

Долговой рынок в период реформы НПФ

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

12 февраля 2013

Рост рыночной активности после новогодних праздников прервался после объявления планов по созданию Единого пенсионного фонда. Кривая доходности ГЦБ в январе почти не изменилась. Условия на рынке ликвидности значительно улучшились: ставки РЕПО и подразумеваемые ставки NDF существенно снизились.

Минфин снижает предложение

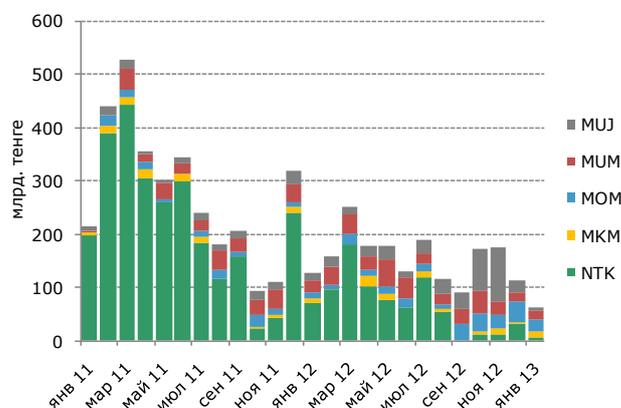
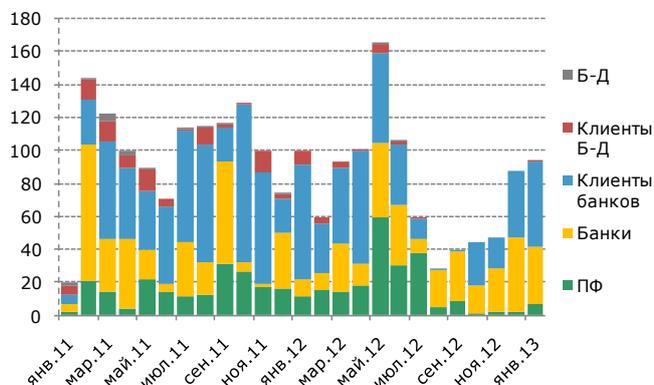
Основной спрос на первичном рынке бумаг Минфина с фиксированным купоном продолжали формировать банки и их клиенты. Высокая доля кратко- и среднесрочных бумаг в размещениях Минфина была поглощена банками и их клиентами в наиболее интересном для них сегменте. Спрос со стороны пенсионных фондов на ГЦБ с фиксированным купоном остается низким, но их спрос на единственном аукционе индексированных по инфляции бумаг (MUJ144_0002) превысил предложение в 17 раз.

С одной стороны, высокий спрос со стороны банков и их клиентов, ...

... с другой, рекордно низкое предложение Минфина.

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

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



Расчеты: Халык Финанс

Расчеты: Халык Финанс

В январе Минфина разместил шесть выпусков бумаг на T55,75 млрд (-32,5% м/м). Среди них один выпуск индексированных по инфляции

МЕУЖКАМ на Т5,27млрд (в декабре было размещено Т21,5 млрд). НБК разместил один выпуск трехмесячных нот на Т6,49 млрд.

На вторичном рынке прошли торги по 28 бумагам на сумму Т20,9млрд (+109% м/м).

Реформа НПФ и ее эффект на внутренний рынок

23 января на расширенном заседании правительства Президент объявил о слиянии всех частных НПФ и создании на их базе Единого государственного пенсионного фонда. По его мнению, такая консолидация, «управляемая Нацбанком, позволит более эффективно и безопасно распорядиться накоплениями наших граждан». После этой новости регулятор ввел жесткие ограничения на инвестиционную деятельность пенсионных фондов, очевидно, в преддверии слияния управляемых ими активов. Это резко снизило спрос основного институционального инвестора на негосударственные бумаги. Неопределенность относительно деталей процесса слияния и функционирование Единого государственного пенсионного фонда, была частично развеяна только в начале февраля. По информации заместителя премьер-министра РК Кайрата Келимбетова, создаваемый в Казахстане Единый накопительный пенсионный фонд (ЕНПФ) будет работать на базе ГНПФ. Все пенсионные накопления граждан должны быть консолидированы в ЕНПФ до 1 июля 2013 года. При этом храниться пенсионные накопления будут в НБК, который будет являться банком-кастодианом. Управление активами ЕНПФ будет осуществляться Нацбанком. Действующие НПФ будут иметь возможность продолжить свою деятельность в качестве управляющих инвестиционным портфелем или добровольного накопительного пенсионного фонда.

