

Ставки и наклон кривой продолжают расти рынок ГЦБ в ноябре 2012

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

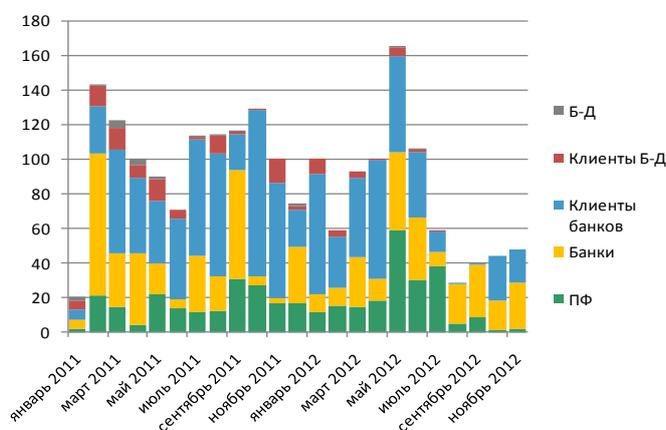
7 декабря 2012

В ноябре доходность ГЦБ продолжала расти, в основном на сроках до погашения от 6 до 13 лет. Рост ставок, как и в предыдущие месяцы, был связан с по-прежнему низким спросом со стороны пенсионных фондов, а также с ростом ставок NDF и дефицитом ликвидности, усилившимся во время ноябрьской «налоговой недели».

Минфин сопротивляется повышению ставок

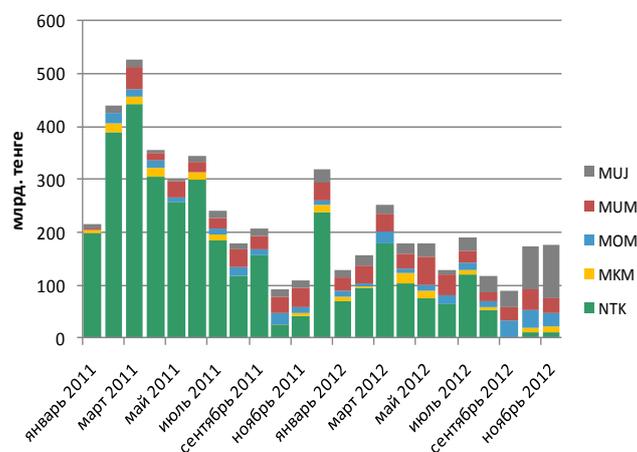
В ноябре, на 23-х аукционах было размещено тринадцать выпусков бумаг Минфина на Т163,9 млрд (+0,9% м/м). Семь аукционов были объявлены несостоявшимися – рекордное число – из-за снижения спроса, который проявился не только в объеме заявок, но в неприемлемо высоких для Минфина доходностях в заявках участников. Сопротивление Минфина, похоже, сигнализирует о том, что доходности приблизились вплотную к предельно допустимому для эмитента уровню и заявки по более высоким доходностям будут не более успешными, чем в прошедшем месяце.

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



Расчеты: Халык Финанс

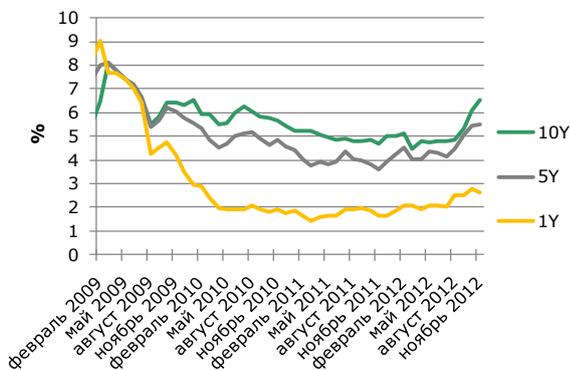
Рис.2. Объемы размещения ГЦБ (номинал в млрд. тенге)



Источник: АФН; Расчеты Халык Финанс

НБК разместил один выпуск трехмесячных нот на Т12,3 млрд. Объем нот НБК в обращении снизился на 19% м/м и на 51% с начала года. Мы это объясняем и без того достаточно напряженным состоянием на рынке ликвидности и, соответственно, отсутствием необходимости ее стерилизации. Однако, не следует снимать со счетов возможность появления этой необходимости, особенно, если давление на курс усилится.

