

РУБЛЕВЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ЧТО ПОЛУЧАТ ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ?

Инвестиционное резюме

Наступивший 2014 год переворачивает новую страницу в истории либерализации российского долгового рынка, начавшейся в прошлом году после запуска расчетов с ОФЗ через Euroclear / Clearstream. В январе глобальные инвесторы получают прямой доступ к рынку рублевых корпоративных бумаг совокупным объемом около 87,5 млрд долл. В результате совокупная стоимость корпоративных долговых обязательств в местной валюте, которые обращаются на развивающихся рынках и расчеты по которым можно проводить через Euroclear, возрастет на 40% (согласно недавно запущенному широкому индексу BofA Merrill Lynch).

Возможность проведения расчетов через Euroclear выльется в увеличение объема российских корпоративных долговых обязательств (внутренних и валютных), к которым у иностранных инвесторов будет прямой доступ через международные клиринговые системы, примерно на 50% до 260 млрд долл., существенно расширяя возможности в рублевом сегменте рынка.

По нашему мнению, локальные корпоративные облигации вряд ли повторят ралли, продемонстрированное ОФЗ в 4К12, когда доходность упала на 130-140 б.п. на фоне ожиданий начала расчетов через Euroclear. С начала 2014 г. аппетит инвесторов к рублевым активам резко ухудшился, при этом интерес к рублю был главной движущей силой спроса нерезидентов на ОФЗ.

Когда интерес к локальным рынкам развивающихся стран вновь вернется, «в выигрыше» окажутся прежде всего ОФЗ и рублевые еврооблигации: первые — благодаря высокой ликвидности, вторые — благодаря существенно расширившимся в последнее время премиям к локальным аналогам. **FEESRM19, RURAIL19, GPBRU16 и RSHB16** сейчас торгуются с премией 80-140 б.п. к локальным кривым.

В то же время — после исчерпания более очевидных торговых идей в рублевых бумагах — иностранные инвесторы могут заинтересоваться локальными корпоративными выпусками, благодаря следующим факторам:

- ▶ премия в доходности к кривой ОФЗ на уровне 40-120 б.п. по наиболее качественным квазисуверенным бумагам инвестиционной категории;
- ▶ отдельные бумаги имеют более широкий спред к суверенной кривой, чем аналогичные долларové еврооблигации;
- ▶ кредитные спреды у выпусков первого эшелона шире, чем у многих сопоставимых по кредитному качеству бумаг в местной валюте, обращающихся на других развивающихся рынках.

Мы полагаем, что спрос нерезидентов будет сосредоточен на первичном рынке, так как предложение качественных выпусков во вторичном сегменте ограничено.

Иностраным инвесторам необходимо будет учитывать два фактора, способных оказать заметное влияние на локальный рынок в 2014-2015 гг.:

- ▶ пенсионная реформа в России ограничит возможности пенсионных фондов в части приобретения новых корпоративных облигаций;
- ▶ потенциальное «обнуление» налога на доходы резидентов от вложений в ОФЗ (по нашим прогнозам, произойдет не ранее 2П14-1П15) может побудить инвесторов частично «переложиться» из корпоративных бумаг в государственные.

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Алексей Демкин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru



Локальные негосударственные облигации стран ЕМ — новый класс активов, привлекающий внимание инвесторов

Значительная часть совокупного объема долговых обязательств, обращающихся на развивающихся рынках, приходится на долю негосударственных облигаций в местной валюте. По нашим оценкам, основанным на данных Bloomberg, на 30 сентября 2013 года объем таких бумаг в обращении на 11 развивающихся рынках — в Китае, Южной Корее, Бразилии, Мексике, России, Малайзии, ЮАР, Таиланде, Польше, Турции и Венгрии — составлял в общей сложности 4 трлн долл., из которых только на Китай приходится 1,7 трлн долл. По данным BofA Merrill Lynch, совокупный объем выпущенных негосударственных облигаций в национальной валюте с фиксированным купоном равен 4,2 трлн долл.

При этом столь крупный сегмент рынка до сих пор обделен вниманием инвесторов. Доля нерезидентов на крупнейших рынках локальных корпоративных облигаций развивающихся стран (совокупным объемом более 100 млрд долл.) не превышает 10%, что гораздо ниже, чем на рынках госбумаг (см. Таблицу 2 в Приложении на стр. 14). Столь низкую популярность локальных корпоративных инструментов, возможно, обуславливают следующие факторы: а) отсутствие бумаг-ориентиров, которые позволили бы инвесторам отслеживать динамику котировок, и б) затрудненный доступ к корпоративным облигациям в местной валюте, по большинству из которых инвесторы не могут проводить расчеты в системах Euroclear и Clearstream.

Однако в будущем эти препятствия могут исчезнуть. Первый индекс негосударственных бумаг в национальных валютах развивающихся стран недавно представил BofA Merrill Lynch. Номинальный объем облигаций, включенных в широкую версию индекса, составил 167 млрд долл. В широкий индекс входят только бумаги, расчеты по которым можно проводить через Euroclear. Как только число таких бумаг пополнится российскими инструментами, объем доступных инвесторам долговых обязательств в данном сегменте ощутимо возрастет. По нашим подсчетам, совокупная стоимость российских рублевых корпоративных облигаций составляет около 148 млрд долл. (по состоянию на 24 января 2014 г.) При этом требованиям Euroclear удовлетворяют бумаги на сумму около 87,5 млрд долл., а критериям индекса Merrill Lynch — инструменты объемом примерно в 67 млрд долл. Включение российских локальных облигаций, таким образом, может обеспечить рост широкого индекса приблизительно на 40%. Существенно повысится и вес рублевых облигаций в нем. Новые бумаги-ориентеры и существенное увеличение объема индекса могут способствовать росту инвестиций на развивающихся рынках в целом и на российском в частности.

Либерализация рынка внутренних рублевых негосударственных долговых обязательств: свершившийся факт

Если локальные госбумаги в 2012-2013 гг. привлекли к себе около 23,5 млрд долл. из средств нерезидентов благодаря облегчению последним доступа к этому рынку, то негосударственные облигации остались в тени из-за ряда вопросов, связанных с законодательством. Проблема была решена в ноябре 2013 года после принятия поправок к налоговому кодексу (вступили в действие 1 января 2014 г.), которые существенно упростили стандарты раскрытия информации для целей налогообложения. Euroclear и Clearstream объявили о запуске расчетов с локальными рублевыми корпоративными облигациями с 30 января.

Отметим, что зарубежные инвесторы получают прямой доступ не ко всем обращающимся локальным корпоративным бумагам. Согласно российскому налоговому кодексу, статус центрального депозитария (НРД) как налогового агента четко определен только для облигаций, выпущенных после 1 января

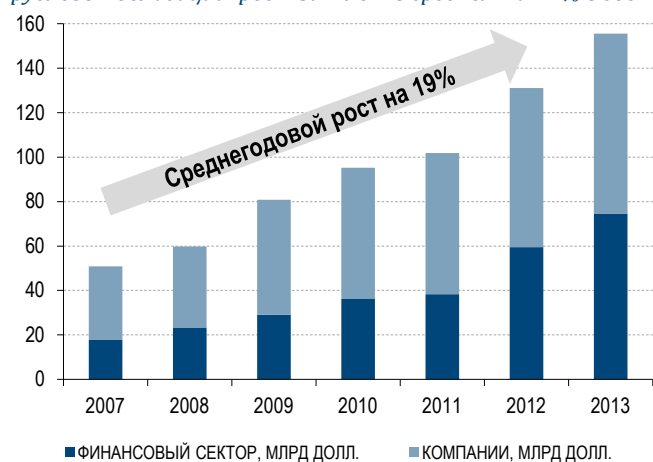


2012 года, и Euroclear/Clearstream будут проводить расчеты только по выпускам, удовлетворяющим этому условию. Объем таких бумаг мы оцениваем приблизительно в 87,5 млрд долл.