Предстоящее реформирование пенсионной системы, по нашему мнению, снизит активность всех участников внутреннего рынка.

Рынок корпоративных облигаций. По нашему мнению, именно корпоративный сектор в наибольшей степени ощутит на себе последствия пенсионной реформы. С одной стороны, в отсутствии текущего спроса со стороны НПФ, эмитентам придется предлагать большую доходность при размещении новых долговых бумаг, чтобы заинтересовать инвесторов вне пенсионной системы. С другой стороны, количество НПФ, которые продолжат свою деятельность в качестве управляющих инвестиционным портфелем или добровольного накопительного пенсионного фонда, будет значительно меньше одиннадцати фондов существующих сегодня. Многим фондам придется закрыться, что повлечет ликвидацию активов из их собственных портфелей. Текущий рост доходностей на рынке корпоративного долга мы связываем с началом или ожиданием этой тенденции. Она также наблюдается и на вторичном рынке ГЦБ, но в меньшей степени.

Все комментарии от официальных лиц о цели концентрирования пенсионных активов сводится к тому, что значительная доля портфеля

ЕНПФ будут инвестирована в долгосрочные инфраструктурные проекты. В этой ситуации доля корпоративного долга в едином портфеле, в лучшем случае, не будет выше дореформенных уровней совокупного портфеля НПФ.

Уже после введения ограничений на инвестиционную деятельность НПФ в январе, неудачно завершились несколько аукционов по размещению корпоративного долга. Так, по причине отсутствия встречных заявок были объявлены несостоявшимися аукционы по размещению облигаций Эксимбанк Казахстан (25 января) и Казахстан Инжиниринг (29 января). Аукцион по размещению облигаций ХимФам (28 января) был объявлен несостоявшимся с формулировкой «по причине неудовлетворительно сложившейся цены», где средневзвешенная доходность по двум поданным заявкам составила 11,9%.

Рынок ГЦБ. Как мы предполагали ранее, в январе Минфин продолжил смещать предложение в сектор кратко- и среднесрочных бумаг, где спрос стороны банков и клиентов остается высоким.

Хотя ограничение деятельности НПФ не касается сделок по ГЦБ (запрещены только продажи ГЦБ из портфелей пенсионных активов), мы не ожидаем существенного роста спроса со стороны пенсионных фондов на долгосрочные бумаги Минфина с фиксированной доходностью.

Учитывая низкие текущие потребности Минфина в финансировании бюджета через ГЦБ из-за обнулившихся в начале года лимитов трансфертов из других источников финансирования, мы ожидаем, что Минфин продолжит концентрацию предложения на краткосрочном секторе или даже полностью прекратит выпуск долгосрочных ГЦБ с фиксированным купоном. Это позволит НПФ аккумулировать средства от регулярно поступающих пенсионных взносов в краткосрочных бумагах до момента окончательного слияния фондов, когда эти короткие деньги могут быть реинвестированы согласно новой инвестиционной политике ЕНПФ. Такого рода тактика заимствования, по нашему мнению, позволит Минфину (совместно с НБК) решить ряд задач:

- а) сдерживать доходности долгосрочных бумаг в период неопределенности дальнейшей инвестиционной политики крупного института;
- б) контролировать объемами предложения и, если будет необходимо, соответствующими регуляторными предписаниями для НПФ, ставки в секторе краткосрочных бумаг, где спрос, вероятно, будет оставаться достаточно высоким;
- в) при необходимости, Минфин может рефинансировать излишний краткосрочный долг различными способами: долгосрочными бумагами, стоимость заимствования по которым при данной тактике будет снижаться, предстоящим выпуском евробондов или трансфертами из НацФонда.