Рис. 3. Динамика ставок ГЦБ



Расчеты Халык Финанс

На вторичном рынке было проторговано Т16,3 млрд (-51% м/м, без учета сделок OTC) по 29 бумагам. Сохраняется интерес к индексированным по инфляции бумагам МЕУЖКАМ, объем торгов на вторичном рынке которых составил Т647,3 млн (-34% м/м).

Рост ставок на денежном рынке

В конце ноября, в период «налоговой недели», наблюдалось повышение ставок на рынке межбанковских депозитов и РЕПО. Недостаток ликвидности ощущался и после завершения периода налоговых выплат. Коррекционное укрепление тенге во время налоговой недели было временным; уже в конце ноября началось ослабление курса, несмотря на высокие ставки на денежном рынке. Тенденция на ослабление Тенге, как на форвардах, так и на споте, по нашему мнению связана с рядом факторов. Среди факторов внутреннего характера выделим рост спроса на валюту для погашения валютных займов, которые банки рефинансировали в Тенге в ответ на введение регулятором обязательного провизирования валютных займов заемщикам, не имеющих валютной выручки. К этому добавилось падение спроса на безрисковые тенговые активы со стороны пенсионных фондов, вызванное регуляторными действиями и описанное нами в [двух предыдущих выпусках](#) (Рис.2).

Среди внешних наиболее негативным из факторов является отсутствие улучшений по текущему счету. С середины 2009 года постоянное улучшение условий торговли (рост цен на нефть и металлы) обеспечивали поддержку курса и, соответственно, благоприятные условия на рынке ликвидности.

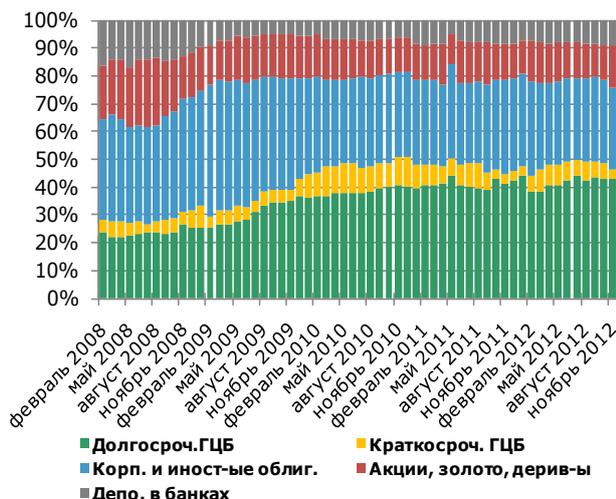
Интервенции НБК, по нашим оценкам, были сравнительно небольшими, составив за месяц \$130 млн. Однако, учитывая, что ноябрь является месяцем налоговых выплат от экспортеров, данные цифры не внушают уверенности. Форвардные ставки на тенге превысили уровни 3-летних максимумов, что по нашему мнению, отражает ожидания дальнейшего ослабления (Рис.3).

Среди размещенных бумаг Минфина, Т100 млрд пришлось на индексированные по инфляции МЕУЖКАМ. Это рекордное месячное размещение бумаг этого типа (серый столбец на Рис. 2, закодированный как МУЖ). (О причинах и последствиях роста популярности индексированных бумаг далее).

Спрос на среднесрочные и долгосрочные ГЦБ с фиксированным купоном составил 47,6% от предложения (Рис.1).

