

ВРЕМЯ ЕВРО НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

Наблюдаемое в первые недели 2014 г. повышение спроса на долговые инструменты в евро – как на развивающихся, так и на развитых рынках – предоставляет российским эмитентам возможность воспользоваться моментом и с выгодой выйти на рынок, учитывая, в частности, традиционно более узкие G-спреды по еврооблигациям в евро.

На российском рынке валютных облигаций, денонмированных в евро, интерес для инвесторов все еще может представлять выпуск RUSSIA20E, предлагающий (через конвертацию посредством свопов в долларовую доходность) премию 34 б.п. к аналогичной по дюрации бумаге в долларах.

Рост спроса на евробонды в евро

Отличительной чертой первичного рынка начала 2014 г. является высокая активность эмитентов как из EM, так и из DM в части выпуска облигаций в европейской валюте. Так, за неполный месяц, на EM было размещено бондов в евро на 11,5 млрд долл. или 18,4% всего первичного рынка (в январе 2013 г. – 6,0 млрд долл. или 10,6% всего первичного рынка). Большая доля размещений в евро за последние два года была отмечена лишь в июле 2013 года (28,6%).

Стоит отметить, что в 2014 г. первым на развивающихся рынках размещение в евро провел Petrobras, выпустив сразу три транша общим объемом 3,05 млрд евро. При этом предвестником интереса заемщиков с EM к облигациям в евро можно считать Китай. Так, еще в октябре 2013 г. корпоративные заемщики из КНР впервые вышли на рынок облигаций в евро, до этого использовавшийся лишь банками: совокупный объем размещений CNOOC и Sinopec составил 1,05 млрд евро.

Эмитенты с DM также охотно занимали в европейской валюте: знаковыми сделками здесь стали размещения Португалии (BB/Va3/BB+) и Ирландии (BBB+/Baa3/BBB+): Лиссабону, формально все еще находящемуся в «режиме» bailout, удалось привлечь 3,25 млрд евро на 5 лет без премии ко вторичному рынку, спрос превысил 11 млрд евро. Последний раз страна выходила на публичный долговой рынок в мае 2013 г.

Ирландия в ходе первого после bailout (первая на «периферии» вышла из него – в декабре) аукциона госбумаг разместила 3,75 млрд евро при спросе более 14 млрд евро с минимальной премией к вторичному рынку (около 6 б.п. в терминах номинальной доходности и спредов к свопам). Последний раз Дублин выходил на рынок с госбумагами в марте 2013 г.

Диаграмма 1. Первичный рынок EM

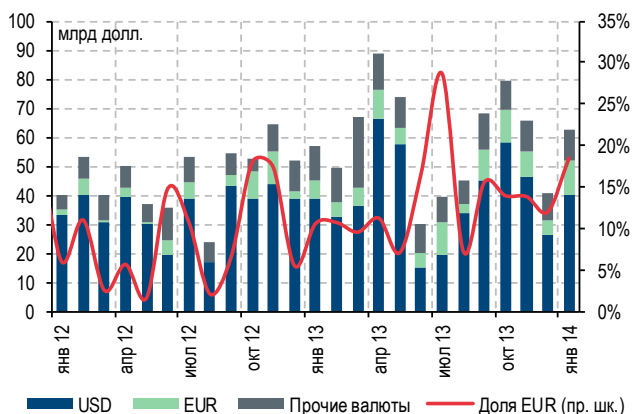
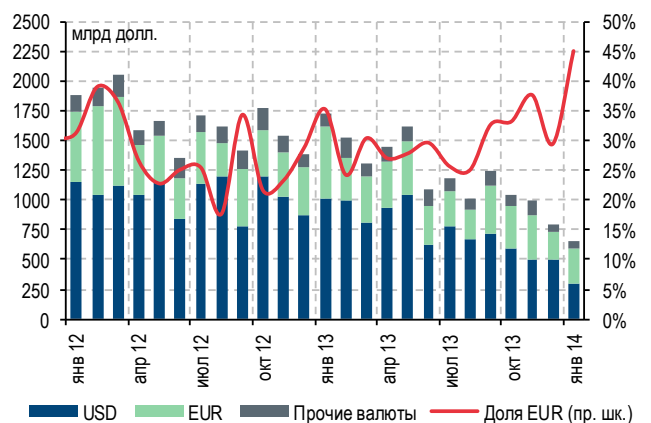