Краткий обзор рынка негосударственных рублевых облигаций

Общий объем российских негосударственных рублевых бумаг в обращении составляет около 148 млрд долл. по состоянию на 24 января 2014 г.; при этом за последние шесть лет рынок рос в среднем на 20% в год (соответствующие цифры для рынка ОФЗ — 108 млрд долл. и 15%). В мировом масштабе российский локальный рынок негосударственного долга — четвертый по величине среди ЕМ после Южной Кореи, Бразилии и Мексики.

Диаграмма 1. Российский рынок негосударственных рублевых облигаций: рост за 6 лет в среднем на 19% в год



Источник: расчеты Газпромбанка

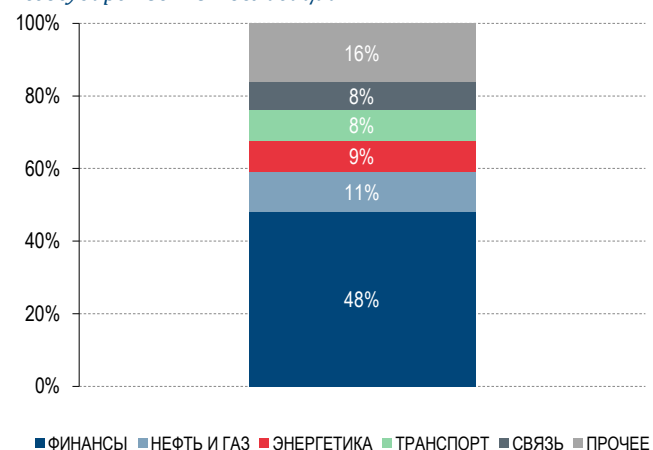
Диаграмма 2. Динамика различных сегментов российского рынка облигаций, 2007–2013 гг., млрд долл.



Источник: расчеты Газпромбанка

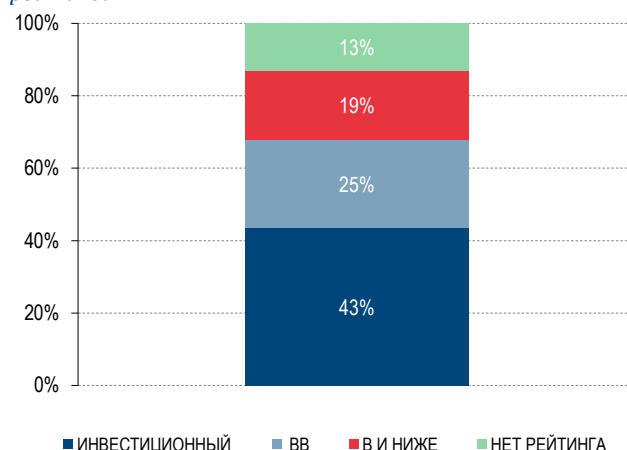
Приблизительно 80% объема рынка локальных корпоративных облигаций приходится на выпуски приемлемого для инвестиций размера — более 140 млн долл. (5 млрд руб.). При этом многие эмитенты имеют рейтинг инвестиционного уровня и представлены на рынке еврооблигаций. Некоторые заемщики из «первого эшелона» предпочитают осуществлять заимствования на внутреннем рынке (ФСК, АИЖК) и могут предложить инвесторам широкий выбор рублевых бумаг.

Диаграмма 3. Отраслевая структура рынка локальных негосударственных облигаций



Источник: расчеты Газпромбанка

Диаграмма 4. Структура рынка локальных негосударственных облигаций по уровню кредитного рейтинга



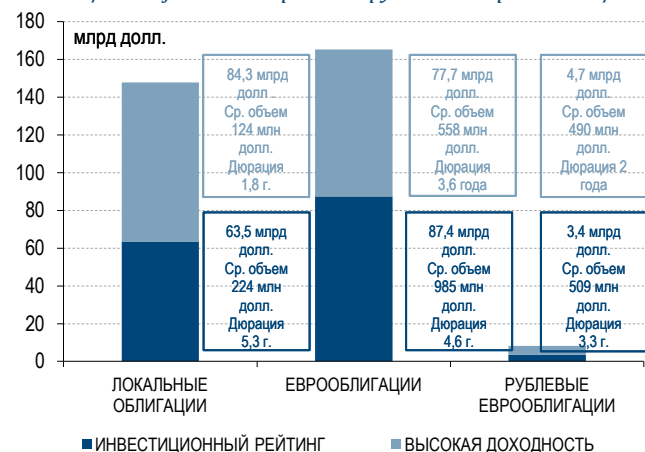
Источник: расчеты Газпромбанка



Рынок локальных рублевых негосударственных облигаций сравним по размеру с рынком российских корпоративных долларовых евробондов и в 17 раз превосходит объем выпущенных рублевых еврооблигаций. В то же время среди долларовых еврооблигаций больше бумаг с рейтингом инвестиционного уровня — 53% совокупного объема по номиналу против 43% на рынке внутренних рублевых негосударственных инструментов.

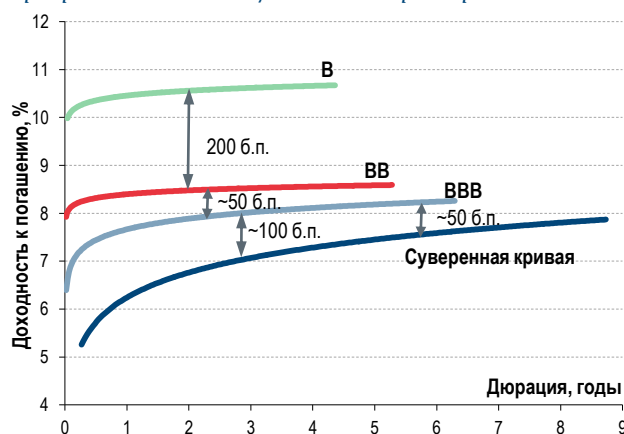
Если посмотреть на среднюю премию по доходности в зависимости от эшелона, то следует отметить довольно скромную разницу между бумагами категорий «BBB» и «BB» — около 50 б.п. для выпусков средней дюрации (против 50–150 б.п. на рынке долларовых еврооблигаций), что вкупе с более высокой ликвидностью делает инструменты инвестиционного уровня в целом более привлекательными в сравнении с выпусками второго эшелона.

Диаграмма 5. Локальные рублевые корпоративные облигации на фоне долларовых и рублевых еврооблигаций



Источник: расчеты Газпромбанка

Диаграмма 6. Кривые доходности локальных рублевых корпоративных облигаций по категориям рейтинга



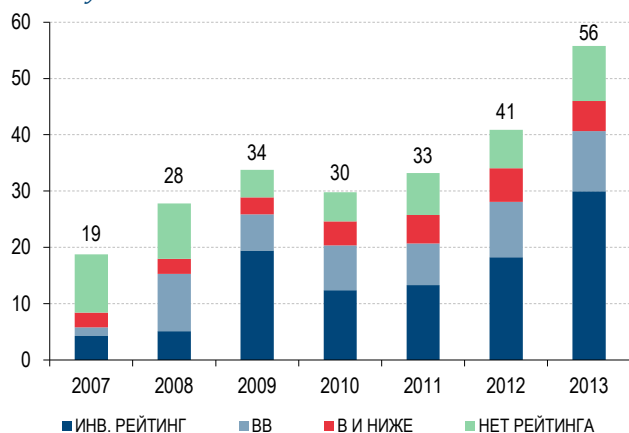
Источник: расчеты Газпромбанка

В 2013 году было размещено локальных негосударственных облигаций на 56 млрд. долл., а корпоративных еврооблигаций (кроме рублевых) — на 42 млрд долл. В корпоративном сегменте внутреннего рынка большинство бумаг было выпущено эмитентами с рейтингом инвестиционного уровня, представляющими такие отрасли, как нефтегазовая (Роснефть, Газпром), транспортная (РЖД) и энергетическая (ФСК). Приблизительно 16% объема новых выпусков пришлось на инструменты, привязанные к инфляции, основным покупателем которых является ВЭБ, выполняющий функции агента Правительства РФ по управлению средствами пенсионных накоплений.