Мы не ожидаем существенного эффекта на ставки ГЦБ от увеличения предложения на вторичном рынке, связанного с ликвидацией активов из

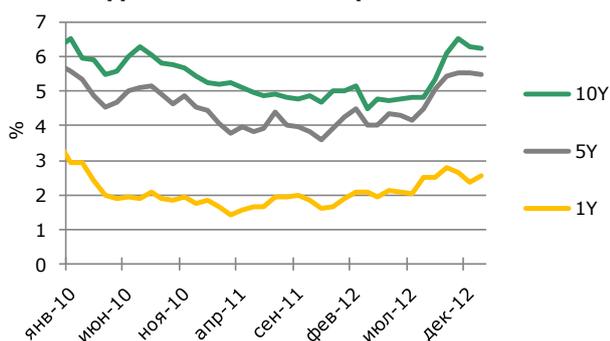
собственных портфелей закрывающихся НПФ, так как доля ГЦБ в них составляет лишь около 1,26% от всего объема ГЦБ в обращении.

На днях были опубликованы Основные направления денежно-кредитной политики РК на 2013-2015 годы. В них, в частности, говорится, что НБК будет формировать собственный портфель ГЦБ через их выкуп на вторичном рынке в долгосрочном периоде. По нашему мнению, эти новшества вводятся, с одной стороны, для дополнительного контроля ставок на рынке ГЦБ, что в определенной степени дополняет функцию трансфертов из НацФонда для финансирования бюджета. С другой, формируется «абсорбирующая подушка» для возможного сокращения доли ГЦБ в портфелях участников, в частности, портфеле ЕНПФ.

Денежный рынок. В условиях ограниченной деятельности на рынке негосударственных ценных бумаг, НПФ стали активными поставщиками краткосрочной ликвидности, улучшая условия на рынке РЕПО. Индикаторы ставок РЕПО снижались весь январь и ускорили снижение в конце месяца. Индикатор межбанковских депозитов, KazPrime 3М, за январь снизился с 4.75% до 3,92% (на 7 февраля значение снизилось до 3.5%). Высокая краткосрочная ликвидность на рынке оказала некоторое давление на тенге, который подешевел на 0,3% до 150,89 KZT/USD на спотовом рынке, а 3-х месячная подразумеваемая форвардная ставка NDF снизилась на 220 б.п. до 3,1%. В преддверии «налоговой недели» февраля, мы ожидаем небольшое укрепление тенге на валютном рынке, а также краткосрочный рост ставок на рынке РЕПО. Но серьезного ухудшения условий ликвидности мы не ожидаем, как это было, например, в августе 2012 года. В марте ставки денежного рынка, вероятно, снизятся до текущих уровней.

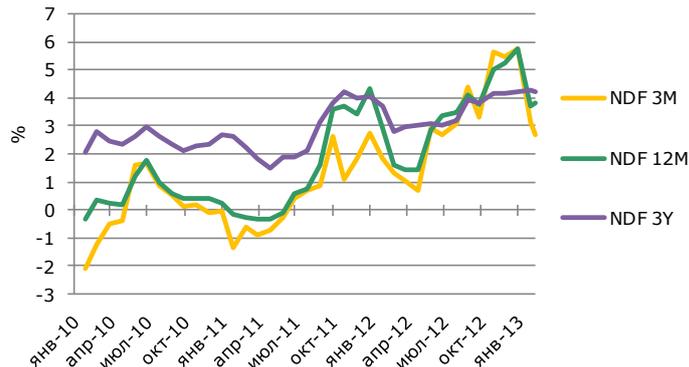
Улучшение условий на рынке ликвидности отражается на краткосрочных ставках