Диаграмма 2. Первичный рынок DM



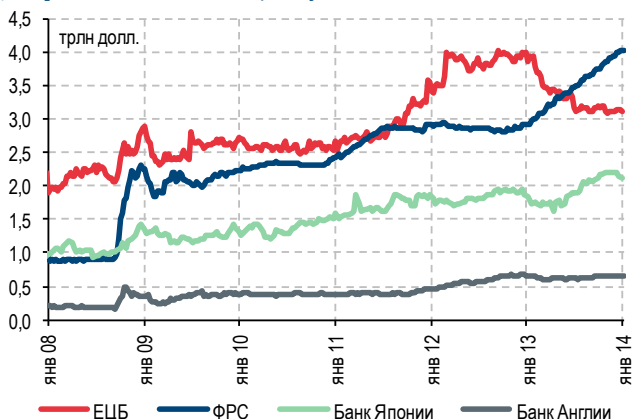


Причины высокого спроса на облигации в евро

Возвращение интереса к облигациям в европейской валюте может объясняться сразу несколькими факторами:

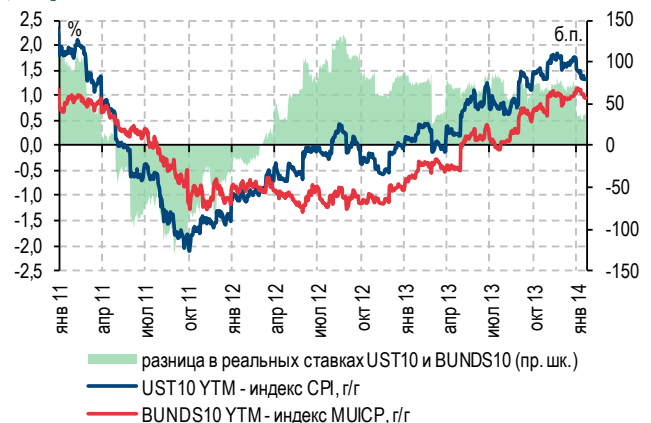
- ✓ Восстановление доверия инвесторов непосредственно к евро.
 - Улучшение макропоказателей в еврозоне. Так, намного выше прогнозов оказались опубликованные в январе данные по промпроизводству и розничным продажам в еврозоне. Кроме того, индекс экономических сюрпризов Citigroup для региона с середины декабря 2013 г. вышел в положительную зону, что указывает на то, что публикуемые макроданные в среднем превышают ожидания рынка. Улучшение восприятия европейского риска вылилось в рост индекса доверия инвесторов к экономике еврозоны в январе до максимальных с мая 2011 г. 11,9 п.
 - Максимальная за два года уверенность среди инвесторов в преодолении еврозоной острой фазы долгового кризиса. Согласно опросу Bloomberg от января 2014 г., 57% респондентов не ждут ухудшений на долговых рынках Европы, а 40% считают инвестиции в страны ЕС одной из самых привлекательных идей 2014 г. (в январе 2013 г. таких было всего 22%). Кроме того, 43% опрошенных отмечают улучшение состояния экономики еврозоны (против всего 16% год назад).
 - Отсутствие эффекта QE – предложение валюты ограничено. Баланс ЕЦБ сокращается с января 2013 г. (-891 млрд долл.), когда банки начали возвращать регулятору средства, полученные в рамках масштабных аукционов LTRO годом ранее. Напротив, баланс ФРС с начала 2013 г. уже увеличился на 1,11 трлн долл., впервые перевалив за отметку 4 трлн долл., а баланс Банка Японии вырос на 258 млрд долл.
- ✓ Позитивные действия рейтинговых агентств в отношении стран «периферии». Ирландия 17 января полностью «вернулась» в инвестиционную категорию: Moody’s повысило рейтинг страны до «Ваа3» с «позитивным» прогнозом (находился на уровне Ва1 с июля 2011 г.). Кроме того, агентство S&P изменило прогнозы по рейтингам Португалии и Ирландии с «негативного» на «стабильный».
- ✓ Опережающий рост реальных ставок в евро по сравнению с долларом. Ставка BUNDS10 с корректировкой на инфляцию с начала 2013 г. выросла на 183 б.п. до 0,94%, в то время как в случае с UST10 рост составил 130 б.п. до 1,32%. Это привело к тому, что спред между реальными ставками в США и в Европе заметно сузился и в моменте составляет 38 б.п. (в среднем за 2013 г. – 68 б.п.).