Принимая во внимание объем погашения облигаций в 2014 году, мы предполагаем, что объем первичного размещения локальных рублевых корпоративных бумаг в нынешнем году составит не менее 29 млрд долл.

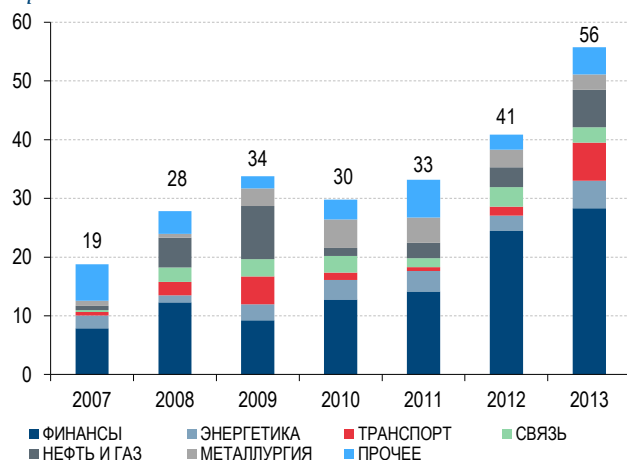


Диаграмма 7. Первичное предложение локальных рублевых корпоративных облигаций в 2007–2013 гг. с разбивкой по рейтингу



Источник: расчеты Газпромбанка

Диаграмма 8. Первичное предложение локальных рублевых корпоративных облигаций в 2007–2013 гг. с разбивкой по отраслям

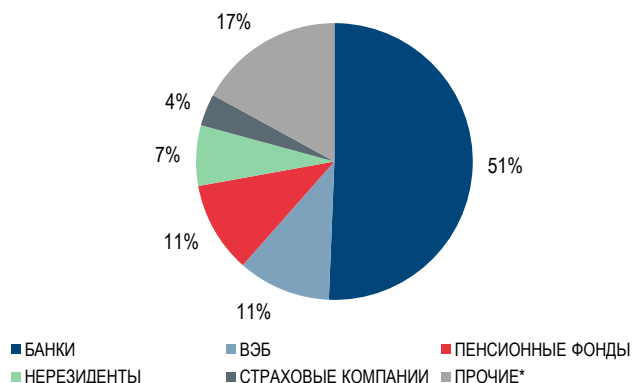


Источник: расчеты Газпромбанка

Держатели локальных рублевых корпоративных облигаций: банки — ключевые игроки на рынке

Держателями большинства локальных рублевых негосударственных облигаций (51%) являются российские банки. Для них наиболее важным критерием при выборе бумаги является возможность использовать ее для проведения операций РЕПО с ЦБР: в последние годы зависимость российских финансовых организаций от ликвидности, предоставляемой главным банком страны, ощутимо возросла, и сейчас 68% всей залоговой базы используется банками. На долю корпоративных облигаций приходится около 46% ценных бумаг, используемых в операциях РЕПО, что сопоставимо с долей ОФЗ в общей залоговой массе. Кроме того, корпоративные выпуски первого эшелона, принимаемые в качестве обеспечения при операциях РЕПО с ЦБ, являются для российских банков традиционным источником carry trade, обеспечивая больший доход в сравнении с ОФЗ.

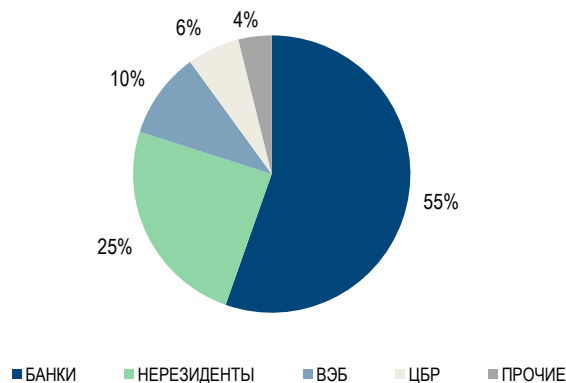
Диаграмма 9. Держатели локальных рублевых корпоративных облигаций на 1 октября 2013 г.



* управляющие компании, корпоративные держатели, пр.

Источник: ЦБ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 10. Держатели ОФЗ на 1 октября 2013 г.



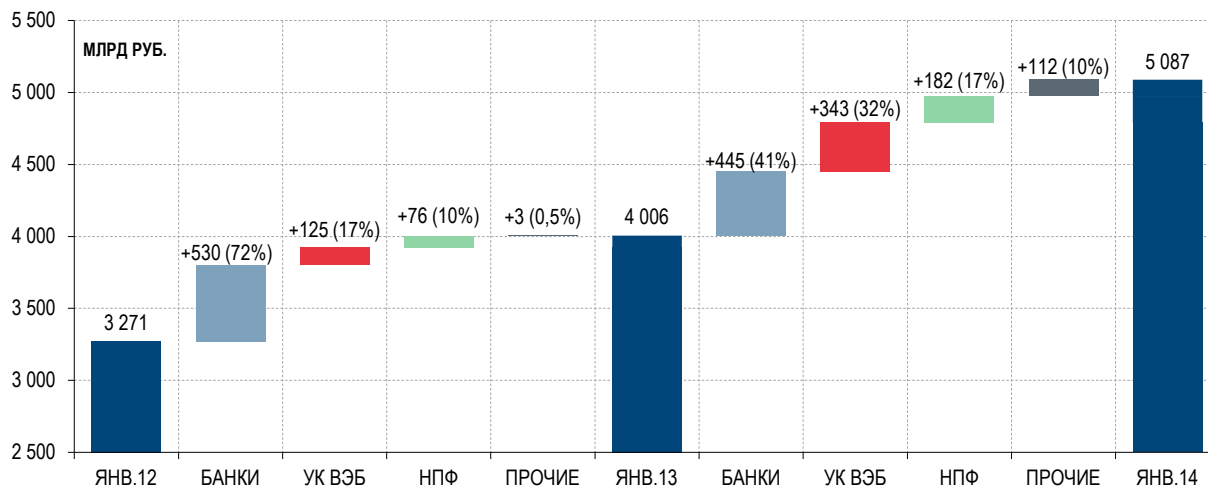
Источник: ЦБ, расчеты Газпромбанка

На долю **Управляющей Компании (УК) ВЭБа (действующей в качестве государственной УК по управлению средствами Пенсионного фонда РФ) и негосударственных пенсионных фондов** приходится 22% рынка корпоративных облигаций. В последние годы спрос со стороны участников пенсионной системы является одним из основных источников роста рынка локальных рублевых корпоративных облигаций: он обеспечил 27% чистого объема эмиссии новых бумаг в 2012 году и 49% — в 2013.



Доля **нерезидентов** на рынке локальных негосударственных облигаций, по нашим оценкам, составляет 7%, что гораздо скромнее, чем на рынке ОФЗ (24,6%).

Диаграмма 11. Факторы роста российского рынка локальных корпоративных облигаций, млрд руб.



