



SBERBANK CIB

Долговые рынки

Тенденции на рынке еврооблигаций эмитентов Emerging markets. Позиционирование казахских эмитентов

Алексей Булгаков

Руководитель отдела анализа долговых инструментов

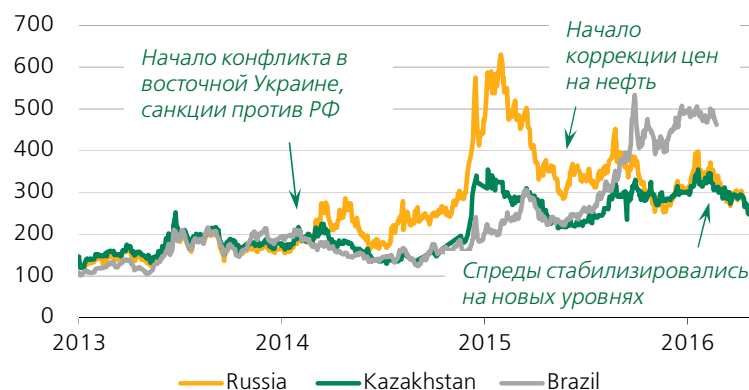
Круглый стол «Долговой рынок Республики Казахстан»

Апрель 2016

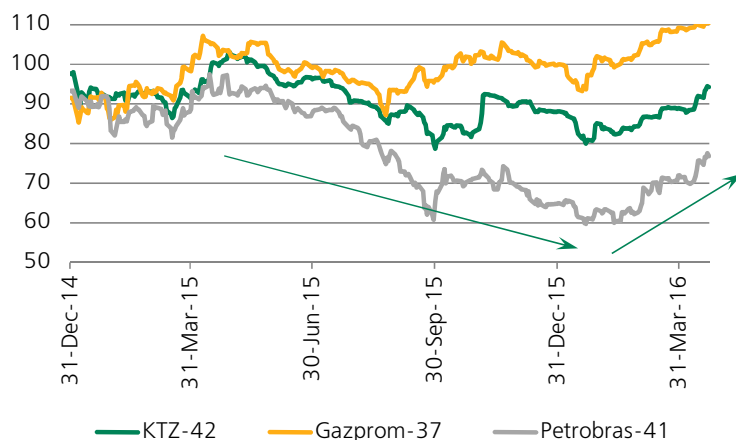
INVESTMENT RESEARCH

Основные факторы, влияющие на цены облигаций ЕМ

Спреды 5-летних суверенных CDS, бпс



Цены долгосрочных корпоративных еврооблигаций, пп



Источник: Bloomberg, Sberbank Investment Research

Основные факторы, вызвавшие волатильность спредов еврооблигаций развивающихся рынков в 2П15:

- Коррекция цен на нефть
- Продолжение коррекции цен на минеральное сырьё (продолжение выхода рынков из стадии подъёма сырьевого «суперцикла»)
- Ожидания начала цикла повышения ставок ФРС
- Отток средств из фондов ЕМ

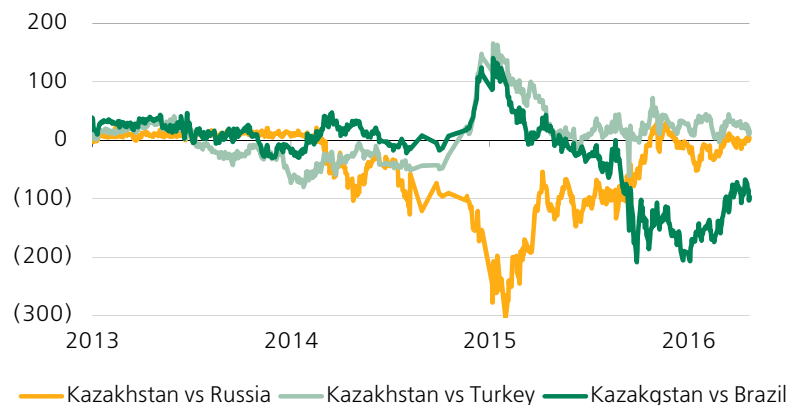
Основные факторы, вызвавшие ралли в еврооблигациях развивающихся рынков в 1П16:

- Отскок цен на нефть
- Отскок цен на минеральное сырьё (изменения в экономической политике Китая)
- Существенное смягчение ожиданий относительно темпа повышения ставок ФРС
- Низкие ставки в развитых странах, возобновившийся приток средств на рынок и увеличивающийся дефицит бумаг

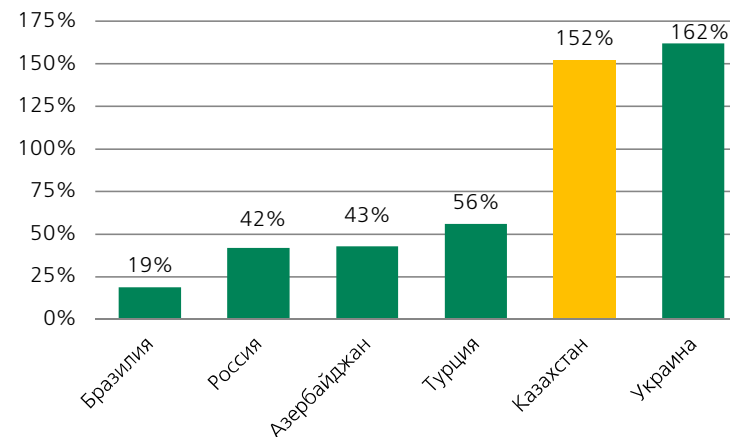


Новые «справедливые» ценовые уровни

Разница между спредами 5-летних суверенных CDS, бпс



Внешний долг/ ВВП, 2016о



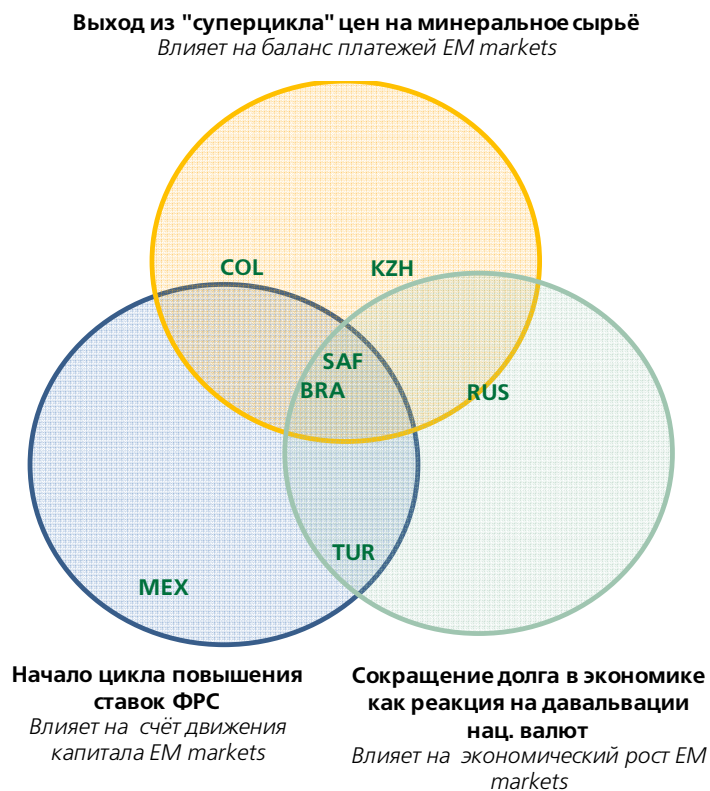
Источник: Bloomberg, Sberbank Investment Research

- Фундаментальные факторы, специфические для отдельных ЕМ стран, которые некуда не делись:
 - Существенно увеличившийся относительный внешний долг ЕМ за счёт девальваций национальных валют
 - Политические факторы, препятствующие принятию мер к адаптации экономик к новым реалиям
- Доходности еврооблигаций ЕМ стабилизировались относительно друг-друга в зависимости от предполагаемого влияния новых факторов внешней среды
- Поиск новой «истории года» в ЕМ (в 2015 таковой стали еврооблигации российских эмитентов). Сейчас большинство инвесторов концентрируются на перепроданных в 2П16 сегментах (Латинская Америка и др.), а так же увеличивают алокации в длинные бумаги.

