов, был повышен в 2,5 раза. Это резко увеличило разрыв в отдаче на собственный капитал от инвестиций в рискованные и безрисковые активы, то есть, госдолг (Рис.1).

Расчеты: Халык Финанс

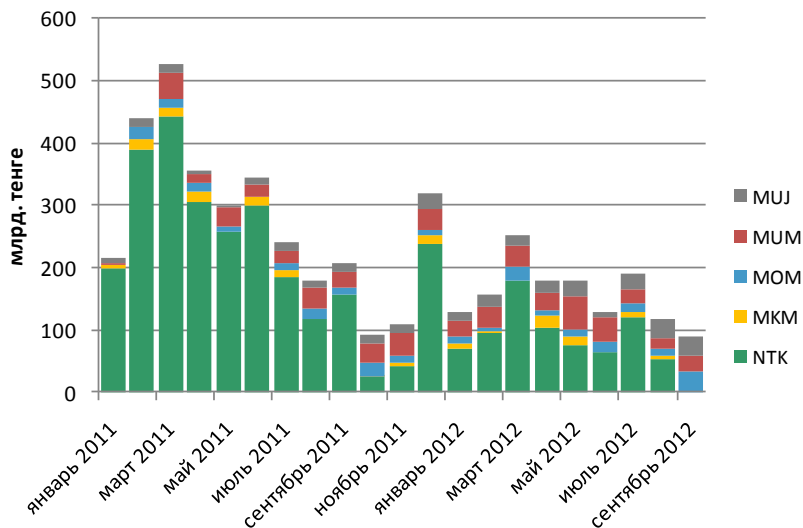
Теперь, когда ожидается снижение коэффициента приведения до уровня 2011 года, ситуация повторяется с точностью до наоборот. Спрос пенсионных фондов на ГЦБ предсказуемо снижается. Однако, в этот раз, ребалансировка, по нашему мнению, займет больше времени, чем при повышении коэффициента приведения, и приведет к росту ставок выше уровня, который наблюдался до начала регуляторных экспериментов. Даже если пенсионные фонды не будут участвовать в аукционах, потребуется не менее шести месяцев, прежде чем доля госбумаг в портфеле пенсионных фондов снизится до уровня 40%. Мы предполагаем, что в интересах пенсионных фондов не ускорять процесс ребалансировки путем продажи бумаг на рынке, так как это приведет к инвестиционным потерям. Однако мы считаем, что такие потери будут краткосрочными и не приведут к потерям капитала для управляющих компаний.

Снижение спроса на ГЦБ также наблюдается у банков второго уровня, испытывающих в последнее время [сокращение ликвидности](#) в связи с ростом кредитования в тенге. Предпочтение банков выдавать (или рефинансировать) кредиты в тенге также связано, по нашему мнению, с регуляторными требованиями, в данном случае по нормам провизирования займов, выдаваемых в валюте.

Рост доходности при размещении

В сентябре было размещено девять выпусков среднесрочных и долгосрочных бумаг Минфина на Т90 млрд (-23% м/м), из которых Т30 млрд пришлось на индексированные по инфляции бумаги серии МЕУЖКАМ. Национальный банк размещений нот не производил. В условиях низкого спроса средний спрос в сентябре составил 40,66% от предложения (Рис 1). В результате произошло повышение доходности размещения бумаг с фиксированным купоном.

Рис.2. Объемы размещения ГЦБ (номинал в млрд. тенге)



Источник: IRBIS; Расчеты Халык Финанс

На последнем аукционе месяца (28 сентября) была размещена 4-летняя MUM084_0007 по рекордной доходности YTM 5,91% (+151 б.п. от кривой) и при спросе 85,7% (Рис.1). На вторичном рынке было проторговано Т14,5 млрд. Наибольший объем (Т5,33 млрд.) пришелся на 5-летнюю MOM060_0044 при средней доходности YTM 5,49%. Во второй половине месяца объемы торгов на вторичном рынке заметно упали. Заметим, что в августе рост кривой был вызван, в основном, сделками на вторичном рынке.

Рынок МЕУЖКАМ

В 2012 году резко выросла доля МЕУЖКАМ в обращаемом долге, с 17% в начале 2011 года до 26% в конце 1П2012 и 28% в конце 3-го квартала 2012. Это произошло как за счет роста размещений МЕУЖКАМ, так и за счет падения размещений других бумаг, в основном нот