Источник: ЦБР, ВЭБ, НПФ, Газпромбанк

Текущий состав держателей облигаций с доминирующей ролью российских банков и пенсионных фондов — вероятно, один из факторов, объясняющих относительно невысокую ликвидность рынка в сравнении с суверенным сегментом. Для многих банков инвестиции в высококачественные корпоративные бумаги являются альтернативой наращиванию портфеля корпоративных кредитов при относительно низком кредитном риске (учитывая, что число банков, имеющих доступ к высококачественным корпоративным клиентам, ограничено). Таким образом, они часто заинтересованы в том, чтобы держать бумаги до погашения или оферты, а рыночная ликвидность при этом первостепенного значения не имеет. Пенсионные фонды тоже вкладывают средства в корпоративные облигации преимущественно на долгий срок и, соответственно, не заинтересованы в волатильности цен.

Рынок локальных корпоративных облигаций: основные вызовы 2014 года

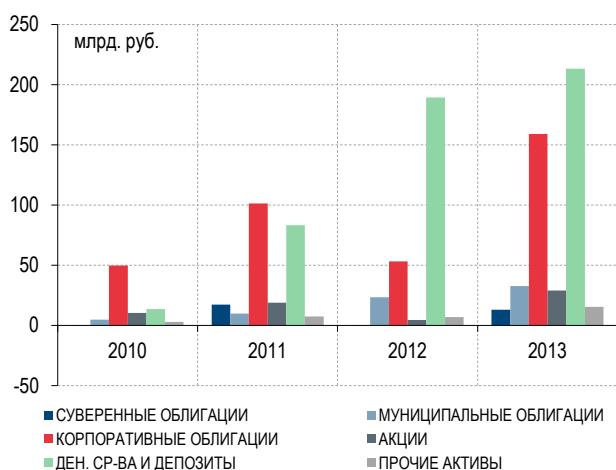
Мы видим два важных фактора, способных в 2014 году повлиять на спрос со стороны российских инвесторов на локальные корпоративные облигации: реформа пенсионной системы и обнуление налога на доходы от операций с ОФЗ для российских инвесторов. Первый фактор чреват ростом премий на первичном рынке, тогда как второй может сказаться на доходности уже обращающихся бумаг, поскольку внутренние инвесторы могут начать перекладывать средства из корпоративных бумаг в ОФЗ. Впрочем, последнюю тенденцию может частично компенсировать приток средств от нерезидентов: рост кредитных спредов может открыть новые возможности перед зарубежными инвесторами, которые рассматривают возможность выхода на рынок.

Кроме того, следует отметить такой фактор, как изменения в банковском регулировании, создающие для российских финансовых организаций стимул к постепенному замещению спекулятивных бумаг в своих портфелях долговыми инструментами инвестиционной категории.

1. Реформа пенсионной системы

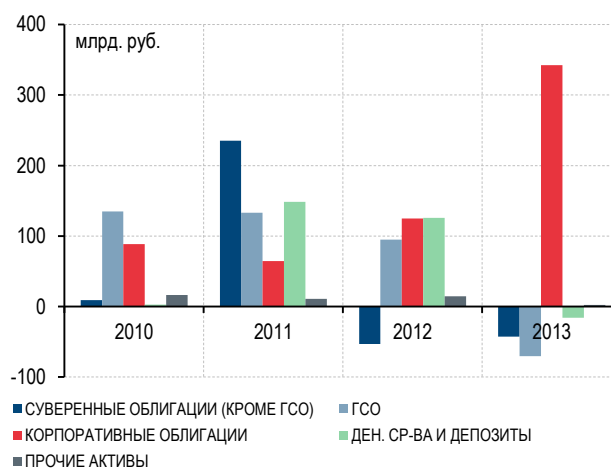
Российская пенсионная система в ближайшие два года претерпит ряд изменений, которые, по нашим оценкам, приведут в 2014–2015 гг. к снижению спроса на корпоративные облигации со стороны негосударственных пенсионных фондов и ВЭБа как минимум на 350 млрд руб., в том числе на 230 млрд руб. — в 2014 году.

Реформа пенсионной системы, подготовленная правительством в прошлом году, призвана ограничить огромный дефицит ПФР, на покрытие которого уходит значительная часть расходов бюджета РФ (21% в 2013 году). Во-первых, все пенсионные сбережения в 2014 году будут направляться на финансирование текущих пенсионных выплат, тогда как ранее они в том числе попадали в накопительную часть пенсионных средств и инвестировались УК ВЭБа и негосударственными пенсионными фондами, то есть служили одним из источников спроса на рынке облигаций. Во-вторых, начнется аудит негосударственных пенсионных фондов (НПФ), который должен выявить среди них ненадежные. На период аудита НПФ будут лишены притока новых пенсионных средств. В отличие от «отмененных» поступлений 2014 года, эти средства, как ожидается, будут возвращены НПФ после завершения аудита.

Диаграмма 12. Динамика активов НПФ


Источник: Служба Банка России по финансовым рынкам, Газпромбанк

*накопительная часть

Диаграмма 13. Динамика активов под управлением УК ВЭБа


Источник: ВЭБ, НПФ, Газпромбанк

По нашим оценкам, ввиду использования пенсионных накоплений для текущих пенсионных выплат в 2014 году и в связи с аудитом НПФ в 2014–2015 гг., негосударственные пенсионные фонды недополучат 700 млрд руб. Основываясь на доступных данных по структуре вложений средств пенсионных накоплений НПФ в 2012–2013 гг., мы оцениваем вероятный объем сокращения спроса на корпоративные облигации в 240 млрд руб. Для ВЭБа «отмена» пенсионных накоплений в 2014 году будет означать недополучение порядка 110 млрд руб. (если в качестве ориентира взять цифры за 2013 год). Учитывая опыт 2013 года, когда ВЭБ замещал корпоративными бумагами госбумаги в своем портфеле, мы полагаем, что большая часть этих средств могла бы быть инвестирована на рынке негосударственного долга.

На уровень доходностей на рынке пенсионная реформа, как мы считаем, не повлияет, если не считать того, что в условиях пониженного внутреннего спроса корпоративным заемщикам, возможно, придется давать более высокую премию при размещении бумаг. При этом снижение спроса на негосударственный долг со стороны пенсионных фондов может быть уравновешено повышением спроса зарубежных инвесторов благодаря облегчению доступа последних на российский рынок локального долга.

2. Возможные налоговые послабления для резидентов — держателей ОФЗ

В октябре Минфин заявил о том, что рассматривает поправки к Бюджетному кодексу, освобождающие от налогообложения доход от инвестиций в ОФЗ и муниципальные облигации. Сейчас резиденты-держатели ОФЗ платят 15%-ный налог с купонов, и 20%-ный — с дохода от прироста стоимости. Потенциальное



«обнуление» налога нацелено на повышение внутреннего спроса на ОФЗ, поскольку в 2014-2016 гг. министерству необходимо разместить солидный объем госбумаг — чистый объем заимствований ожидается на уровне 1,9 трлн руб.

Если поправки будут одобрены, некоторые российские инвесторы (главным образом банки, которые являются основными держателями ОФЗ), как мы полагаем, предпочтут переложить часть средств из корпоративных облигаций в государственные. По крайней мере мы ожидаем от них большей активности на предстоящих аукционах по размещению ОФЗ. Обнуление ставок налогов на доход по ОФЗ, как мы полагаем, повысило бы доходности госбумаг со сроком обращения от трех до пяти лет на 120-130 б.п., что в большинстве случаев полностью нивелирует разницу в доходности между корпоративными выпусками и ОФЗ.

Для российских банков инвестиции в ОФЗ обладают еще более очевидным преимуществом перед вложениями в корпоративные бумаги: операции РЕПО с ОФЗ обходятся дешевле, а инвестиции в госбумаги не влияют на капитал банков. Вместе с тем российским инвесторам будет непросто реализовывать на рынке торговую идею «покупать ОФЗ, продавать корпоративные облигации», поскольку может оказаться сложным найти желающих купить большой объем корпоративных выпусков.