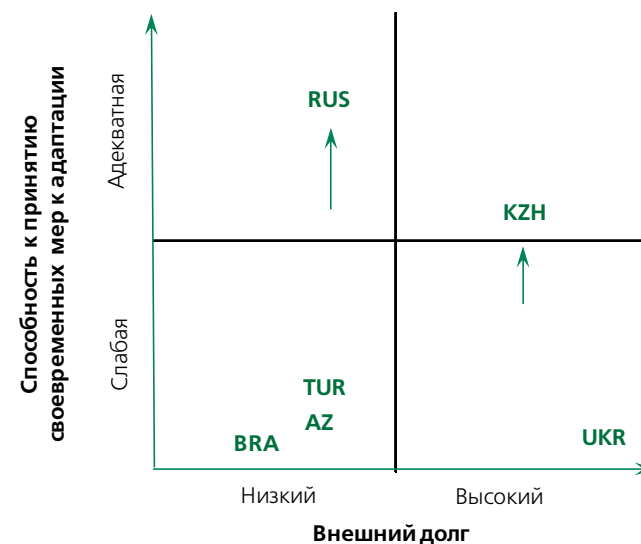


Факторы, определяющие относительные уровни цен

Влияние основных среднесрочных факторов на кредитное качество различных стран ЕМ



Приспособляемость экономических политик стран ЕМ к изменениям внешней среды в 2015 году



Источник: Sberbank Investment Research



SBERBANK CIB

Апрель 2016

4

INVESTMENT RESEARCH

Позитивный технический фон пока сохраняется

Первичные размещения еврооблигаций стран ЕМ, \$ млрд.

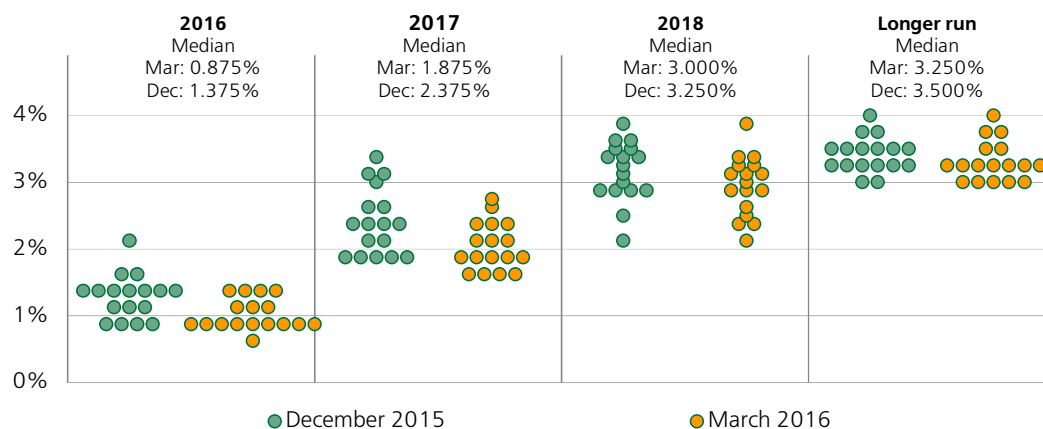


Источник: BondRadar

График погашений внешних облигаций стран ЕМ, \$ млрд.