Диаграмма 3. Балансы центробанков



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 4. Реальные ставки UST10 и BUNDS10



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



Возвращение притоков в облигации в евро

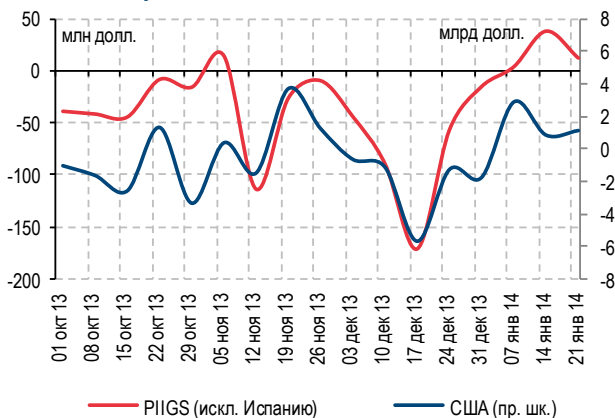
Подобные позитивные сдвиги в восприятии состояния экономики еврозоны и привлекательности европейской валюты привели к развороту потоков в облигации, в ней номинированные. Согласно данным EPFR Global, в евробонды стран GIIPS (исключая Испанию) в первые три недели года вернулись притоки (совокупно – 54 млн долл.), а непосредственно в испанские облигации за этот период было вложено 487 млн долл.

Более того, повышенный интерес к облигациям с европейской «периферии» наметился еще в конце 2013 г. – по данным Минфина Японии, вложения японских инвесторов в облигации Италии и Испании непрерывно растут с конца сентября и в ноябре достигли максимума с конца 2010 г.

Причин повышенного интереса к облигациям европейской «периферии» именно со стороны японских инвесторов может быть несколько:

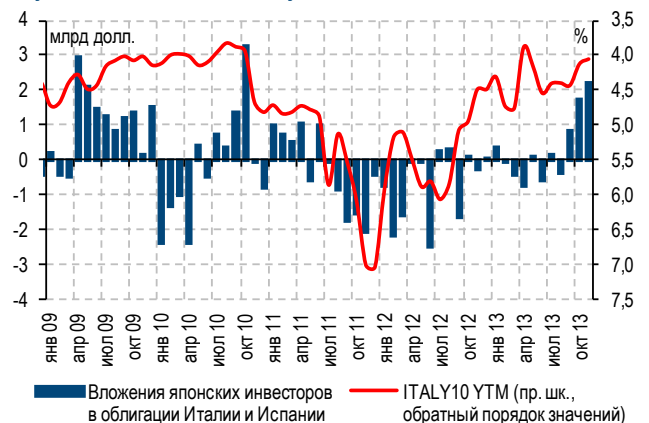
- ✓ ожидания дальнейшего ослабления иены на фоне политики QE Банка Японии: за 2013 г. евро укрепился к иене на 26,5%, а декабрьский фьючерс на пару EUR/JPY предполагает почти неизменный курс иены к евро на конец года – 141,1 иены за евро или -0,8% к текущему уровню;
- ✓ существенно более привлекательные реальные ставки в Италии и Испании: с поправкой на инфляцию доходность 10-летних госбумаг этих стран предлагает доходность 2,9-3,0%, в то время как реальная ставка по 10-летним гособлигациям Японии в августе 2013 г. перешла в отрицательную зону на фоне ускорения инфляции (еще один эффект QE Банка Японии) и в моменте составляет -0,83%.

Диаграмма 5. Недельный объем вложений в облигации отдельных стран



Источник: EPFR Global, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 6. Вложения в облигации Италии и Испании со стороны японских инвесторов



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Эффект на российский рынок бондов в евро

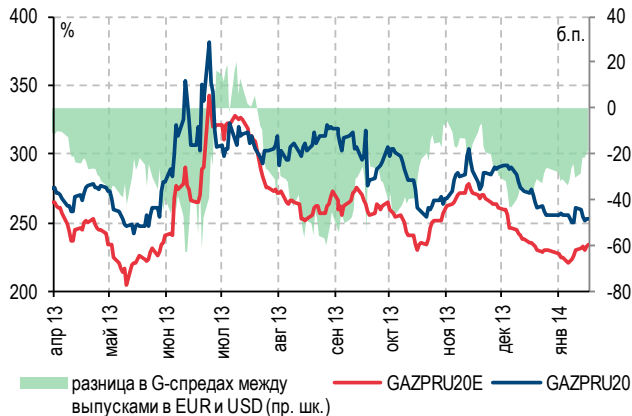
На российском долговом рынке объем обращающихся евробондов, номинированных в евро, составляет 20,6 млрд долл. (9,4% рынка). Выпуски в единой европейской валюте есть лишь у заемщиков с рейтингами инвестиционной категории. Среди корпоративных и банковских эмитентов это: Газпром, Газпром нефть, РЖД, ВЭБ и Газпромбанк. На рынке также есть суверенный российский евробонд и еврооблигации Москвы в евро.