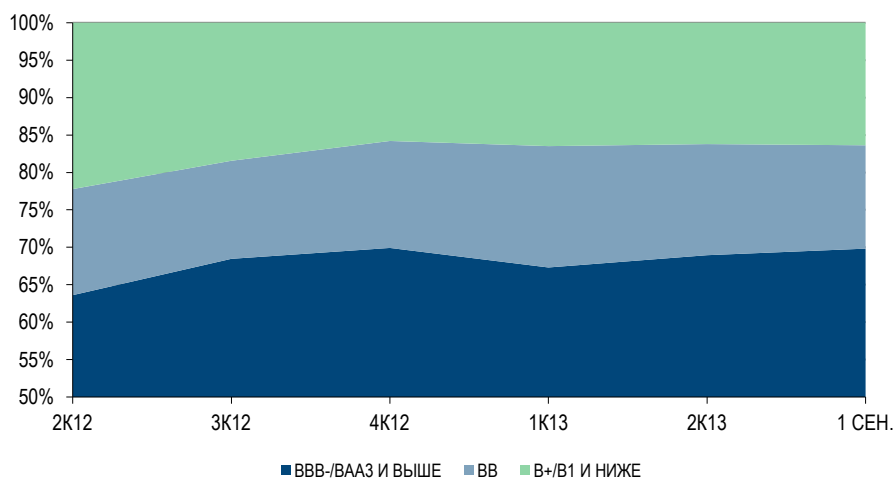
Минфин ничего не сообщил о возможных сроках введения налоговых льгот для держателей ОФЗ, однако мы считаем, что это едва ли произойдет ранее 2015 года, если учесть большой объем необходимой работы по изменению законодательной базы.

3. Давление на капитал банков, связанное с инвестициями в облигации со «спекулятивным» уровнем рейтинга

Согласно действующим правилам ЦБР (а именно, положению 387-П), бумагам «спекулятивного» качества, изменение справедливой стоимости которых отражается через счета прибылей и убытков, или краткосрочным инструментам, имеющимся в наличии для продажи, присваивается более высокий вес при расчете норматива достаточности капитала Н1. То есть, если у бумаги (или ее эмитента) нет двух рейтингов на уровне «Вaa3/BBB-» и выше, то ее вес при расчете норматива достаточности капитала Н1 превзойдет 100% объема инвестиций (за вычетом созданных резервов). Таким образом, предоставить кредит такой компании — если только она не подпадает под иные повышенные коэффициенты ЦБР — банку было бы выгоднее с точки зрения показателя достаточности капитала, чем покупать облигацию.

О новых правилах было объявлено в конце 2012 года, а в силу они вступили 1 февраля 2013 года. С тех пор рейтинговая структура портфелей ценных бумаг российских банков уже претерпела некоторые изменения. Так, доля инструментов с рейтингом «BBB-/Baa3» и выше возросла с 63,6% на конец 2К12 до 69,8% на 1 сентября 2013 года, тогда как вложения в бумаги с рейтингом «В+/В1» и ниже сократились, по нашим оценкам, с 22,2% до 16,4%.

Мы ожидаем сохранения тенденции замещения спекулятивных бумаг инвестиционными и в 2014 году. При этом вопрос о достаточности капитала будет приобретать для отечественных банков все большую остроту. Следует отметить, что облигации российских регионов — важное исключение из правила: они считаются инструментами с низким риском вне зависимости от рейтинга (соответственно, большинству из них присваивается низкий рискованный вес).

**Диаграмма 14. Рейтинговая структура ценных бумаг в портфелях российских банков***Источник: ЦБР, расчеты Газпромбанка*

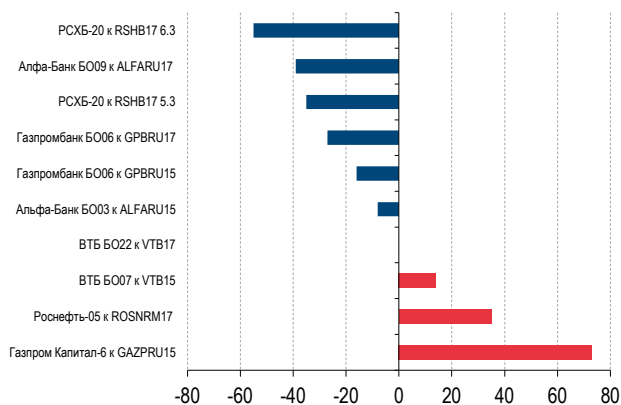
Рублевые негосударственные бумаги с точки зрения относительной стоимости: возможности для «незахеджированных» инвесторов

Нашу позицию в части относительной стоимости негосударственных рублевых облигаций можно свести к следующим наблюдениям:

1. Доходность большинства рублевых корпоративных облигаций ниже аналогичного показателя синтетических рублевых инструментов, основанных на конвертированных в российскую валюту денежных потоках по долларovým еврооблигациям близкой дюрации того же эмитента, что делает невыгодным открытие позиции с хеджированием валютного риска (см. Диаграмму 16).
2. Локальные бумаги инвестиционной категории сейчас имеют премию по доходности в 40-120 б.п. к суверенной кривой. В ретроспективе эта премия не выглядит завышенной: она сильно понизилась с 1K13 на фоне роста доходности ОФЗ. Например, спред ROSNRM22 к кривой госбумаг сузился с приблизительно 160 б.п. в марте до 65 б.п. в настоящее время. Тем не менее корпоративные инструменты инвестиционного качества могут быть хорошей альтернативой ОФЗ для инвесторов, желающих вкладывать средства в рублевые активы без хеджирования позиции. С кредитной точки зрения эмитенты рублевых облигаций с рейтингом инвестиционного уровня представлены заемщиками, так или иначе связанными с государством, которое, весьма вероятно, может оказать им поддержку в стрессовых условиях, что учитывается рейтинговыми агентствами и добавляет 1-3 ступени рейтинга заемщику. Кроме того, эти компании известны инвесторам, работающим на развивающихся рынках, поскольку, как правило, являются и эмитентами еврооблигаций (речь, в частности, идет о Роснефти, ВТБ, ВЭБе, Россельхозбанке, Газпроме, Газпром нефти, РЖД и ФСК).

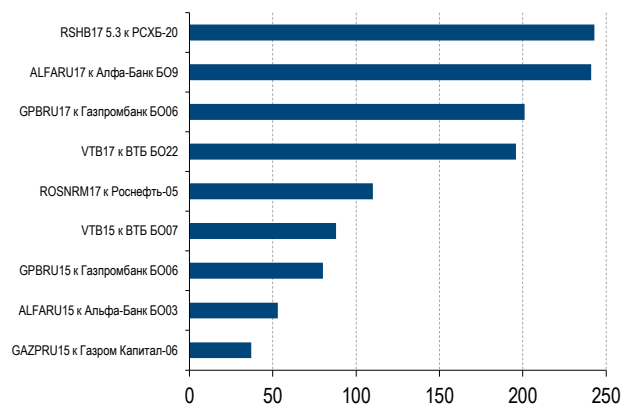


Диаграмма 15. Разница в спредах локальных рублевых корпоративных облигаций и долларовых еврооблигаций к суверенной кривой, б.п.



Источник: расчеты Газпромбанка

Диаграмма 16. Синтетическая рублевая доходность долларовых еврооблигаций и доходность локальных бумаг, б.п.