Ожидания повышения ставок ФРС США



Источник: ФРС США

- Отток средств из фондов, инвестирующих в облигации ЕМ, наблюдавшийся в течение 2П16, сменился притоком. Объем новых размещений всё ещё невысок
- Появление структурного дефицита бумаг (экстремальный пример – Россия, фактор санкций и избыточной ликвидности в финансовой системе)
- «Фактор 2017 года» – существенный объем погашений облигаций эмитентов ЕМ

Казахстан: проявления «голландской болезни»

- Как и экономики прочих стран – экспортёров нефти, экономика Казахстана ощутила серьёзное давление из-за падения цен на нефть
- Под влиянием преобладающих факторов, ВВП Казахстана в 2016 году вероятно сократится в реальном выражении (мы ожидаем падение на 0.8%)
- В августе 2015 года НБК вынужден был отпустить курс тенге, что привело к его существенному ослаблению
- Инфляция в 2015 увеличилась до 13.6% по сравнению с 7.5% в 2014 году
- Как результат, мы ожидаем сокращения внутреннего потребления в 2016 году на 7.0%
- Существенно увеличившаяся долларизация финансовой системы.
- Баланс текущих платежей в 2015 году стал дефицитным (минус 3.2%), мы ожидаем что дефицит увеличится до 5.2% в 2015 году
- Добывающая промышленность составляет 90% промышленного производства, поэтому в 2016 году можно ожидать его сокращение

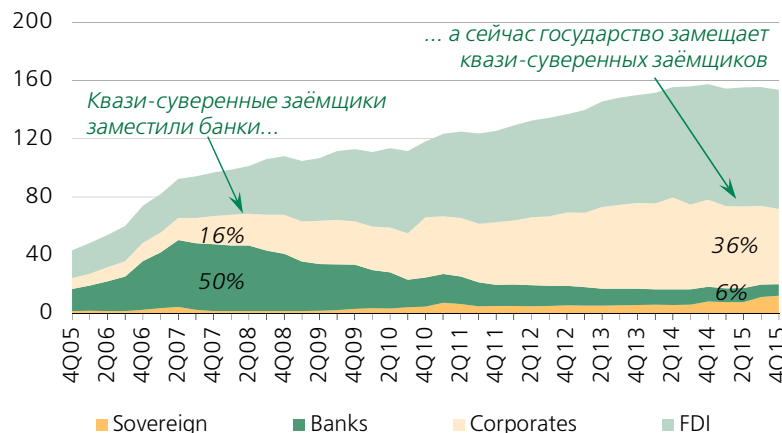
Kazakhstan's economic indicators

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| National accounts | | | | | |
| Nominal GDP, \$ bln | 215.9 | 243.8 | 215.2 | 175.1 | 103.4 |
| Real GDP growth, % | 4.6 | 5.8 | 4.1 | 1.2 | -0.8 |
| Real industrial production growth, % | 0.7 | 2.5 | 0.3 | -1.6 | -1.0 |
| Real private consumption growth, % | 12.0 | 12.6 | 1.5 | 1.0 | -7.0 |
| Real gross fixed investment growth, % | 3.8 | 4.9 | 4.4 | 3.7 | 0.0 |
| Budget | | | | | |
| State budget balance, % of GDP | -2.9 | -2.1 | -2.9 | -4.0 | -2.5 |
| State budget and National Fund balance, % of GDP | 3.9 | 3.9 | 1.1 | -6.5 | -7.6 |
| CPI | | | | | |
| Year end, y-o-y | 6.0 | 4.8 | 7.5 | 13.6 | 7.0 |
| Balance of payments | | | | | |
| Current account, \$ bln | 1.0 | 0.9 | 6.0 | -3.2 | -5.2 |
| FDI, \$ bln | 13.3 | 10.3 | 8.4 | 3.0 | 2.0 |
| Monetary reserves (incl. National Fund, excl. gold), \$ bln | 79.9 | 89.7 | 102.5 | 84.0 | 78.5 |
| National Fund assets, \$ bln | 57.8 | 70.5 | 73.6 | 63.5 | 58.0 |
| Gold, \$ bln | 6.1 | 5.5 | 7.4 | 7.6 | 7.6 |
| Debt | | | | | |
| Foreign public debt, eop, \$ bln | 5.5 | 5.7 | 7.8 | 11.0 | 12.0 |
| Foreign private debt, eop, \$ bln | 131.4 | 144.3 | 149.6 | 146.4 | 145.0 |
| Foreign debt/GDP, aop, % | 62.0 | 58.9 | 71.4 | 89.9 | 152.0 |
| USD/KZT | | | | | |
| Year end | 150.4 | 154.0 | 185.0 | 322.8 | 400.0 |