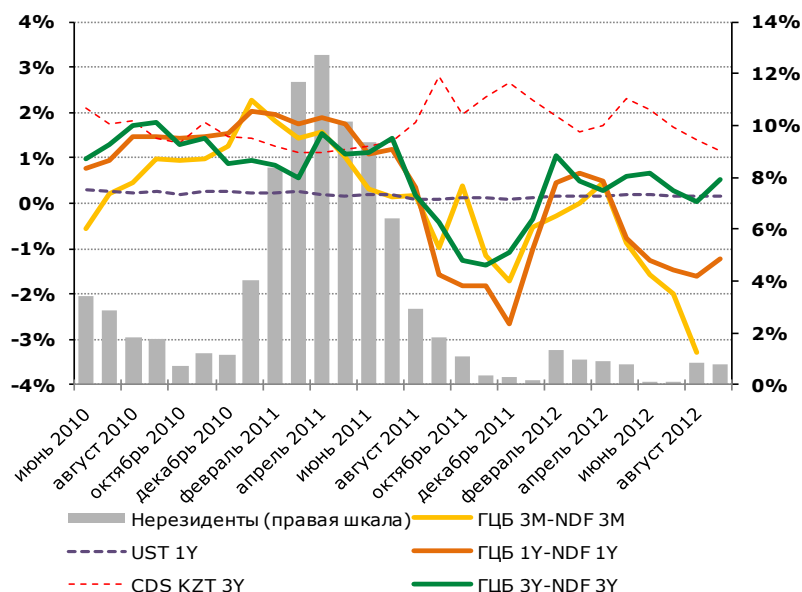
НБК. В результате, на последних двух аукционах было размещено 200% от запланированных объемов МЕУЖКАМ, хотя в первой половине года в среднем размещалось 110% от плана. Смещение предложения в сторону МЕУЖКАМов по нашему мнению связано не только с ростом долгосрочных ставок, но и со снижением инфляции. При том, что спред к инфляции в момент размещения остался неизменным на уровне 0,01 процентных пункта, инфляция упала с более чем 7% в конце 2011 года до менее чем 5% летом 2012. Если предположить, что инфляция сохранится на нынешнем уровне, то Минфин может получать более дешевые заемные средства, выпуская МЕУЖКАМ, а не бумаги с фиксированной доходностью. Мы полагаем, что при сохранении низкой инфляции доля МЕУЖКАМ в размещении снижаться не будет, а, возможно, даже вырастет. Наше мнение основано на том, что спрос на МЕУЖКАМ со стороны пенсионных фондов по-прежнему намного превышает предложение. Мы также ожидаем, что спрос на МЕУЖКАМ сохранится умеренно высоким. Даже в нынешних условиях, когда премия к инфляции по размещаемым МЕУЖКАМ (1 бп) оказалась ниже реальных среднесрочных ставок (около 100бп), рассчитанных как разница между ставками размещения среднесрочных бумаг и годовой инфляцией, спрос намного превышает предложение. Если же инфляция снова вырастет до 6%, что мы считаем вполне более вероятным в течение следующего года, то МЕУЖКАМ однозначно останутся более предпочтительным инструментом для пенсионных фондов, чем госдолг с фиксированной доходностью.

Как сильно вырастут ставки по ГЦБ?

Общее снижение спроса будет означать, что долгосрочные ставки в период ребалансировки портфеля будут заметно выше исторического уровня 4-5%, и вероятно выше недавно достигнутого уровня в 6%, но сомневаемся, что ставки превысят 7,0%.

Дальнейший рост ставок будет сдерживаться несколькими факторами. Наиболее решающим фактором будет реакция предложения. Минфин уже значительно ограничил заимствования, установив доходность на последних аукционах на уровне 6%, но, по нашему мнению, Минфин еще далеко не исчерпал возможностей финансирования дефицита без повышения долгосрочных ставок. Мы полагаем, что Минфин постарается использовать эти возможности, прежде чем повышать ставки. В частности, Минфин может увеличить предложение

Рис.3. Доля нерезидентов среди держателей ГЦБ и составная доходность ГЦБ в долларах США



Источник: IRBIS; Расчеты Халык Финанс

краткосрочных бумаг, где рост ставок не будет иметь долгосрочных последствий для бюджета, и индексированных бумаг.

По нашему мнению, спрос на индексированные бумаги со стороны пенсионных фондов все еще остается неудовлетворенным. Это позволит Минфину получить по ним финансирование, обслуживание которого окажется более дешевым, чем бумаг с фиксированной доходностью. Риск того, что индексированный долг окажется более дорогим, на самом деле,

невелик. Если инфляция окажется высокой, то повышается вероятность бюджетных выплат в пользу вкладчиков пенсионных фондов по гарантиям обеспечения минимальной доходности не ниже инфляции. А так как индексированный долг размещается только среди пенсионных фондов, то и чистые потери бюджета будут минимальными.

Вторым фактором сдерживания ставок может стать эффект замещения госдолга корпоративными бумагами. При дальнейшем повышении ставок по госдолгу начнет снижаться спрос на корпоративные бумаги, что может привести к их частичному замещению госдолгом, тем самым сдерживая рост доходностей ГЦБ.

Еще одним каналом сдерживания роста ставок может стать спрос со стороны международных инвесторов. До сих пор интерес к госдолгу Казахстана проявляли спекулятивные инвесторы, делая ставку на усиление тенге (Рис.3). Судя по сравнительно высоким ставкам по форвардному обменному курсу, спрос нерезидентов на краткосрочные бумаги маловероятен. Однако нельзя исключить появление спроса на долгосрочные бумаги среди наиболее оппортунистических долгосрочных инвесторов, не ограниченных регуляторными требованиями. Этот сегмент рынка может начать проявлять интерес даже при нынешнем уровне ставок (Рис.3).

