

7 июля 2020 г.

Вследствие улучшения внешнеэкономической конъюнктуры и стабилизации ситуации на денежном рынке в последние месяцы наблюдается устойчивая понижательная динамика по ставкам в тенге. Мы полагаем, что в результате замедления инфляции и инфляционных ожиданий во второй половине текущего года снижение ставок продолжится. Мы ожидаем понижения базовой ставки Нацбанка до 9% к концу текущего года и рекомендуем покупать тенговые облигации Минфина со сроком обращения 3-5 лет.

### Снижение инфляционных ожиданий позволяет Нацбанку смягчить денежную политику

В результате возвращения цен на нефть к значениям выше \$40 за баррель, тенге значительно окреп и консолидируется на уровне 405–410 тенге за 1 доллар. Укрепление тенге значительно снижает давление на инфляцию и стабилизирует инфляционные ожидания. После роста в апреле до 0.9% м/м, в мае инфляция резко замедлилась до 0.5% м/м, а в июне еще больше ослабла – до 0.4% м/м. В начале июня НБРК оставил базовую ставку без изменения на уровне 9.5%, однако заявил о снижении ожиданий по инфляции с 9-11% до 8%-8.5%.

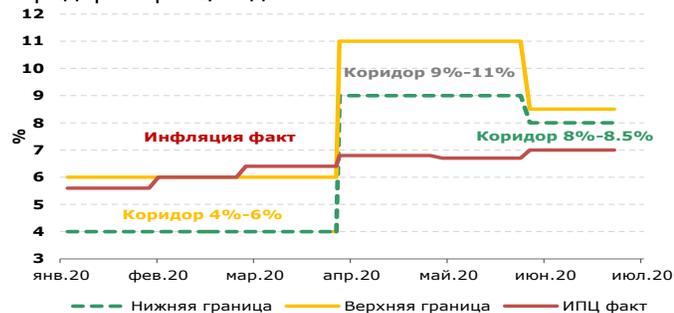
Мы считаем, что во второй половине текущего года произойдет постепенное ослабление тенге по отношению к доллару, что может усилить давление на инфляцию. Однако влияние на инфляцию будет сдержанным вследствие продолжающегося экономического спада. Также заметное стабилизирующее влияние на инфляцию окажет укрепление тенге к рублю примерно на 5% с начала этого года, что частично компенсировало ослабление тенге к доллару. Учитывая, что импорт из РФ занимает более 30% в общем объеме импорта Казахстана, это оказывает заметное стабилизирующее влияние на цены.

Рецессия в отечественной экономике, начавшаяся во втором квартале, по нашим ожиданиям продолжится и во второй половине года. Существенное снижение экспортных доходов в результате падения цен на углеводороды и вынужденного сокращения нефтедобычи вместе со сжатием деловой и инвестиционной активности в стране приведут к снижению доходов потребителей и падению совокупного спроса, что будет существенно ограничивать инфляционное давление.

В структуре инфляции мы ожидаем существенного роста цен только на продукты питания, тогда как цены на непродовольственные товары и стоимость услуг будут расти слабо вследствие подавленного спроса и сберегательной модели поведения потребителей. Распространение удаленного формата работы понизит спрос на аренду, транспортные услуги и многие виды других услуг. По нашему мнению, во второй половине года среднемесячная инфляция будет находиться в пределах 0.5% с перспективой снижения в 2021 году. По итогам текущего года мы ожидаем инфляцию на уровне 7.3%, что ниже прогнозируемых Нацбанком 8-8.5%.

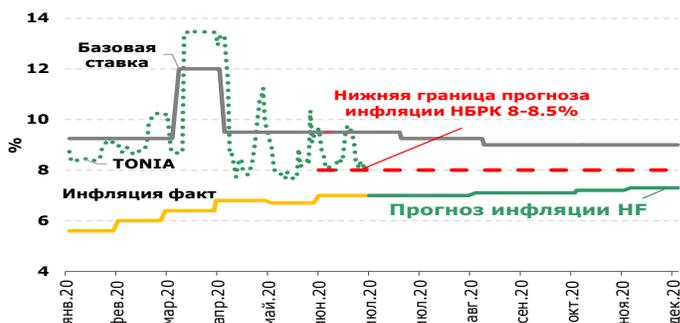
Более сдержанное изменение инфляции, временный характер ее ускорения, а также необходимость стимулирования экономики посредством денежного канала, на наш взгляд, побудят Нацбанк к постепенному снижению базовой ставки. В результате, мы ожидаем, что базовая ставка будет снижена до 9% к концу текущего года.