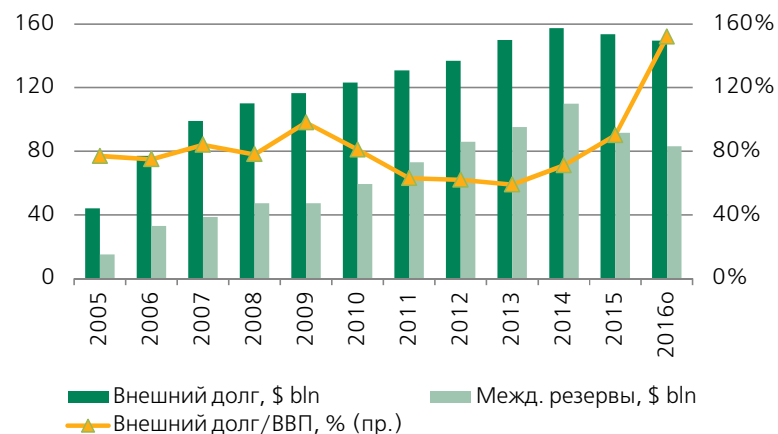
Source: State Statistics Agency, National Bank, Sberbank CIB
Investment Research

Казахстан: структура внешнего долга

Структура внешнего долга Казахстана, 2005-16, \$ млрд.



Динамика внешнего долга и ЗВР, \$ млрд.



Источник: Bloomberg, Sberbank Investment Research

- Во время кризиса 2008 года в структуре внешнего долга Казахстана преобладал банковский долг частных банков. Сейчас – долг по прямым инвестициям и долг квази-суверенных эмитентов;
- Внешний долг Казахстана в 2016 году составит около 150% к ВВП.
- Проблема рефинансирования краткосрочного внешнего долга сейчас не стоит в связи с существенными накопленными ЗВР, но стоит проблема его сокращения
- Баланс практически всех госкомпаний уже не позволяет существенного увеличения долга. Обратный частичный выкуп еврооблигаций НК КМГ был правильной мерой.
- Основные достижимые способы сокращения внешнего долга:
 - ЗВР
 - Перевод части внешнего долга во внутренний и его инфляционное сокращение.
 - Реальная частичная приватизация госактивов
 - Изменение соглашений по СРП и прямым инвестициям



SBERBANK CIB

Апрель 2016

7

INVESTMENT RESEARCH

Выводы:

- Спреды Казахских суверенных и корпоративных облигаций стабилизировались, все выпуски сейчас торгуются на новых «справедливых» уровнях относительно прочих эмитентов ЕМ
- Возможно дальнейшее сокращение спредов при продолжении ралли на рынке еврооблигаций ЕМ или появлении специфических позитивных новостей для сегмента (например, ещё один выкуп еврооблигаций с премией к рынку кем-нибудь из квази-суверенных эмитентов)
- Перед квази-суверенными эмитентами стоит задача скорее сокращения внешнего долга, а число частных казахских эмитентов, могущих разместить еврооблигации, весьма ограничено.
- Рынок без проблем переварит новые размещения, частично замещающие погашаемые выпуски (признаки дефицита торгуемых бумаг) при предложении умеренной премии ко вторичной кривой.
- Мы не ожидаем новых размещений внешнего долга от казахских банков
- Реалистично ожидать продолжения частичного замещения внешнего долга квази-суверенных эмитентов суверенным долгом (долгом Казахстана или Самрук Казыны).