Источник: расчеты Газпромбанка

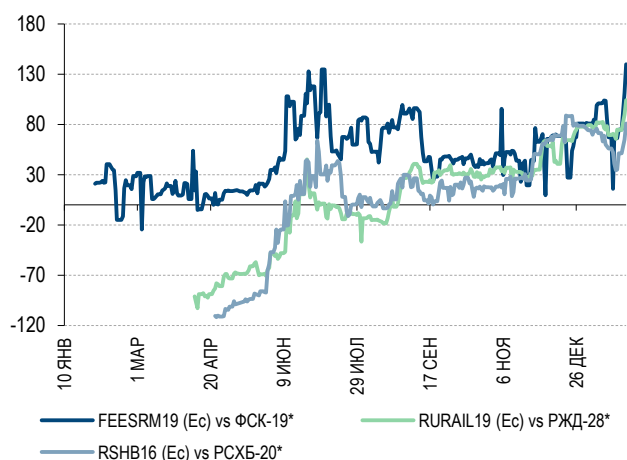
3. Другой способ оценить относительную стоимость негосударственных рублевых облигаций заключается в том, чтобы сравнить спреды к суверенной кривой с аналогичными спредами долларовых бумаг. Картина здесь неоднородна, тем не менее есть локальные выпуски, чей спред на 15-70 б.п. выше, чем у еврооблигаций. Среди инструментов инвестиционной категории отметим выпуски Газпром Капитал-06, Роснефть-05, ВТБ БО07.

Можно возразить, что спред локальных бумаг к суверенной кривой учитывает их относительно низкую ликвидность. Кроме того, больший спред локальных инструментов по сравнению с еврооблигациями должен отражать и более высокую кредитную защиту инвесторов, вкладывающих средства в последние (благодаря институту *trustee*, а также документации, составленной в соответствии с законодательством Великобритании). Однако мы считаем, что премия за низкую ликвидность может исчезнуть по мере того, как локальный рынок становится более доступным для зарубежных инвесторов, тогда как разница в кредитных спредах для надежных бумаг инвестиционной категории должна быть мала (менее 25 б.п.).

4. Мы также обращаем особое внимание на рублевые еврооблигации: сейчас они торгуются с существенными премиями к сопоставимым локальным бумагам, хотя обладают большей ликвидностью и обеспечивают более высокую кредитную защиту. Отметим, что на фоне распродаж на развивающихся рынках премии рублевых еврооблигаций к локальным кривым расширились до рекордных уровней — в частности, для FEESRM19, RURAIL19, RSHB16 и GPBRU16 они составляют 80-140 б.п.



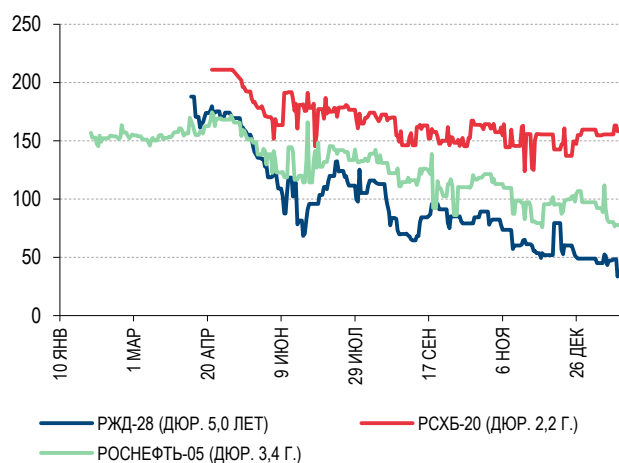
Диаграмма 17. Спреды рублевых облигаций к локальным аналогам, б.п.



Source: Gazprombank estimates

* Доходность к ofercie

Диаграмма 18. Спреды локальных рублевых облигаций инвестиционной категории к ОФЗ, б.п.



Source: Gazprombank estimates

5. Кредитные спреды к суверенной кривой у российских локальных корпоративных облигаций инвестиционной категории широки в сравнении со спредами у аналогов сопоставимого кредитного качества с других локальных развивающихся рынков. Из выбранных инструментов только облигации квазисуверенных заемщиков из Южной Африки (Transnet, Development Bank of South Africa) имеют спреды к суверенной кривой более 80 б.п. Между тем спред бумаг российских компаний, связанных с государством, к ОФЗ составляет 56-86 б.п.

Таблица 1. Спреды к суверенной кривой у отдельных квазисуверенных облигаций в местной валюте, обращающихся на развивающихся рынках

ОБЛИГАЦИЯ	КОМПАНИЯ	СТРАНА	ОТРАСЛЬ	ДЮРАЦИЯ	СПРЕД, Б.П.	РЕЙТИНГ ЭМИТЕНТА*, SP/M/F	РЕЙТИНГ СТРАНЫ*, SP/M/F	КВАЗИСУВЕР. СТАТУС
RURAIL28	РЖД	Россия	Транспорт	2,6	86	BBB/Baa1/BBB	BBB+/Baa1/BBB	+
FEESRM27	ФСК	Россия	Электроэнергетика	2,8	77	BBB/Baa3/BBB	BBB+/Baa1/BBB	+
ROSNRM22	Роснефть	Россия	Нефть и газ	3,2	65	BBB/Baa1/BBB-	BBB+/Baa1/BBB	+
SAFTRA17	Transnet	ЮАР	Транспорт	3,2	87	A-/A3/BBB	A-/Baa1/BBB+	+
ESCOM18*	Escom Holdings	ЮАР	Электроэнергетика	3,5	46	BBB/Baa3/BBB+	A-/Baa1/BBB+	+
DEVSA20	Dev. Bank of SA	ЮАР	Финансы	4,6	84	A-/Baa1/-	A-/Baa1/BBB+	+
PEMEX20	PEMEX	Мексика	Нефть и газ	4,7	39	A-/Baa1/A-	A-/Baa1/A-	+
AMXLMM18	Telefonos de Mexico	Мексика	Связь	3,6	23	A-/A2/A	A-/Baa1/A-	-
BGOSK18*	Bank Gosp Krajowego	Польша	Финансы	4,2	26	-/-/A	A/A2/A	+
PTTTB19	PTT	Таиланд	Нефть и газ	4,8	58	BBB+/Baa1/A-	A-/Baa1/A-	+
YTLPMK18	YTL Power	Малайзия	Электроэнергетика	4,1	63	NR	A/A3/A	-
AXIATA19	Celcom	Малайзия	Связь	5,0	30	NR	A/A3/A	-
POHANG16	POSCO	Южная Корея	Металлургия	2,5	18	BBB+/Baa2/BBB	AA-/Aa3/AA	-
KORELE17	KEPCO	Южная Корея	Электроэнергетика	3,5	11	A+/A1/AA-	AA-/Aa3/AA	+

Источник: Bloomberg

* Долгосрочный рейтинг в местной валюте

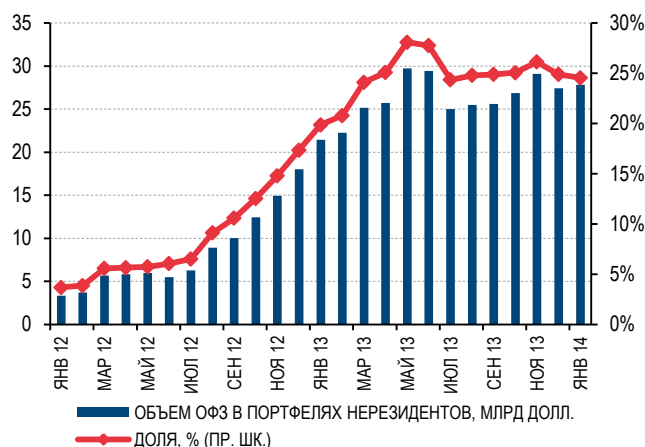


Либерализация рынка негосударственных рублевых облигаций: повторится ли успех ОФЗ?

Сейчас доля нерезидентов на внутреннем рынке корпоративных облигаций (7%) сравнима с той, что мы наблюдали на рынке ОФЗ в 1П12 (5-7%) — накануне ралли госбумаг, связанного с ожиданиями начала расчетов через Euroclear и Clearstream. С тех пор доля нерезидентов на рынке госбумаг стала уверенно расти и в мае-июне 2013 года достигла 28% (сейчас — 25%).