Рисунок 1. В июне НБРК снизил и сузил прогнозный коридор инфляции до 8-8.5%



Источник: НБРК, КФБ, КС МНЭ, Halyk Finance

Рисунок 2. Прогноз инфляции HF: 7.3% в 2020 г.



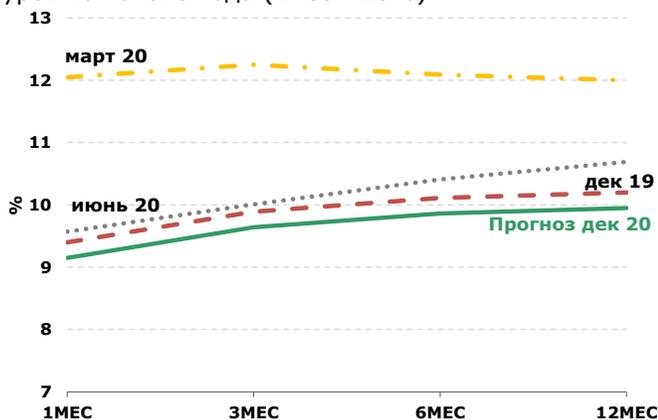
Источник: НБРК, КФБ, КС МНЭ, Halyk Finance

## Ставки по государственным ценным бумагам – сравнение нот Нацбанка и облигаций Минфина

Важным бенчмарком на казахстанском денежном рынке выступают ноты Нацбанка, которые используются НБРК для реализации своих решений в сфере денежной политики. Наиболее репрезентативными являются 1-месячные ноты со сроком обращения 28 дней, аукционы по которым проводятся один раз в неделю. Ставки по этим нотам в последнее время достаточно быстро снижаются после подъема в марте, последовавшего за повышением базовой ставки. К примеру, в марте ставки по месячным нотам находились на уровне 12.1%, но уже в начале апреля снизились до 10.6%, а на конец июня приблизились к отметке 9.6%. Ставки по более длинным нотам Нацбанка также снизились, хотя и менее значительно. Так, ставки по 6-месячным нотам снизились с 12.1% до 10.4%, а по 12-месячным нотам – с 12% до 10.7%. В результате, спрэд между 1М нотами и 12М нотами расширился с 0.2пп. в начале этого года до текущих 1.1пп.

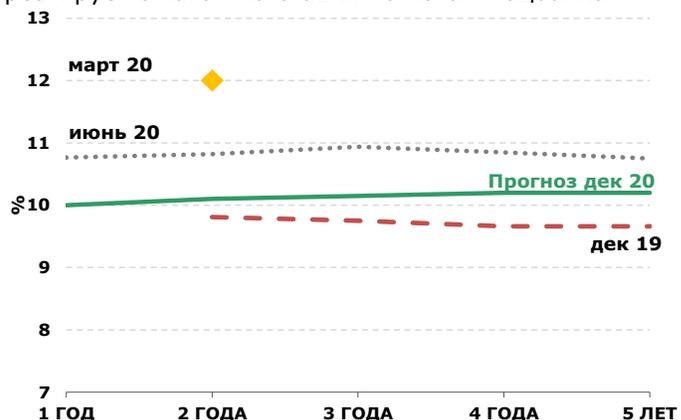
Доходности по облигациям Минфина также среагировали на изменение ставок на денежном рынке, хотя и с некоторым лагом к более коротким нотам НБРК. В частности, доходность 2-летних облигаций Минфина при размещении в марте составляла 12%, в апреле 11%, но уже в июне доходность при размещении для бумаг с идентичным сроком обращения снизилась до 10.8%.