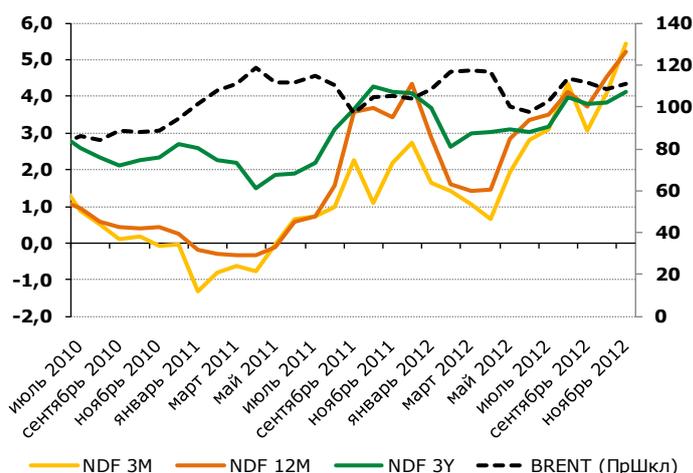
Основной спрос на первичном рынке формировали банки и их клиенты.

Рис. 2. Структура совокупного портфеля НПФ



Источник: АФН; Расчеты Халык Финанс

Рис.3. Ставки NDF KZT (%) и цена нефти BRENT (\$/bbl)



Источник: Bloomberg

Сроки заимствования удлиняются за счет МЕУЖКАМов

Минфин продолжает удлинение средневзвешенного срока заимствования, в основном за счет индексированных по инфляции бумаг. Годовая инфляция все еще [остаётся на низком уровне](#) (в ноябре 5,6% г/г), ниже 6%-ного целевого порога НБК, благодаря дисинфляции в начале года. Как мы и [предполагали](#) ранее, инфляционные бумаги стали для Минфина наиболее дешевым и предпочтительным способом финансирования бюджета, который снижает бюджетные риски для эмитента и регуляторные риски для пенсионных фондов. Снижение бюджетных рисков связано с тем, что бюджет обязан компенсировать разницу между доходностью пенсионного вклада и инфляцией. Так как рынок МЕУЖКАМ ограничен только пенсионными фондами, Минфин получает способ долгосрочного финансирования бюджета по нулевой процентной ставке. В случае падения реальных ставок ниже нуля, либо за счет роста инфляции, либо из-за падения долгосрочных ставок ниже 5%, потери для бюджета будут компенсироваться снижением обязательств перед вкладчиками пенсионных фондов. В случае роста реальных ставок, что по нашему мнению менее вероятно, но также не исключается, бюджет выигрывает за счет более выгодного размещения по нулевым реальным процентным ставкам. А интерес пенсионных фондов к МЕУЖКАМ вполне очевиден после трех лет отрицательных реальных ставок и в ожидании дальнейшего ускорения инфляции, которая в настоящее время (5,6% за 12 месяцев) остается ниже нижней границы коридора (6,0-8,0%).

По нашему мнению, именно поэтому Минфин увеличивает долю МЕУЖКАМ в обращении рекордными темпами. Заметим, что инфляция по сезонно-скорректированным данным уже который месяц [остаётся на уровне 8%](#), что должно отразиться на росте годовой инфляции и купонах по МЕУЖКАМ уже в первом квартале следующего года. В этом случае Минфин, если его решения по выбору инструментов формируются на основании исторической инфляции, переместит предложение в сторону более кратко- и среднесрочных бумаг с фиксированным купоном.