Рис. 3. Сделки и заявки на рынке ГЦБ в сентябре 2012 года

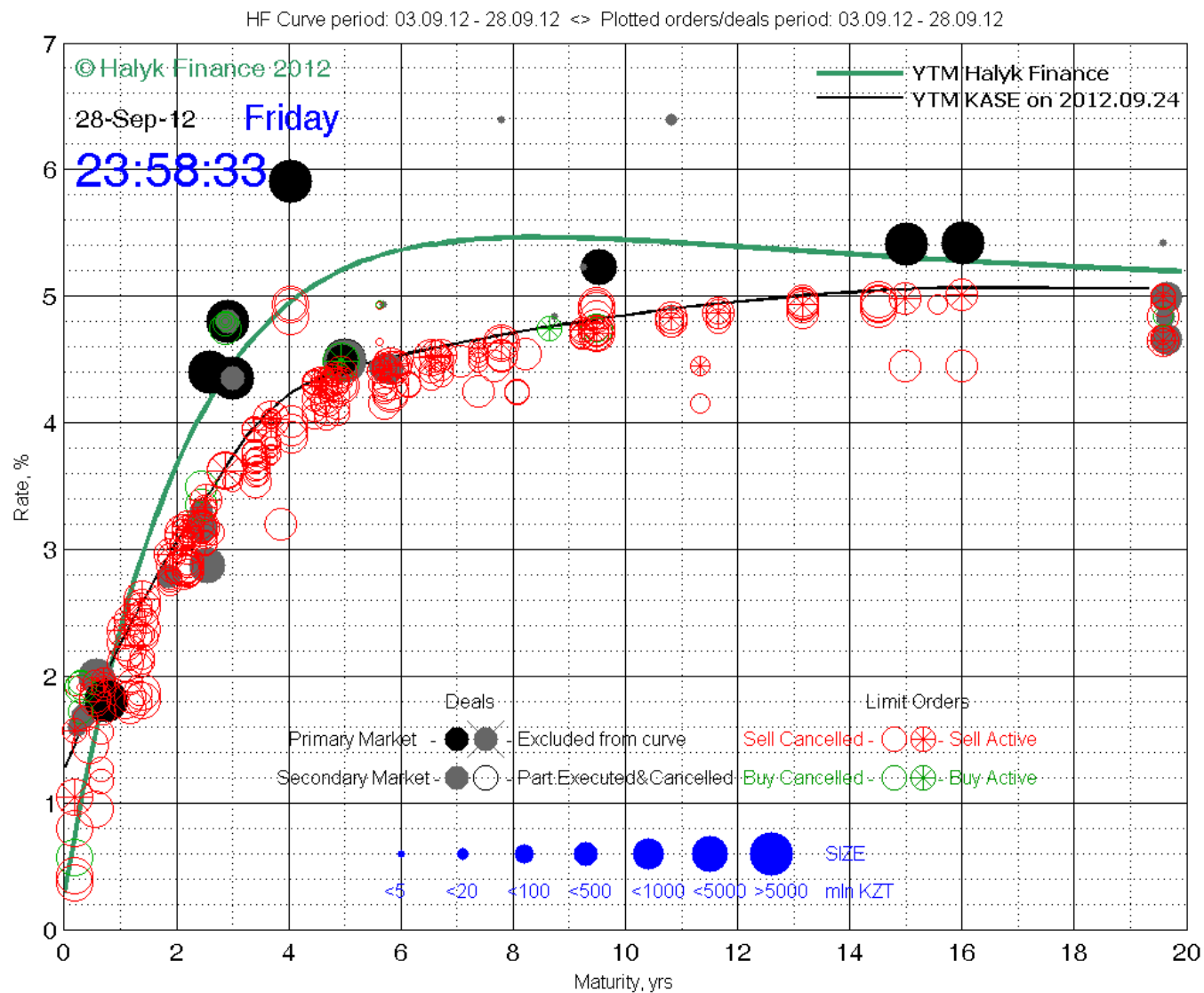


Таблица 1. Доходности кривой ХФ, %

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
Август 2012	0.38	0.43	0.49	0.61	1.08	1.65	2.51	3.50	4.01	4.30	4.48	4.68	4.75	4.80
Сентябрь 2012	0.83	0.87	0.90	0.99	1.31	1.73	2.50	3.60	4.31	4.77	5.05	5.31	5.35	5.37

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
Август 2012	4.84	4.87	4.90	4.92	4.94	4.96	4.97	4.98	4.99	5.00	5.01	144	150	0.92
Сентябрь 2012	5.36	5.34	5.32	5.29	5.26	5.23	5.20	5.18	5.15	5.13	5.11	108	108	0.78

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

Юрий Храмцов, +7 (727) 244-6984
UryiH@halykbank.kz

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

Финансовый сектор, долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
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

Долевые инструменты

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

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

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

Bloomberg

HLFN <GO>