Рисунок 3. Кривая доходности нот НБРК сместилась к уровню начала года (1мес <10%)



Источник: КФБ, НБРК (Кривая доходности при размещении)

Рисунок 4. Кривая доходностей облигаций Минфина реагирует с лагом на ставки по нотам Нацбанка



Источник: КФБ (Кривая доходности при размещении) \* в марте размещены 2-летние облигации, на вторичном рынке сделок с 1-5-летними бумагами не осуществлялось

## Объемы нот Нацбанка в обращении сокращаются, а облигаций Минфина - увеличиваются

За 6 месяцев текущего года совокупный объем нот Нацбанка в обращении снизился с Т4 трлн до Т3.3 трлн. Это связано с тем, что был уменьшен объем нот, эмитируемых Нацбанком более чем на 40% в сравнении с аналогичным периодом 2019 г. При этом однако произошло увеличение объемов выпуска облигаций Минфина.

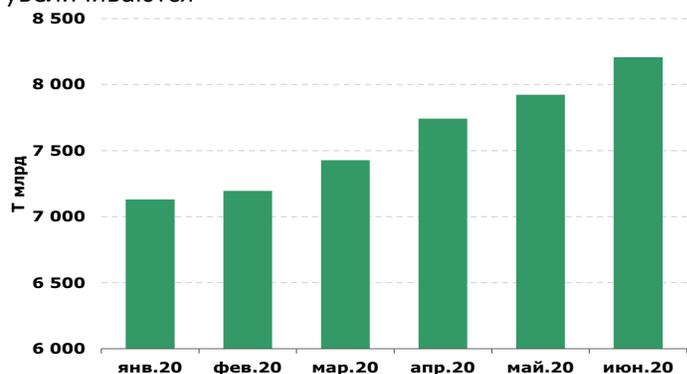
Объем обязательств Минфина в обращении увеличился с Т7.1 трлн в начале года до Т8.2 трлн на начало июля. Таким образом, произошла определенная перебалансировка эмиссии государственных ценных бумаг с нот Нацбанка в сторону облигаций Минфина. Рост обязательств Минфина в текущем году выглядит вполне логичным и происходит вследствие увеличения дефицита госбюджета с Т1.3 трлн в 2019 году до Т2.4 трлн в этом году. При этом очевиден сдвиг спроса от нот Нацбанка в пользу облигаций Минфина, предлагающих более высокую доходность.

Рисунок 5. Краткосрочные Ноты НБРК в обращении снижаются ...



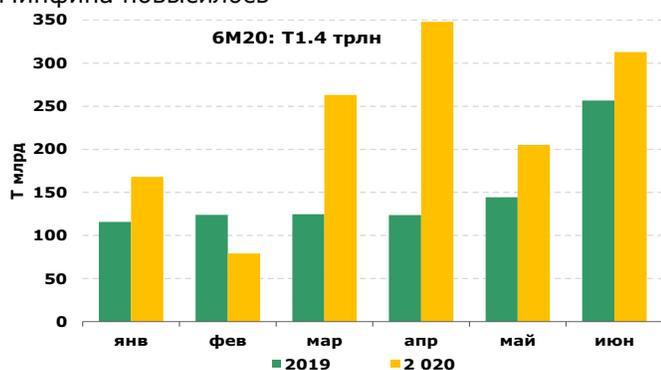
Источник: НБРК, КФБ \*июнь - оценка HF

Рисунок 6. ... ЦБ Минфина РК в обращении увеличиваются



Источник: НБРК, КФБ \*июнь - оценка HF

Рисунок 7. Первичное размещение облигаций Минфина повысилось



Источник: НБРК \*июнь - оценка HF

В результате увеличения потребности в финансировании, за 1 полугодие 2020 года размещения Минфина выросли на 55% в сравнении с аналогичным периодом 2019 года. За январь-июнь Минфин привлек на рынке посредством облигаций примерно T1.4 трлн. В начале года объемы привлечения средств были достаточно небольшими, но уже в марте они превысили T250 млрд, в апреле приблизились к T350 млрд, а в мае их объем снизился до T205 млрд. По нашей оценке, в июне Минфин привлек T313 млрд. Объем выпуска бумаг Минфина в первые 6 месяцев этого года мог бы быть существенно выше, но сказалось большое привлечение трансфертов из Нацфонда, размер которых за 5M2020 года достиг T2.5 трлн.