Рис. 3. Динамика ставок ГЦБ



Расчеты: Халык Финанс

Рис.4. Ставки NDF KZT



Источник: Bloomberg

Предстоящий выпуск еврооблигаций Минфина

Ранее, в предыдущих отчетах мы предполагали, что возросший дифференциал ставок внутреннего и внешнего заимствования может подтолкнуть правительство к решению назревшего вопроса о выпуске международных облигаций. Так, в конце января правительство озвучило

план по выпуску в 1П2013 еврооблигаций на сумму \$1млрд. Причислим причины этого решения:

- В октябре ослабление пруденциальных требований вызвало сильное падение спроса со стороны пенсионных фондов и резкий рост доходностей ГЦБ. Высокие ставки на внутреннем рынке стали отрицательно влиять на эффективность выпуска обязательств в тенге для финансирования бюджета. Минфин перевел долгосрочное заимствование преимущественно на индексированные по инфляции бумаги, предназначенные для НПФ, и разместил рекордные объемы МЕУЖКАМ в октябре и ноябре 2012 г. Но, с ростом инфляции эта категория госдолга становится дорога в обслуживании. И с ожиданием роста инфляции, что наблюдается сейчас, их объем в размещения ограничивается.
- В конце ноября S&P подтвердило, а Fitch повысило суверенный рейтинг Казахстана до BBB+. На фоне успешного размещения \$1 млрд еврооблигаций БРК, действия рейтинговых агентств повысили привлекательность внешних инвестиций в суверенный долг. Частичное замещение госдолга еврооблигациями также позволит Минфину снизить предложение на внутреннем рынке ГЦБ, что будет способствовать снижению стоимости заимствования на внутреннем рынке.
- У финансового рынка была потребность в таком инструменте. Последнюю еврооблигацию Казахстан погасил в 2007 году. Суверенные еврооблигации являются ликвидным индикатором странового риска. Его наличие позволит сделать производные от него рынки более информативными и ликвидными.

По нашему мнению, первым выпуском Еврооблигации Минфина будут среднесрочные бумаги сроком погашения 5-7 лет. Если это будут 5-летние бумаги, то можно ожидать их доходность при размещении в диапазоне 1,7-2,5% (учитывая текущих рыночные условия).

Наше мнение. Мы не видим значимых предпосылок к росту ставок. Напротив, Минфин в настоящее время не имеет затруднений в финансировании бюджета, при этом он в состоянии снизить предложение долгосрочных бумаг, как за счет снижения срока заимствования и выпуска международных облигаций, так и за счет НБК (трансферты из НацФонда, покупка ГЦБ на баланс НБК). Что касается нерезидентов, то мы не ожидаем существенного роста их доли участия в ближайшее время, в период неопределенности в экономической политике правительства РК, даже в случае существенного снижения ставок NDF. Мы также ожидаем рост корпоративных спрэдов относительно кривой ГЦБ, которая, в свою очередь, будет увеличивать свой наклон.