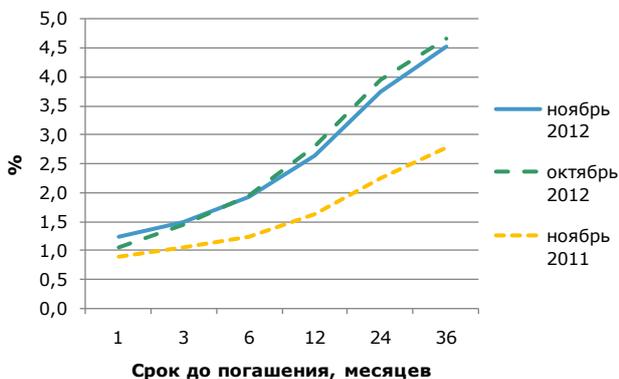
Возможность внешнего заимствования

В конце ноября S&P подтвердило, а Fitch повысило суверенный рейтинг Казахстана до BBB+. На фоне успешного [размещения еврооблигаций БРК](#), действия рейтинговых агентств повышают вероятность того, что Минфин решится к выпуску суверенных еврооблигаций или облигаций Сукук в краткосрочной перспективе. Этому способствует также высокие ставки на внутренние облигации, которые отрицательно влияют на эффективность выпуска обязательств в тенге для финансирования бюджета. Частичное замещение госдолга еврооблигациями или облигациями Сукук, также позволит Минфину снизить предложение на внутреннем рынке ГЦБ, что будет способствовать снижению стоимости заимствования.

С другой стороны, вывод российских рублевых ОФЗ на международный рынок через Euroclear с января 2013 г., а также организация интегрированного валютного рынка отдельных стран СНГ, решение по которому возможно будет принято в ближайшее время, может способствовать дополнительному интересу к тенговым облигациям со стороны нерезидентов. Его уровень будет усиливаться со снижением ставок NDF. За счет этого дополнительного спроса Минфин также может продолжить недорогое тенговое заимствование за счет выпуска среднесрочных бумаг.

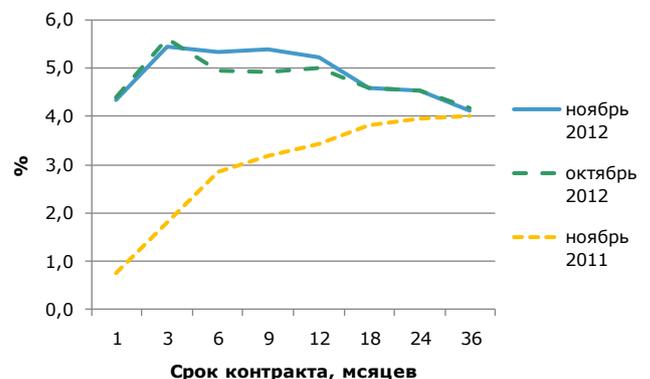
Снизятся ли ставки в 2013 году? Это в основном будет зависеть от того, как быстро восстановится спрос пенсионных фондов на ГЦБ. Мы ожидаем, что это произойдет в первом полугодии 2013 года. Так или иначе, Минфин уже дает сигналы о своей неготовности повышать долгосрочные ставки в ближайшей перспективе, что будет одним из факторов стабилизации доходности ГЦБ. В то же время, наши ожидания о том, что спрос нерезидентов на ГЦБ будет сдерживать рост ставок пока не оправдываются: центральный депозитарий все еще не опубликовал данных по держанию ГЦБ за ноябрь.