В своих июньских релизах Нацбанк не исключил рассмотрение вопроса смягчения денежно-кредитных условий, однако де-факто мы уже видим постепенное снижение коротких ставок, которые в июне были всего на 0.7пп выше уровня, зафиксированного в начале года. Разворачивающаяся рецессия и падение покупательной способности населения уже снизили спрос в экономике, при этом восстановление будет происходить достаточно медленно, что создает предпосылки для возникновения устойчивых дезинфляционных факторов. По нашим ожиданиям, снижение базовой ставки до 9% к концу текущего года повлечет снижение ставок по нотам НБРК во второй половине года на 0.4пп-0.7пп от текущих значений. Соответственно, снижение краткосрочных ставок повлечет за собой падение ставок по бумагам Минфина по всей длине кривой доходностей.

Структура эмитируемых Нацбанком нот в значительной степени представлена более длинными выпусками – 6-месячные и 12-месячные ноты в общем объеме приближаются к 85%. При этом более половины объема всех нот имеет срок обращения 12-месяцев. Но уже с июля Нацбанк отказался от дальнейшего выпуска 12-месячных нот в текущем году, таким образом подталкивая инвесторов к приобретению облигаций Минфина, который планирует существенно увеличить объем предложения на рынке выпусков ценных бумаг со сроком обращения от 1 года до 3 лет.

### Мы рекомендуем покупать облигации Минфина со сроком обращения 3-5 лет

Несмотря на некоторое снижение, мы считаем, что ставки по ГЦБ остаются привлекательными для инвестирования, особенно по облигациям Минфина. Наиболее интересными нам представляются бумаги со сроком обращения 3-5 лет. Ставки по облигациям Минфина на этом отрезке кривой находятся на наиболее высоком уровне (10.8-10.9%), при этом ликвидность на вторичном рынке по данным облигациям достаточно высокая – чуть ниже, чем по более коротким инструментам (1-2 года), но существенно выше, чем по длинным инструментам (7-15 лет).

© 2020 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».

© 2020, все права защищены.

#### **Департамент исследований**

Станислав Чуев  
Асан Курманбеков  
Дмитрий Шейкин  
Жансая Кантаева  
Мадина Метеркулова  
Владислав Бенберин

Директор  
Макроэкономика  
Макроэкономика  
Долговые инструменты  
Долевые инструменты  
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)  
[zh.kantayeva@halykfinance.kz](mailto:zh.kantayeva@halykfinance.kz)  
[m.meterkulova@halykfinance.kz](mailto:m.meterkulova@halykfinance.kz)  
[v.benberin@halykfinance.kz](mailto:v.benberin@halykfinance.kz)

#### **Департамент продаж**

Мария Пан  
Айжана Молдахметова  
Асель Байжанова  
Жанна Нуралина  
Шынар Жаканова  
Алия Абдумажитова  
Алия Мухаметжанова

Директор  
Институциональные инвесторы  
Институциональные инвесторы  
Розничные инвесторы  
Розничные инвесторы  
Розничные инвесторы  
Розничные инвесторы

#### **E-mail**

[m.pan@halykfinance.kz](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[a.moldakhmetova@halykfinance.kz](mailto:a.moldakhmetova@halykfinance.kz)  
[a.baizhanova@halykfinance.kz](mailto:a.baizhanova@halykfinance.kz)  
[zh.nuralina@halykfinance.kz](mailto:zh.nuralina@halykfinance.kz)  
[sh.zhakanova@halykfinance.kz](mailto:sh.zhakanova@halykfinance.kz)  
[a.abdumazhitova@halykfinance.kz](mailto:a.abdumazhitova@halykfinance.kz)  
[a.mukhametzhanova@halykfinance.kz](mailto:a.mukhametzhanova@halykfinance.kz)

#### **Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 357 31 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

#### **Bloomberg**

HLFN

#### **Thomson Reuters**

Halyk Finance

#### **Factset**

Halyk Finance

#### **Capital IQ**

Halyk Finance