Рис. 8. Сделки за январь и заявки на рынке ГЦБ на 31 января 2012 года

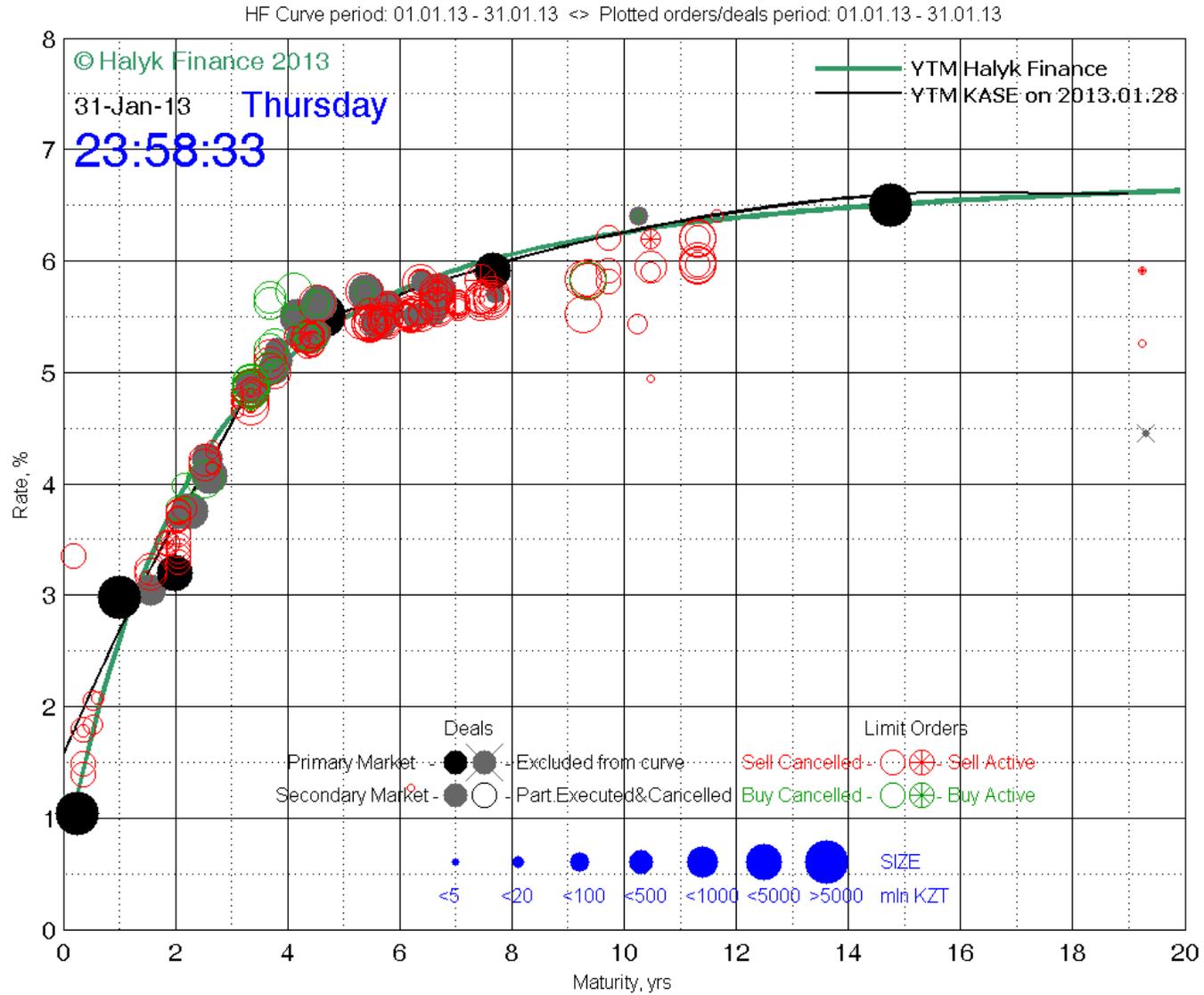


Таблица 1. Доходности кривой ХФ, %

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
Декабрь 2012	0.55	0.65	0.65	0.70	1.06	1.56	2.42	3.69	4.55	5.12	5.51	5.96	6.09	6.18
Январь 2013	0.49	0.74	0.73	0.83	1.19	1.70	2.57	3.80	4.59	5.11	5.47	5.91	6.06	6.17

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
Декабрь 2012	6.25	6.30	6.33	6.36	6.39	6.40	6.42	6.43	6.44	6.45	6.46	72	72	0.37
Январь 2013	6.25	6.33	6.38	6.43	6.47	6.51	6.54	6.57	6.59	6.61	6.63	89	92	0.47

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».

© 2013, 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
MariyamZh1@halykbank.kz

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

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

Bloomberg
HLFN <GO>