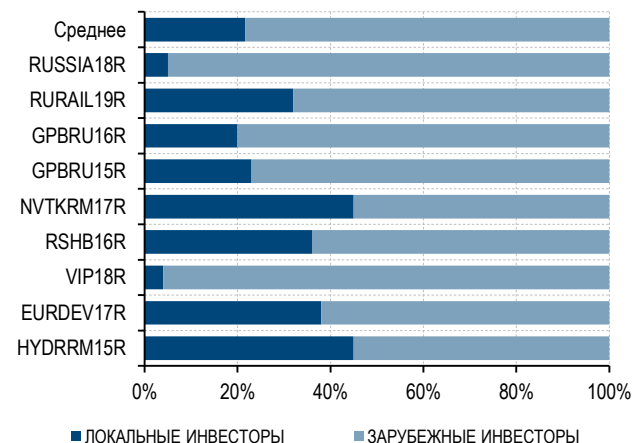
Диаграмма 19.

Доля нерезидентов на рынке ОФЗ в 2012–2013 гг.



Источник: ЦБР

Диаграмма 20. Структура спроса при первичном размещении корпоративных рублевых еврооблигаций



Источник: расчеты Газпромбанка, Bloomberg

Мы ожидаем постепенного увеличения доли нерезидентов на рынке локальных корпоративных облигаций, однако не такими темпами, как это происходило в сегменте госбумаг.

Отметим, что на фоне прочих развивающихся рынков текущая доля нерезидентов на рынке локальных рублевых корпоративных выпусков не кажется заниженной. Мы рассмотрели девять локальных развивающихся рынков, чтобы составить представление о присутствии зарубежных инвесторов в негосударственном секторе (см. Приложение). На большинстве рассмотренных нами рынков доля нерезидентов в негосударственном сегменте не превосходит 10%.

Еще один вывод из данного анализа заключается в том, что повышение спроса со стороны нерезидентов на локальные госбумаги не оказывает особого влияния на интерес последних к рынку негосударственных облигаций. Пример Малайзии и Таиланда показывает, что доля нерезидентов в корпоративном сегменте оставалась более или менее стабильной в 2011–2013 гг., несмотря на существенное усиление присутствия зарубежных инвесторов на рынках госбумаг.

Тем не менее следует учитывать такой важный фактор, как доступность объектов для инвестиций: по большинству негосударственных выпусков, номинированных в локальных валютах развивающихся стран, невозможно проводить расчеты через Euroclear. Если инвесторы получают прямой доступ к российским локальным корпоративным облигациям, объем которых составляет около 87,5 млрд долл., то, по нашим оценкам, приблизительно 61% всех российских рублевых корпоративных облигаций (как локальных, так и валютных) будет доступно иностранным инвесторам, осуществляющим расчеты через международные клиринговые системы. Облегчение доступа на рынок может способствовать тому, что доля нерезидентов на внутреннем рынке рублевых корпоративных долговых бумаг превысит аналогичный показатель для других развивающихся рынков.

Внимание иностранных инвесторов, скорее всего, привлечет первичное предложение качественных бумаг первого-второго эшелонов, так как



возможности приобрести большие объемы на вторичном рынке, как правило, ограничены. Если взять за ориентир структуру спроса при первичных размещениях обращающихся рублевых еврооблигаций, можно предположить, что доля иностранных инвесторов на первичном рынке может достигать 80% от совокупного объема размещения.

Наконец, стимулом к повышению спроса на локальные рублевые корпоративные облигации станет увеличение их веса в индексах после начала расчетов через Euroclear. Как мы уже отмечали ранее, появление новых бумаг-ориентиров будет способствовать усилению спроса на негосударственные облигации, номинированные в локальных валютах развивающихся стран. Ожидаемое повышение веса российских корпоративных бумаг в индексе, по всей вероятности, позволит извлечь максимальную выгоду из роста популярности сегмента негосударственных облигаций на развивающихся рынках.



ПРИЛОЖЕНИЕ

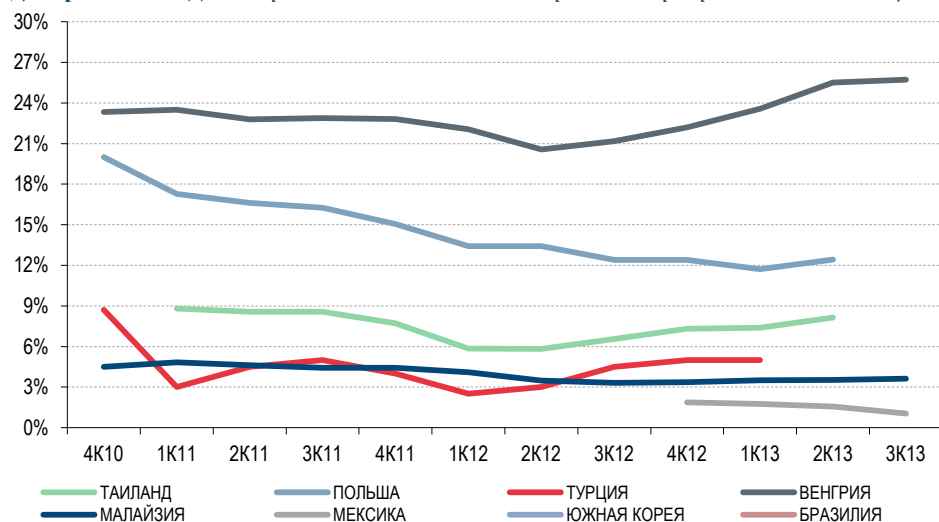
Доли иностранных инвесторов на локальных развивающихся рынках негосударственного долга, номинированного в национальных валютах

Таблица 2. Доли нерезидентов на рынках государственных и негосударственных облигаций развивающихся стран (в национальной валюте)

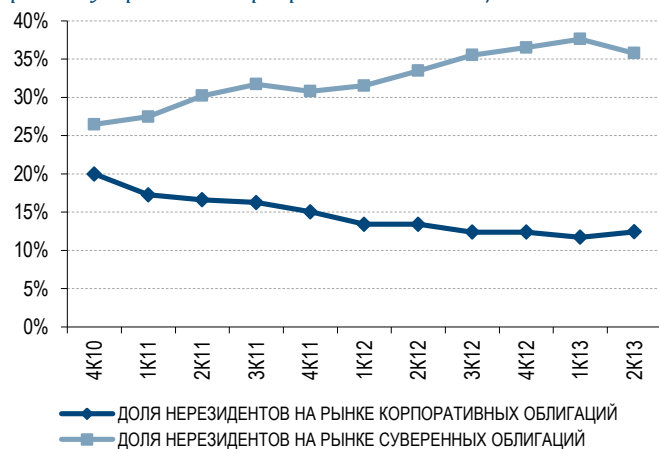
	ПЕРИОД	ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ		ОБЪЕМ ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ, МЛРД ДОЛЛ.		ВСЕГО В ОБРАЩЕНИИ, МЛРД ДОЛЛ.	
		НЕГОСУДАРСТВЕННЫЕ	ГОСУДАРСТВЕННЫЕ	КОРПОРАТИВНЫЕ	ГОСУДАРСТВЕННЫЕ	КОРПОРАТИВНЫЕ	ГОСУДАРСТВЕННЫЕ
Южная Корея	1К13	4%	10%	33	54	893	558
Бразилия	3К13	10%	16%	79	128	790	788
Мексика	3К13	1%	36%	2	132	207	366
Россия	3К13	7%	25%	11	28	150	110
Малайзия	2К13	4%	28%	5	45	129	163
Таиланд	2К13	8%	18%	7	19	82	104
Польша	2К13	12%	36%	3	61	23	170
Турция	1К13	5%	27%	1	65	17	242
Венгрия	2К13	26%	36%	3	22	10	60
Южная Африка	2К13	ниже 5%*	37%	н/д	48	47	129