Рис. 4. Изменение краткосрочных ставок по ГЦБ



Расчеты Халык Финанс

Рис.5. Изменение ставок NDF на тенге



Источник: Bloomberg

Рис. 8. Сделки за ноябрь и активные заявки на рынке ГЦБ на 30 ноября 2012 года

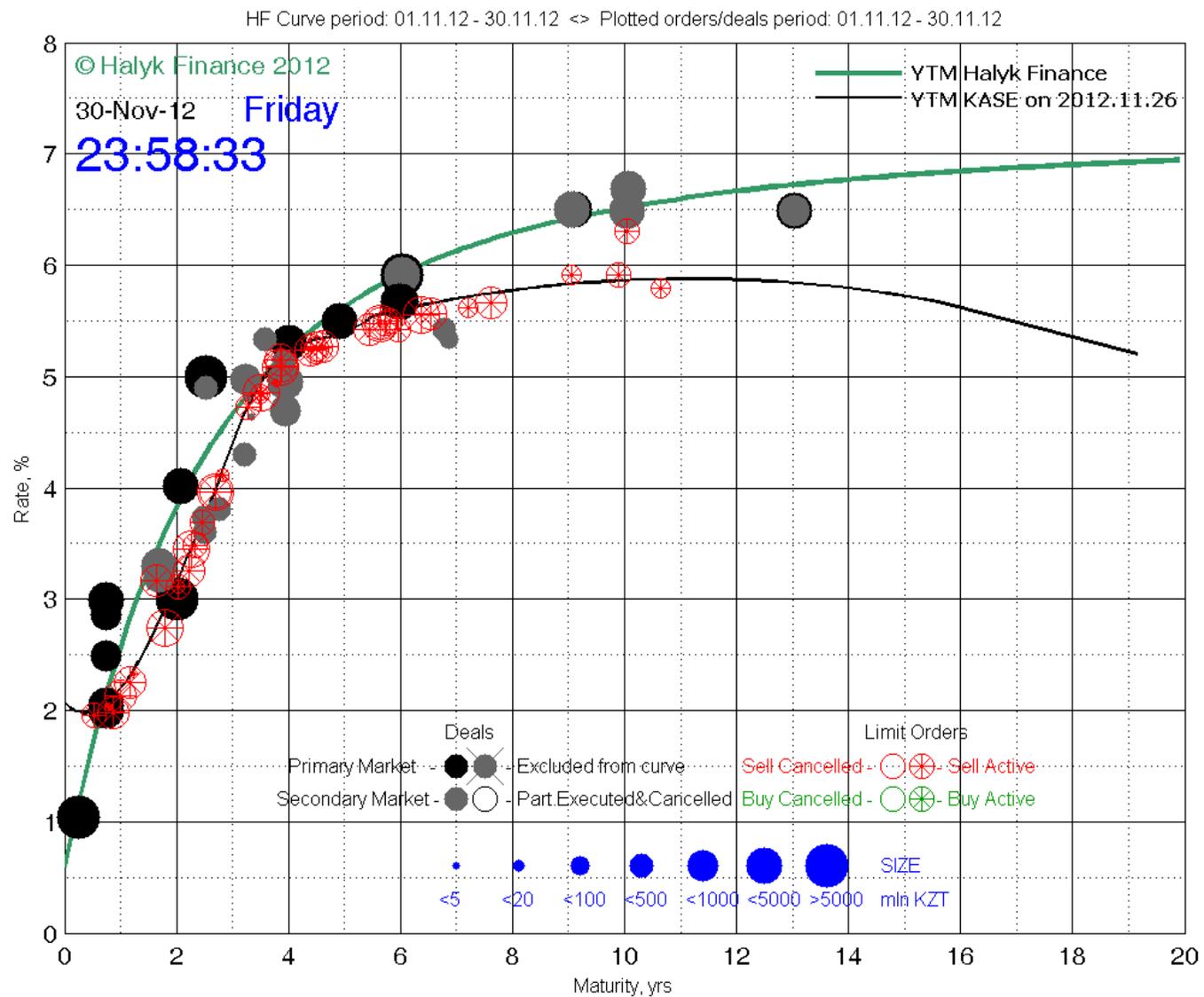


Таблица 1. Доходности кривой ХФ, %

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
октябрь 2012	1.02	1.05	1.02	1.06	1.45	1.95	2.79	3.95	4.66	5.13	5.44	5.82	5.95	6.04
ноябрь 2012	1.10	1.13	1.16	1.24	1.49	1.93	2.65	3.75	4.53	5.10	5.52	6.07	6.26	6.41

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
октябрь 2012	6.12	6.18	6.23	6.27	6.31	6.34	6.37	6.39	6.41	6.43	6.44	191	210	0.74
ноябрь 2012	6.53	6.63	6.71	6.78	6.83	6.88	6.92	6.96	6.99	7.02	7.05	139	139	0.32

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

Мадина Курмангалиева, +7 (727) 244-6984
MadinaK2@halykbank.kz

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

Долговые инструменты

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

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
SabinaA@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
MaryamZh1@halykbank.kz

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

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

Bloomberg

HLFN <GO>