Руководство компании**Руководитель Sberbank CIB**

Олег Ганеев

Со-руководитель Sberbank CIB

Александр Базаров

**Руководитель Департамента глобальных рынков,
Управляющий директор**

Максим Сафонов

Главный экономист, Управляющий директор

Евгений Гавриленков

Аналитическое управление**(495) 258 05 11****Начальник управления** Александр Кудрин

(495) 933 98 47

Стратегия

Главный стратег

по рынку акций

Кингсмилл Бонд, CFA

(495) 933 98 86

Стратег по рынку акций

Андрей Кузнецов

(495) 933 98 68

Экономика

Старший экономист

Антон Струченевский

(495) 933 98 43

Экономист

Наталья Сусеева

(495) 258 05 11

Экономист

Сергей Коныгин

(495) 933 98 48

Нефть и газ

Старший аналитик

Александр Фэк

(495) 933 98 29

Аналитик

Валерий Нестеров

(495) 933 98 32

Металлургия, химическая промышленность

Старший аналитик

Ирина Лапшина

(495) 933 98 52

Аналитик

Анна Антонова

(495) 787 23 90

Финансовый сектор

Старший аналитик

Эндрю Кили

+44 (20) 7936 04 39

Аналитик

Андрей Павлов-Русинов

(495) 933 98 17

Телекоммуникации, медиа и интернет

Старший аналитик

Светлана Суханова

(495) 933 98 35

Младший аналитик

Мария Суханова

(495) 933 98 56

Информационные технологии

Старший аналитик

Юлия Гордеева, CFA

(495) 933 98 46

Старший аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Младший аналитик

Иван Беляев, CFA

(495) 933 98 53

Потребительский сектор

Старший аналитик

Михаил Красноперов

(495) 933 98 38

Аналитик

Артур Галимов

(495) 933 98 33

Электроэнергетика

Старший аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Недвижимость, строительство

Старший аналитик

Юлия Гордеева, CFA

(495) 933 98 46

Старший аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Младший аналитик

Иван Беляев, CFA

(495) 933 98 53

Транспорт, машиностроение

Старший аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Старший аналитик

Юлия Гордеева, CFA

(495) 933 98 46

Младший аналитик

Иван Беляев, CFA

(495) 933 98 53

Стратегия долговых, сырьевых и валютных рынков

Главный стратег FX/IR

Том Левинсон

(495) 933 98 58

Старший стратег FI

Владимир Пантюшин

(495) 933 98 51

Стратег/Quant FX/IR

Искандер Абдуллаев

(495) 787 23 46

Младший стратег FI

Александр Голынский

(495) 258 05 11

Рынок долговых инструментов с фиксированной доходностью

Старший аналитик

Алексей Булгаков

(495) 933 98 66

Старший аналитик

Дмитрий Поляков, CFA

(495) 933 98 36

Старший аналитик

Сергей Гончаров

(495) 933 98 54

Младший аналитик

Николай Минко

(495) 933 98 57

Товарно-сырьевые рынки

Стратег

Виталий Ермаков

(495) 787 2381

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research подготовлен ЗАО "Сбербанк КИБ" и/или его аффилированными лицами (совместно именуемыми "Sberbank CIB") и может использоваться только в качестве информации общего характера. В частности, отдельные части обзора Sberbank CIB Investment Research, имеющие отношение к турецкому рынку, были подготовлены в Турции при участии DENIZ YATIRIM MENKUL DEGERLER A.S. – компании, аффилированной с ЗАО "Сбербанк КИБ", под руководством и в соответствии с внутренней политикой ЗАО "Сбербанк КИБ".

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research в полной мере отражает личное мнение аналитиков об анализируемой компании (компаниях) и ее (их) ценных бумагах. Компенсация, выплачиваемая аналитикам, ни в коей мере, ни прямо, ни косвенно, не зависит от рекомендаций и мнений, опубликованных в настоящем обзоре. Мнения аналитиков могут не совпадать. Как ранее опубликованные, так и будущие аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research могут содержать определенную информацию и/или выводы, не в полной мере соответствующие изложенному в настоящем обзоре.