Источник: Данные национальных ЦБ и Казначейств, оценки Газпромбанка

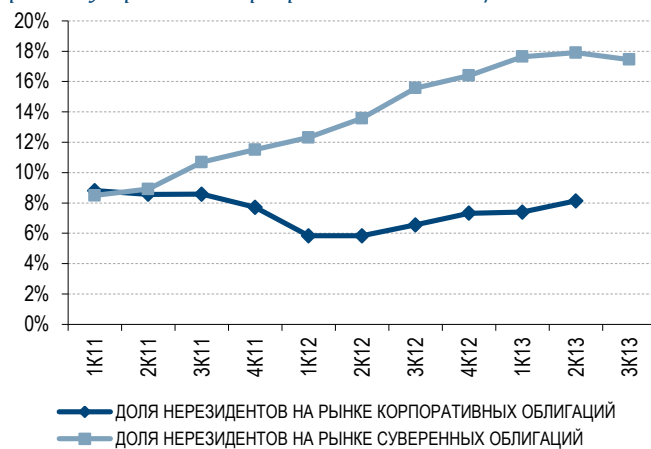
Диаграмма 21. Доля нерезидентов на локальных рынках корпоративных облигаций



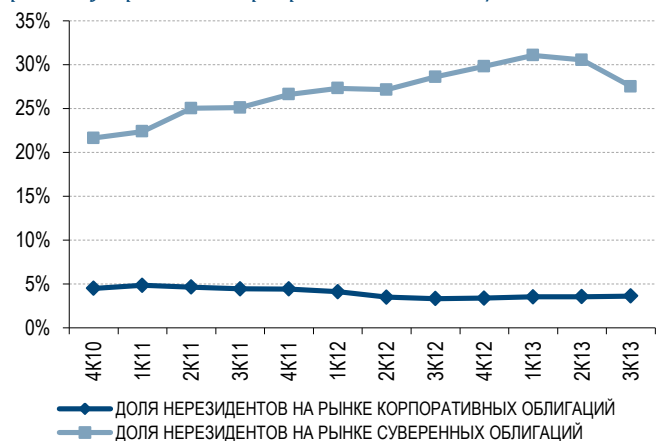
Источник: ЦБ, Казначейства, расчеты Газпромбанка


Диаграмма 22. Польша: доля нерезидентов на локальном рынке суверенных и корпоративных облигаций


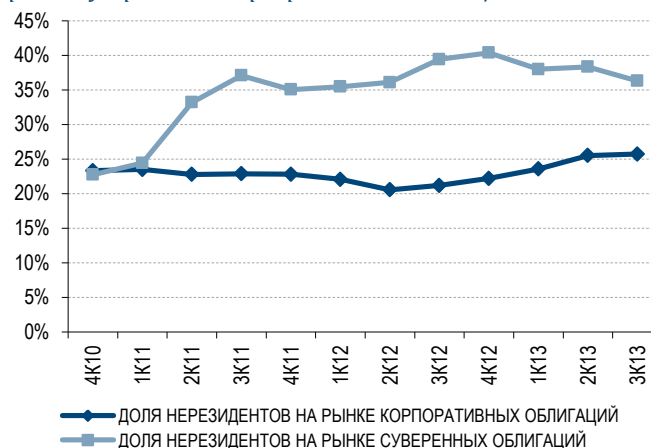
Источник: ЦБ, Казначейство, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 23. Таиланд: доля нерезидентов на локальном рынке суверенных и корпоративных облигаций


Источник: ЦБ, Казначейство, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 24. Малайзия: доля нерезидентов на локальном рынке суверенных и корпоративных облигаций


Источник: ЦБ, Казначейство, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 25. Венгрия: доля нерезидентов на локальном рынке суверенных и корпоративных облигаций


Источник: ЦБ, Казначейство, расчеты Газпромбанка



ГАЗПРОМБАНК

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. **Офис:** ул. Новочеремушкинская, 63

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA +7 (495) 980 43 10
И.О. НАЧАЛЬНИКА ДЕПАРТАМЕНТА Alexey.Demkin@gazprombank.ru

АНАЛИЗ ФОНДОВОГО РЫНКА

НЕФТЬ И ГАЗ Александр Назаров +7 (495) 980 43 81 Иван Хромушин +7 (495) 980 43 89 Алексей Дорохов +7 (495) 983 18 00 (доб. 54504)	МЕТАЛЛУРГИЯ Наталья Шевелева +7 (495) 983 18 00 (доб. 21448) ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР Виталий Баикин +7 (495) 983 18 00 (доб. 54072)	ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РЫНКОВ И АКЦИЙ Владимир Кравчук, к. ф.-м. н +7 (495) 983 18 00 (доб. 21479)	БАНКОВСКИЙ СЕКТОР Андрей Клапко +7 (495) 983 18 00 (доб. 21401) ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ И МЕДИА Сергей Васин +7 (495) 983 18 00 (доб. 54508)	СТРАТЕГИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ Александр Назаров +7 (495) 980 43 81 Андрей Клапко +7 (495) 983 18 00 (доб. 21401) Эрик Де Пой +7 (495) 983 18 00 (доб. 54440)
---	---	--	--	--

АНАЛИЗ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

СТРАТЕГИЯ Алексей Тодоров +7 (495) 983 18 00 (доб. 54443)	Яков Яковлев +7 (495) 988 24 92	КРЕДИТНЫЙ АНАЛИЗ Юрий Тулинов, CFA +7 (495) 983 18 00 (доб. 21417)	Екатерина Зиновьева +7 (495) 983 18 00 (доб. 54442)
---	---	--	---

Торговля и продажи

Санжар Аспандияров +7 (499) 271 90 99
ИСПОЛНИТЕЛЬНЫЙ ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ Sanjar.Aspandiarov@gazprombank.ru

Константин Шапшаров
НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ — УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 983 18 11 | Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Андрей Миронов
НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ — УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 428 23 66 | Andrei.Mironov@gazprombank.ru

ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

ПРОДАЖИ
Светлана Голодинкина
+7 (495) 988 23 75
Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03

ТРЕЙДИНГ
Александр Питалефф
Старший трейдер
+7 (495) 988 24 10
Денис Войниковис
+7 (495) 983 74 19
Артем Белобров
+7 (495) 988 24 11

ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

ПРОДАЖИ
Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80
Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80
Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82
Себастьян де Принсак
+7 (495) 989 91 28
Роберто Пеццименти
+7 (495) 989 91 27

ТРЕЙДИНГ
Елена Капица
+7 (495) 988 23 73
Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74
Николай Юкович
+7 (499) 271 91 04 (доб. 59104)
Станислав Пономаренко
+7 (499) 271 91 05 (доб. 59105)

Брокерское обслуживание

Максим Малетин +7 (495) 287 63 36
НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ — УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР broker@gazprombank.ru

ПРОДАЖИ

Александр Лежнин
+7 (495) 988 23 74
Анна Нифанова
+7 (495) 989 91 29
Ирина Руссова
+7 (499) 271 90 68

Григорий Погосов
+7 (499) 271 90 54
Валентина Сычева
+7 (495) 988 23 05

Ольга Трусова
+7 (495) 287 61 00
Ирина Герасимова
+7 (495) 287 61 00

ТРЕЙДИНГ +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64
Антон Алешин
+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA
+7 (495) 913 78 57
Владимир Красов
+7 (495) 719 19 20

Операции на рынках капитала

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Павел Исаев
**ИСПОЛНИТЕЛЬНЫЙ
ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ —
НАЧАЛЬНИК ДЕПАРТАМЕНТА**

+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Марина Алексеенкова
УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 989 91 45

Игорь Доннио
УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 983 17 18

Copyright © 2003 – 2014. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (ОАО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (ОАО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (ОАО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (ОАО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.