Для российских эмитентов сложившаяся на внешних рынках ситуация предлагает возможность выгодно выйти с заимствованиями в евро: спреды к бенчмарковой кривой (G-спреды) по российским еврооблигациям в евро традиционно уже по сравнению с G-спредами долларовых выпусков на сопоставимой дюрации. Так, средняя с начала 2013 г. разница в G-спредах для пар еврооблигаций Газпрома, ВЭБа и РЖД в евро и долларах составляет 30-70 б.п. Причина, вероятно,



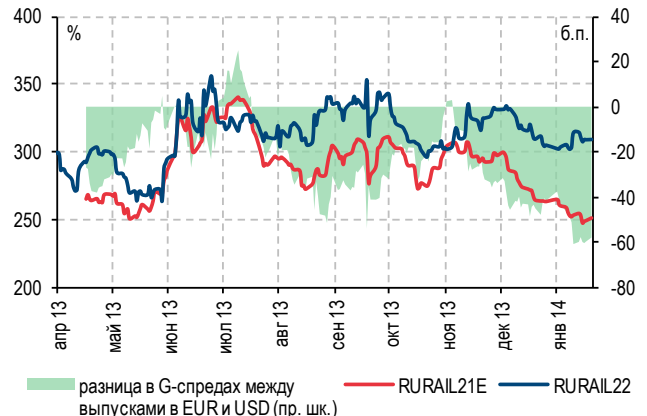
заключается в большей редкости долговых инструментов в евро – в частности, выпускаемых качественными эмитентами с EM. Так, более узкие G-спреды на евро характерны для выпусков Petrobras (в среднем с начала 2013 г. на 30-90 б.п. уже, чем на долларах), суверенных евробондов Мексики (в среднем уже на 40 б.п.), а также для выпуска китайской Sinopec SINOPE20 (уже на 30 б.п.).

Диаграмма 7. GAZPRU, G-спреды



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 8. RURAIL, G-спреды



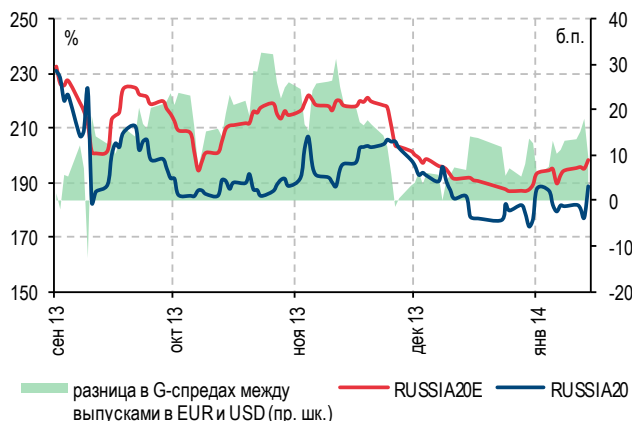
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Однако из данного «правила» – более узкие G-спреды по евробондам в евро – есть исключения, предоставляющие инвесторам возможность заработать. Так, дебютные евробонды России в евро, RUSSIA20E (YTM 2,97% G-спред 198 б.п.), предлагают премию к кривой BUNDS в размере 198 б.п., что больше, чем спред RUSSIA20 (YTM 3,66% G-спред 189 б.п.) к кривой UST на 10 б.п.

Отметим, однако, что в данном случае положительная разница в G-спредах на евро и долларах, нехарактерная для российского рынка в целом, имеет устойчивый характер, и ее исправление может занять длительное время.

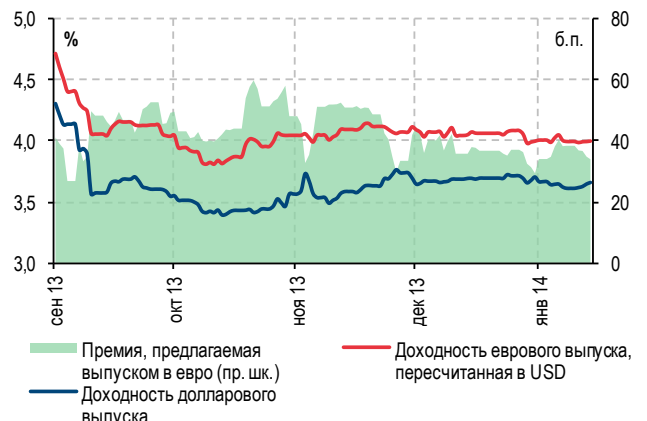
Тем не менее привлекательность выпуска RUSSIA20E в сравнении с его долларовым аналогом подтверждается также при переводе доходности в USD-эквиваленты через валютные свопы. Так, доходность RUSSIA20E при переводе в доллары предполагает премию к RUSSIA20 в размере 34 б.п.

Диаграмма 9. RUSSIA, G-спреды



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 10. RUSSIA20E и RUSSIA20



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



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)	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 Войниконис
+7 (495) 983 74 19
Артем Белобров
+7 (495) 988 24 11

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)

ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

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

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

ТРЕЙДИНГ +7 (800) 200 70 88

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