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research основан на доступной в настоящее время публичной информации, которую Sberbank CIB считает надежной. Однако Sberbank CIB не предоставляет никаких гарантий и заверений в том, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Sberbank CIB стремится своевременно обновлять аналитическую информацию в соответствующих случаях, однако это не является обязанностью Sberbank CIB. Содержащиеся в настоящем обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или каких-либо иных инструментов. Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить данный обзор. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, о которых идет речь в данном обзоре, могут быть недоступными или не соответствующими требованиям всех инвесторов. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в данном обзоре, а равно учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться. Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не дают оснований для прогноза будущей динамики, не гарантируют будущих доходов и не исключают возможной потери первоначального капитала. Sberbank CIB не несет ответственности за любые прямые, косвенные убытки, ущерб, потери, или иные последствия, которые могут наступить вследствие частичного или полного использования материалов, содержащихся в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research. Инвесторы должны проводить свою собственную оценку рисков, не полагаясь исключительно на информацию, представленную в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research. Инвесторам необходимо получить отдельные правовые, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации, основываясь на индивидуальных обстоятельствах. Любая информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре Sberbank CIB Investment Research и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не является налоговой консультацией, а также не предназначена и не может быть использована кем-либо для предоставления налоговых консультаций.

Sberbank CIB не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, содержащуюся в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research, или исправлять неточности. Время от времени Sberbank CIB, его аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать в качестве принципала иные сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем аналитическом обзоре Sberbank CIB Investment Research, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем обзоре. Сейлз-менеджеры, трейдеры и прочие специалисты Sberbank CIB могут предоставлять клиентам Sberbank CIB и трейдерам Sberbank CIB, совершающим сделки за счет и в интересах Sberbank CIB, комментарии по рынку или торговые стратегии в устной или письменной форме, отражающие мнение, противоречащее мнению, выраженному в данном аналитическом обзоре. Сегмент управления активами Sberbank CIB, его трейдеры, совершающие сделки за счет и в интересах Sberbank CIB, и инвестиционное подразделение могут принимать инвестиционные решения, не соответствующие рекомендациям или мнениям, опубликованным в данном аналитическом обзоре. Sberbank CIB проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение существующих и потенциальных конфликтов интересов.

За исключением специальных аналитических обзоров по отдельным секторам, которые выходят на регулярной основе, прочие аналитические материалы Sberbank CIB Investment Research выпускаются с нерегулярными временными интервалами по усмотрению аналитика.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом обзоре Sberbank CIB Investment Research, может быть получена от Sberbank CIB по запросу. Данный аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Sberbank CIB.

Материалы Sberbank CIB Investment Research не содержат юридических рекомендаций и не являются таковыми. Действия Sberbank CIB и Sberbank CIB USA, Inc. в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие граждан США и стран ЕС, а также физических лиц, подпадающих под юрисдикцию США или ЕС, инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых, равно как и посреднические действия или действия, способствующие их участию в таких сделках, запрещены для граждан этих стран и лиц, подпадающих под их юрисдикцию. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых ими после ознакомления с материалами Sberbank CIB Investment Research, в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность.

ДЛЯ РЕЗИДЕНТОВ США. Настоящий аналитический обзор распространяется в США компанией Sberbank CIB USA, Inc., имеющей лицензию на оказание брокерских и дилерских услуг в США и являющейся участником FINRA. Настоящий обзор был подготовлен и проверен аналитиками, которые не являются сотрудниками Sberbank CIB USA, Inc., не зарегистрированы/не сертифицированы FINRA, и на которых не распространяются требования FINRA. Sberbank CIB USA, Inc. не несет ответственности за содержание настоящего обзора. В США настоящий обзор предназначен для распространения исключительно среди крупных институциональных инвесторов США согласно ст. 15а-6 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года.

Настоящий обзор не предназначен для каких-либо других лиц в США. Все крупные институциональные инвесторы США или лица за пределами США, получающие настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research, не могут передавать его оригинал или копию другим лицам в США. Для получения дополнительной информации или совершения сделок с ценными бумагами и инструментами, упомянутыми в настоящем обзоре, вы можете связаться с официальным представителем Sberbank CIB USA, Inc., по телефону 212.300.9600 или по адресу Carnegie Hall Tower 152 W 57th Street 44th Floor New York, NY 10019.

ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ. Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический обзор предназначен только для лиц, являющихся правомочными контрагентами или профессиональными клиентами, и не предназначен для розничных клиентов (в соответствии с EU Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC).