



**SBERBANK CIB**

Долговые рынки

**Тенденции на рынке еврооблигаций эмитентов  
Emerging markets. Позиционирование казахских эмитентов**

Екатерина Сидорова, CFA

Аналитик по долговым инструментам

Круглый стол «Долговой рынок Республики Казахстан»

Март 2017

**INVESTMENT RESEARCH**

# Ценовая динамика облигаций эмитентов ЕМ в 2016-1К17

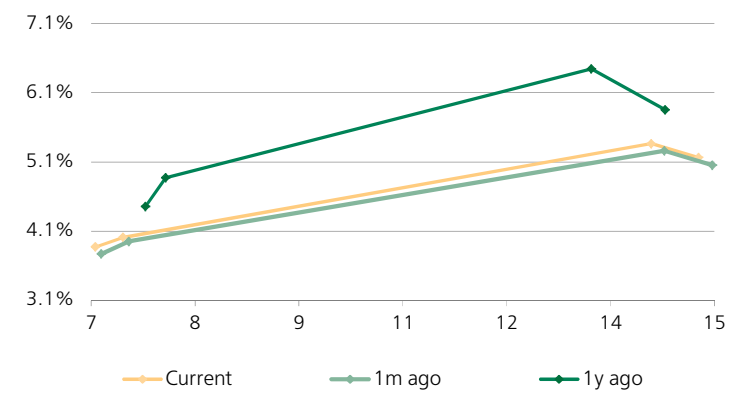
- Котировки еврооблигаций эмитентов ЕМ показали впечатляющую динамику в течение 2016 – 1К17. Спреды суверенных бумаг ЕМ снизились на 100-200 б.п.
- **Внешние факторы**, способствовавшие сужению спредов:
  - Сохранение **низких базовых процентных ставок** в США и Европе, что поддерживает «охоту за доходностью»
  - Восстановление **цен на нефть**, достижение соглашения о сокращении добычи между ОПЕК и прочими странами-экспортерами нефти
  - Восстановление с низких уровней **цен на минеральное сырье** (уголь, железная руда, сталь, базовые металлы)
  - **Приток средств** в фонды, инвестирующие в инструменты ЕМ
- Специфические **факторы развивающихся рынков**:
  - **Адаптация экономической политики** стран ЕМ к «новой реальности», девальвация против доллара практически всех валют развивающихся экономик
  - Смещение **источника «негативных новостей»** с развивающихся на **развитые рынки**
  - **Сокращение объема обращающихся бумаг** на отдельных рынках ЕМ в результате плановых погашений, а так же досрочного выкупа долга

Спреды 5-летних суверенных CDS, б.п.



Источник: Bloomberg, Sberbank CIB Investment Research

Суверенная кривая доходности Казахстана



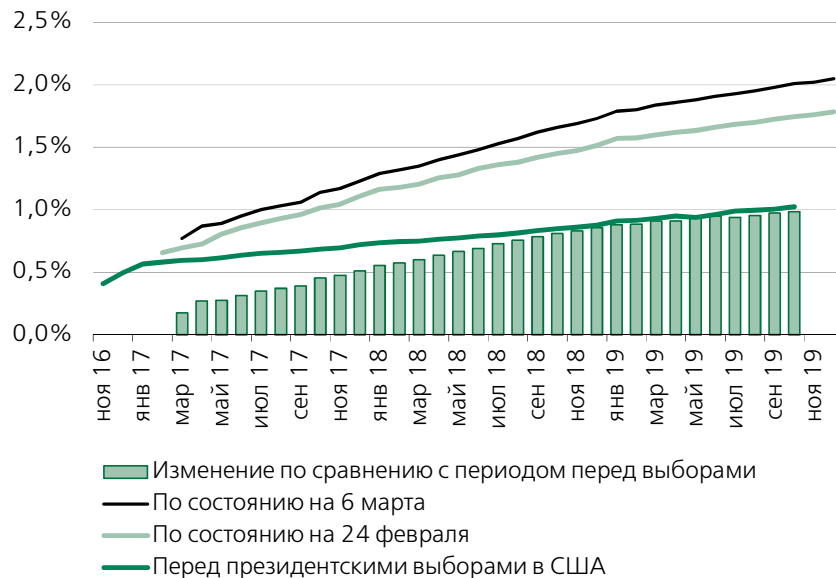
Источник: Bloomberg, Sberbank CIB Investment Research

# Ключевые глобальные факторы в 2017г.

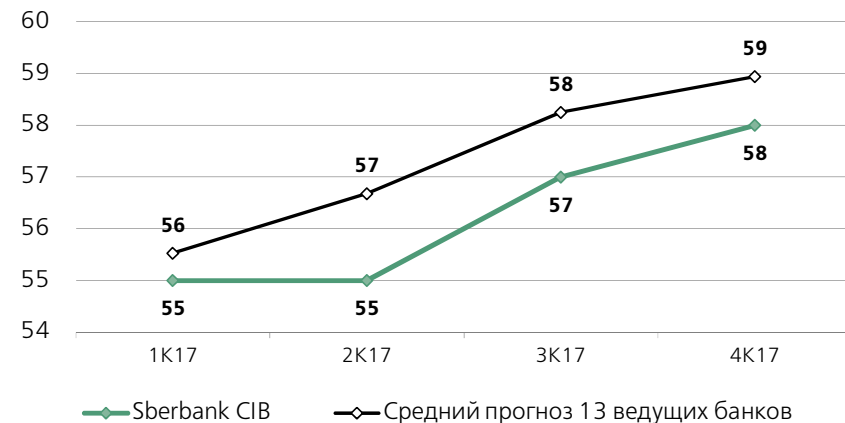
В 2017г. источниками волатильности на долговых рынках могут стать:

- **Президентские выборы** во Франции и национальные выборы в Германии. Риски изменения **внешней политики США**.
- **Ужесточение денежно-кредитной политики ФРС**: рынки ожидают три повышения ставки в текущем году. При этом повышение ставки ЕЦБ маловероятно до середины 2018 г.
- Волатильность **цен на нефть**.

## Изменения ожиданий рынка в отношении роста ставки ФРС США



## Прогноз динамики ICE Brent, \$/bbl



Источник: Bloomberg, Sberbank CIB Investment Research

## История и прогнозы изменения ставки ФРС США

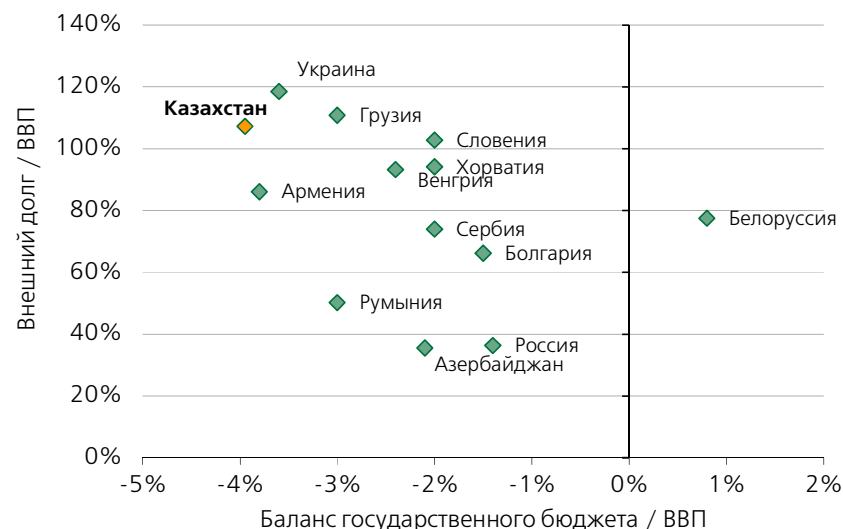


Источник: Bloomberg, Sberbank CIB Investment Research

# Первичные размещения облигаций ЕМ

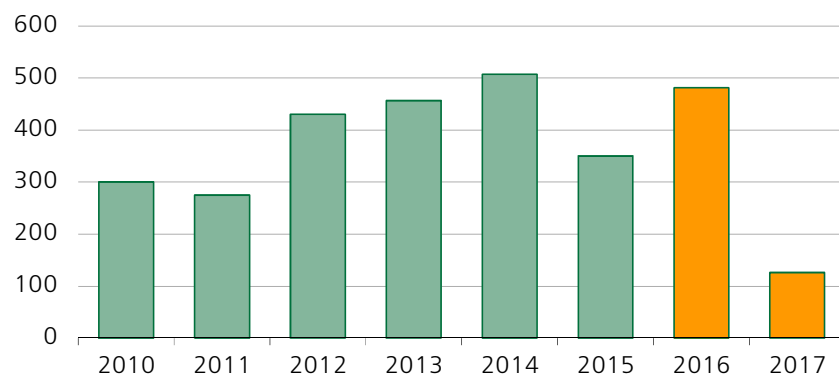
- По объемам первичных размещений еврооблигаций эмитентами ЕМ **2016г. оказался вторым** по величине после рекордного 2014г.
- При этом **активность эмитентов стран СНГ** была более **сдержанной**, что объясняется специфическими структурными и геополитическими факторами (фокус на сокращение внешнего долга, финансовые санкции). Тем не менее российские эмитенты в 2016г. разместили новые еврооблигации на \$15 млрд. (в 2015 г. - \$4 млрд.).
- Мы ожидаем **продолжения высокой активности** на первичном рынке ЕМ в текущем году, и рост активности эмитентов СНГ.

## Объем внешнего долга и дефицит бюджета, 2017о



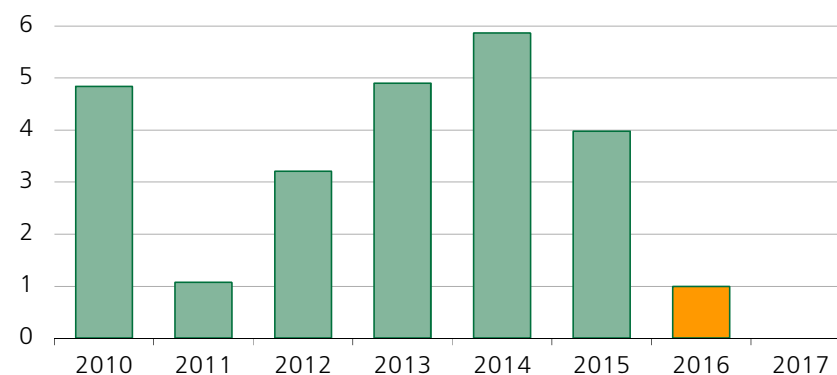
Источник: Sberbank CIB Investment Research

## Размещение еврооблигаций эмитентами ЕМ, \$ млрд.



Источник: Bond Radar

## Размещение еврооблигаций эмитентами Казахстана, \$ млрд.



Источник: Bond Radar

# Казахстан: смешанная динамика экономических показателей

- В 2016 году Казахстану удалось избежать рецессии, а динамика ВВП в течение года улучшалась. В 2017 году мы ожидаем **рост экономики на 1,5–2,0%**.
- Ключевые драйверы роста в 2016г. – запуск месторождения Кашаган и хорошая динамика сельского хозяйства. Вместе с тем восстановление внутреннего потребления пока остается слабым на фоне сокращения реальных доходов населения.
- В течение 2016г. **курс тенге стабилизировался** на фоне заметного восстановления цен на сырье.
- Инфляция в Казахстане нормализовалась** после периода ускоренного роста, спровоцированного ослаблением тенге в 2014-2015гг. Годовые темпы роста ИПЦ уже находятся внутри целевого диапазона НБК 6–8%.
- В 2017г. мы ожидаем умеренного улучшения динамики импорта, а рост экспортной выручки поддержит платежный баланс. В результате **дефицит счета текущих операций сократится**.
- Пересмотренные параметры бюджета на 2017г.** предполагают увеличение расходов на 33% г-г при росте доходов (вкл. трансферты) на 26% г-г, что приведет к **росту дефицита бюджета**.

## Ключевые экономические показатели Казахстана

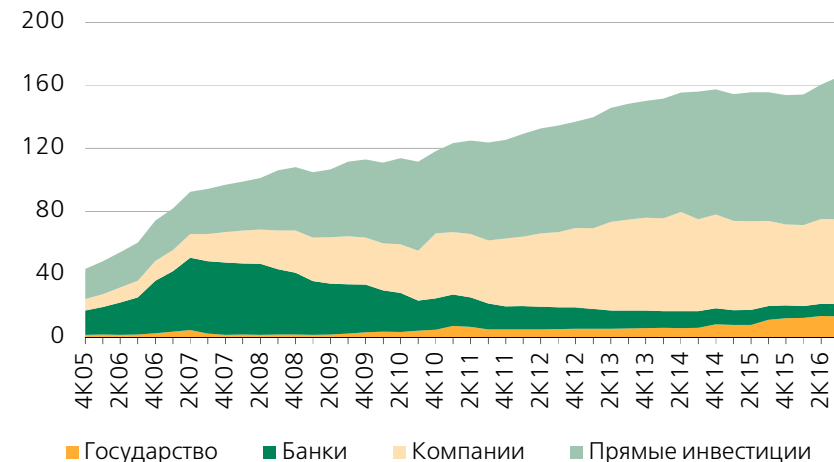
	2013	2014	2015	2016о	2017о
<b>Национальные счета</b>					
Номинальный ВВП, \$ млрд.	243,8	226,6	184,4	133,7	147,4
Реальный ВВП, % изм.	5,8	4,1	1,2	1,0	1,5
Реальный объем пром. пр-ва, % изм.	2,5	0,3	-1,6	-1,1	2,0
Реальное потребление населения, % изм.	12,6	1,5	1,0	2,0	1,8
Реальные инвестиции в основной капитал, % изм.	4,9	4,4	3,7	5,1	3,0
<b>Бюджет</b>					
Баланс государственного бюджета / ВВП, %	-2,1	-2,9	-2,2	-1,6	-4,0
Баланс госбюджета и Нацфонда / ВВП, %	3,9	1,1	-4,3	-5,4	-8,0
<b>ИПЦ</b>					
На конец года, % изм.	4,8	7,5	13,6	8,5	6,7
В среднем за год, % изм.	5,8	6,7	6,7	14,6	5,4
<b>Платежный баланс</b>					
Торговый баланс, \$ млрд.	34,8	36,7	12,7	9,4	14,3
Счет текущих операций, \$ млрд.	0,9	6,0	-5,5	-8,2	-4,3
Прямые иностранные инвестиции, \$ млрд.	10,3	8,4	4,0	8,0	5,0
Валютные резервы (вкл. Национальный фонд, не вкл. золото), \$ млрд.	89,7	102,5	84,0	81,2	74,0
Активы Национального фонда, \$ млрд.	70,5	73,6	63,5	61,0	55,0
Золотые резервы, \$ млрд.	5,5	7,4	7,6	9,6	12,0
<b>Внешний долг</b>					
Внешний гос. долг на конец периода, \$ млрд.	5,8	8,3	12,2	14,7	16,0
Внешний частный долг на конец периода, \$ млрд.	144,3	149,1	141,3	142,3	145,0
Общий внешний долг / ВВП, %	58,9	67,8	84,3	116,1	107,2
<b>USD/KZT</b>					
Средний	152,1	179,9	221,7	342,2	332,0
На конец периода	154,0	185,0	322,8	333,7	330,0
<b>Брент, \$/bbl</b>	108,8	97,6	53,7	45,1	50,0

Источники: Казстат, НБК, Sberbank CIB Investment Research

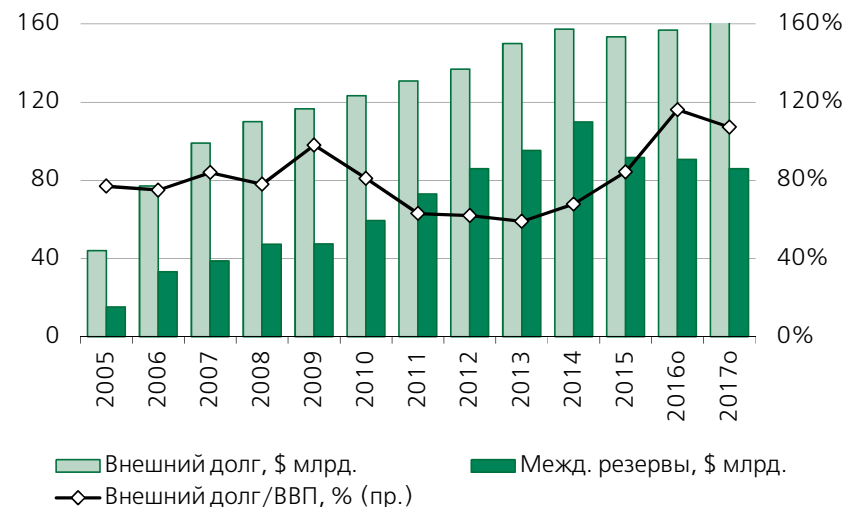
# Казахстан: эволюция структуры внешнего долга

- С 2008 структура внешнего долга Казахстана претерпела **качественные изменения**:
  - Этап1: Банковский долг был замещен заимствованиями госкомпаний и ростом задолженности по прямым инвестициям.
  - Этап 2: Начиная с 2015г. наблюдается наращивание долга госкомпаний.
- График погашения внешнего долга необременительный, а объем накопленных резервов достаточен для обслуживания долга. Вместе с тем общий уровень привлеченного долга говорит о **среднесрочной задаче его сокращения**.
- Доступные варианты оптимизации уровня и графика погашения внешнего долга:
  - Расходование части накопленных резервов.
  - Перевод части внешнего долга во внутренний и его инфляционное сокращение.
  - Приватизация госактивов с частичной продажей внешним инвесторам.
  - Изменение соглашений по прямым инвестициям.
- Мы ожидаем **общую величину внешнего долга Казахстана в 2017 г. на уровне около 110% к ВВП**.
- Дефицит бюджета в 2017г. будет покрыт за счет **внутренней ликвидности**, мы не ожидаем размещения суверенных еврооблигаций.

Структура внешнего долга Казахстана, 2005-17, \$ млрд.



Динамика внешнего долга и ЗВР, \$ млрд.



Источник: НБК, Sberbank CIB Investment Research

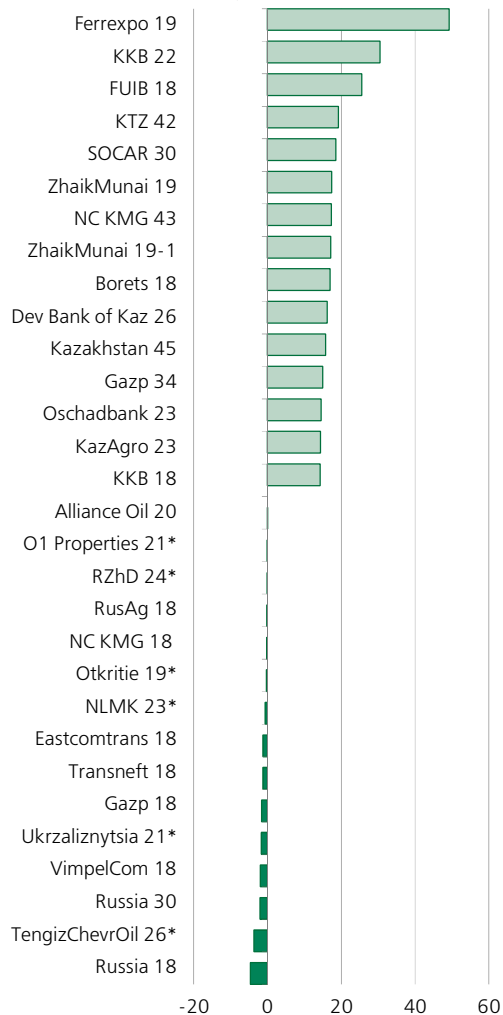
# Эмитенты Казахстана на рынке еврооблигаций: ценообразование и выпуск новых бумаг

- Суверенные и корпоративные **еврооблигации эмитентов Казахстана** показали **положительную динамику в течение 2016 г. и в начале 2017г.** на фоне общерыночных тенденций в сегменте ЕМ в целом, а также стабилизации ключевых макроэкономических показателей.
  - ЕНПФ в течение года проводил скупку долларовых бумаг; фактор «**локального бида**», как и в случае с российскими бумагами, выразился в **снижении волатильности котировок**.
  - В настоящее время инвесторы классифицируют **казахские еврооблигации** как разновидность «**ставки на нефть**»: их котировки изменяются преимущественно в зависимости от общерыночных колебаний, а так же цены на нефть.
  - Со второй половины 2016 года инвесторы стали придавать большее значение политическим процессам, проходящим в Казахстане.
  - В 2П16 повышенное внимание инвесторов на вторичном рынке уделялось двум эмитентам категории **high-yield**: Казкоммерцбанк и Nostrum Oil.
- Потребности в **финансировании дефицита бюджета Казахстана** в 2017г. будут покрыты за счет внутренней ликвидности, мы **не ожидаем размещения суверенных еврооблигаций** в текущем году.
- На фоне снижений доходностей на мировых рынках увеличился **интерес международных инвесторов к локальным валютам**: российские компании впервые после 2013 г. возобновили выпуск рублёвых еврооблигаций. Вместе с тем доступ иностранных инвесторов к инструментам в тенге по-прежнему ограничен.
- **Активность эмитентов Казахстана на первичном рынке** в 2017г. будет ограничена **2-4 новыми выпусками** (ТШО, возможны предложения по обмену обращающихся выпусков от Nostrum Oil, КазАгро, НК КМГ). Перед квази-суверенными корпоративными заемщиками стоит задача сокращения внешнего долга, а число потенциальных эмитентов из частного сектора ограничено. Выпуски долларовых облигаций банками маловероятны.

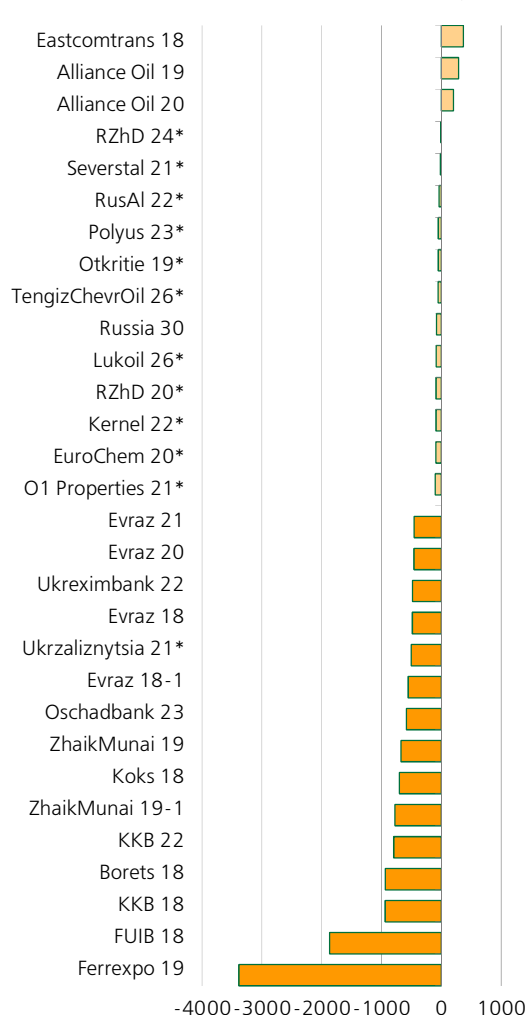


# Изменение цен и спредов еврооблигаций Казахстана и стран бывшего СССР

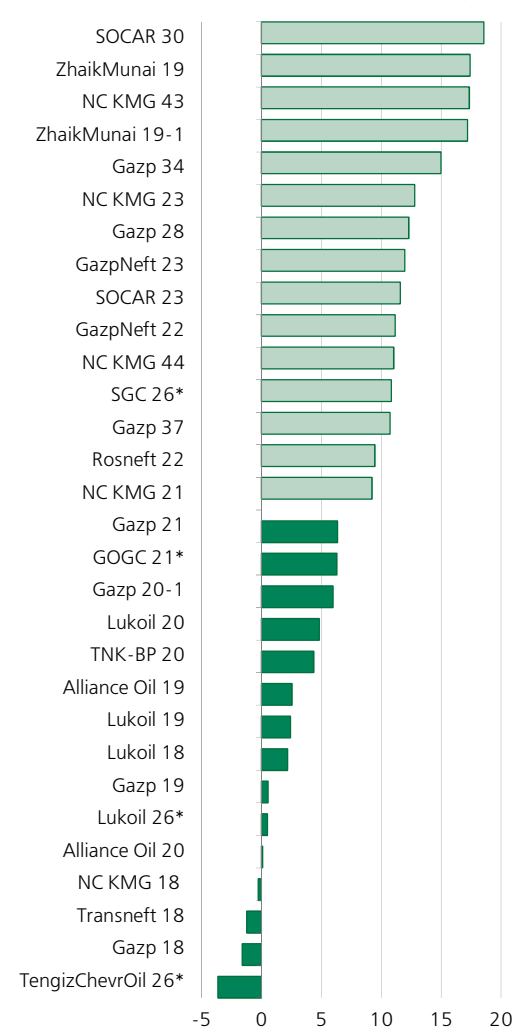
**Изменение цен еврооблигаций эмитентов стран бывшего СССР за посл. 12м\*\*, п.п.**



**Изменение Z-спредов еврооблигаций эмитентов стран бывшего СССР за посл. 12м\*\*, б.п.**



**Изменение цен еврооблигаций нефтегазовых компаний стран бывшего СССР за посл. 12м\*\*, п.п.**



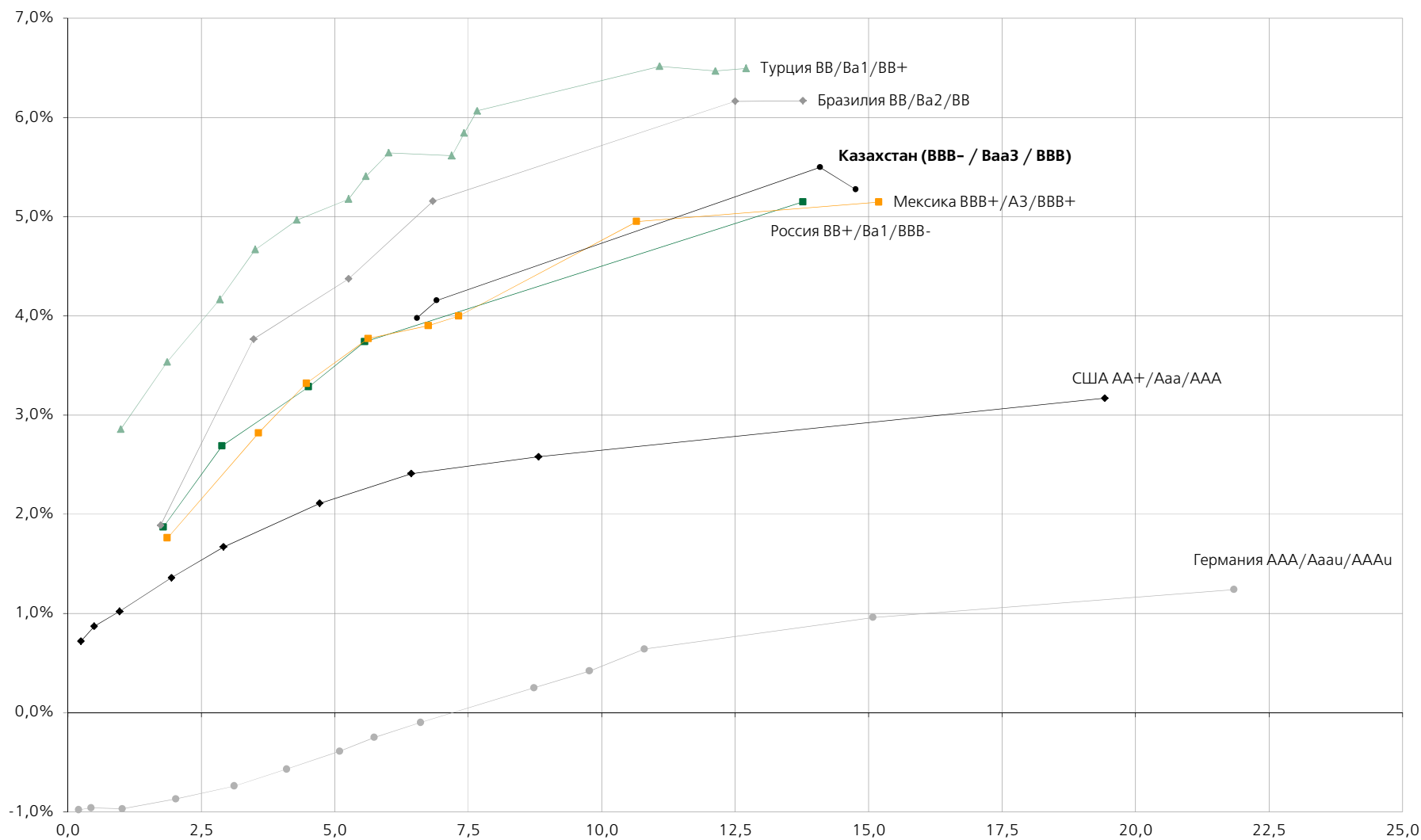
\* Выпуск был размещен в течение последних 12 мес.

\*\* По состоянию на 7 марта 2017

Источники: Bloomberg, Sberbank CIB Investment Research



# Кривые доходности суверенных еврооблигаций эмитентов ЕМ



\* По состоянию на 9 марта 2017

Источники: Bloomberg, Sberbank CIB Investment Research



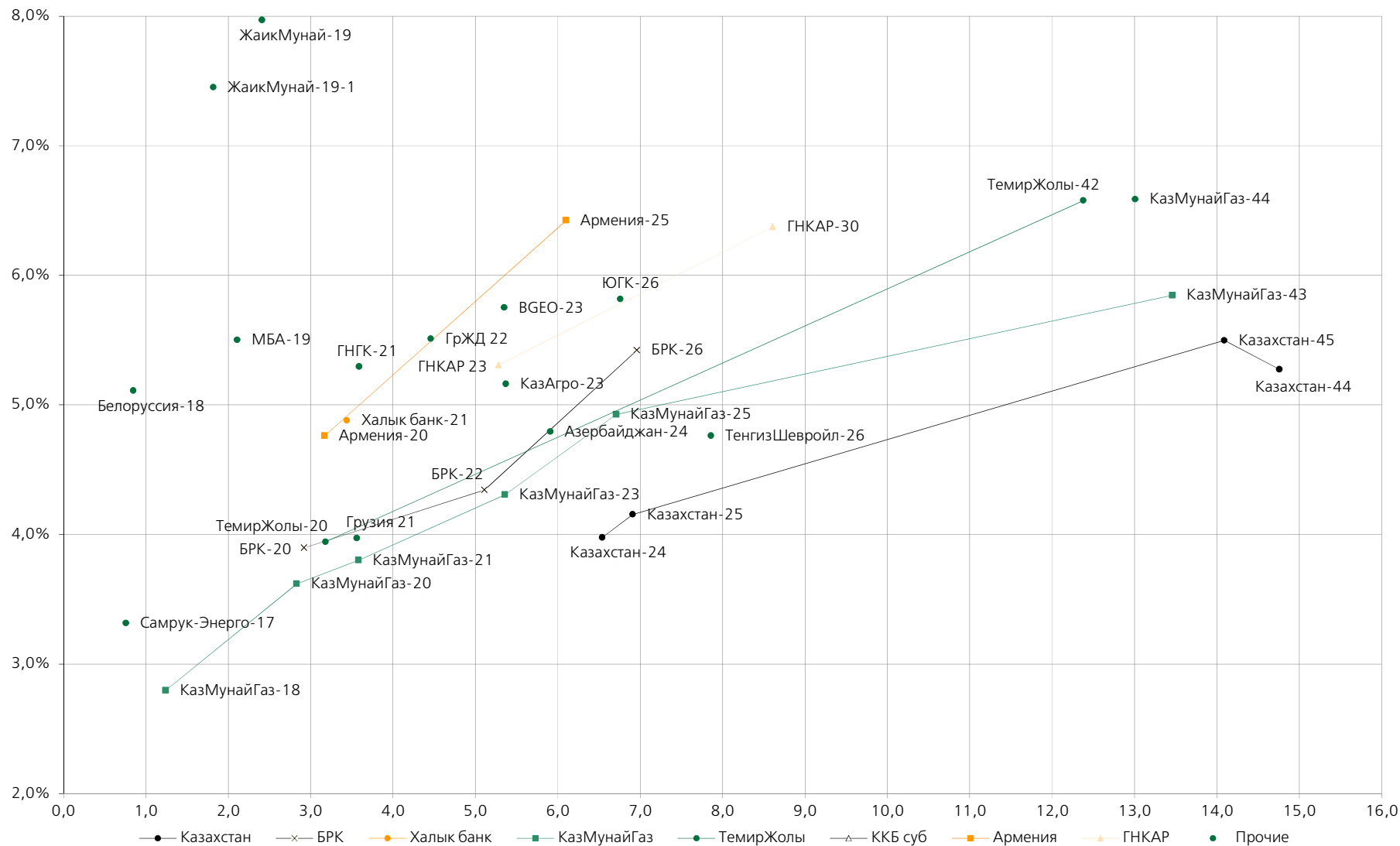
**SBERBANK CIB**

Март 2017

9

INVESTMENT RESEARCH

# Кривая доходности еврооблигаций эмитентов Казахстана



\* По состоянию на 9 марта 2017

Источники: Bloomberg, Sberbank CIB Investment Research

---

## Руководство компании

Руководитель Sberbank CIB  
Соруководитель Sberbank CIB

Игорь Буланцев  
Александр Базаров

Руководитель Департамента глобальных рынков,  
вице-президент

Андрей Шеметов

---

## Аналитическое управление

(495) 258 05 11

Начальник управления Александр Кудрин (495) 933 98 47

### Стратегия

Главный стратег по рынку акций Андрей Кузнецов (495) 933 9868  
Младший стратег по рынку акций Коул Эйксон (495) 933 9851

### Экономика

Главный экономист Антон Струченевский (495) 933 98 43  
Старший экономист Родион Ломиворотов, CFA (495) 258 05 11  
Экономист Наталья Сусеева (495) 258 05 11  
Экономист Сергей Коныгин (495) 933 98 48  
Младший экономист Артем Виноградов (495) 258 05 41

### 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

### Финансовый сектор

Старший аналитик Эндрю Кили +44 (20) 7936 04 39  
Аналитик Андрей Павлов-Русинов (495) 933 98 17

### Потребительский сектор

Старший аналитик Михаил Красноперов (495) 933 98 38

### Электроэнергетика

Старший аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

### Телекоммуникации, медиа и интернет

Старший аналитик Светлана Суханова (495) 933 98 35  
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

### Недвижимость, строительство

Старший аналитик Юлия Гордеева, CFA (495) 933 98 46  
Старший аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

### Транспорт, машиностроение

Старший аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42  
Старший аналитик Юлия Гордеева, CFA (495) 933 98 46

### Стратегия долговых, сырьевых и валютных рынков

Главный стратег FX/IR Том Левинсон (495) 933 98 58  
Стратег Quant FX/IR Искандер Луцко (495) 787 23 46  
Стратег FX/IR Владимир Цибанов (495) 933 98 54  
Стратег по сырьевым рынкам Михаил Шейбе (495) 258 05 21  
Младший стратег FI Александр Голынский (495) 258 05 11

### Рынок долговых инструментов с фиксированной доходностью

Старший аналитик Алексей Булгаков (495) 933 98 66  
Аналитик Екатерина Сидорова, CFA (495) 933 98 34  
Аналитик Александр Сычев, CFA (495) 933 98 86  
Младший аналитик Николай Минко (495) 933 98 57

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research (далее "аналитический обзор") подготовлен АО "Сбербанк КИБ" и/или его аффилированными лицами (совместно именуемыми "Sberbank CIB"). В частности, отдельные части настоящего аналитического обзора, имеющие отношение к турецкому рынку, были подготовлены в Турции при участии DENIZ YATIRIM MENKUL DEGERLER A.S. под руководством и в соответствии с внутренней политикой АО "Сбербанк КИБ".

Настоящий аналитический обзор 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 аналитическом 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 соответствующие изложенному в настоящем аналитическом обзоре.

Настоящий аналитический обзор предназначен для использования только в качестве информации общего характера и 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, на нее нельзя полагаться как на полную и достоверную информацию. Содержащиеся в настоящем аналитическом обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или иных инвестиций, опционов, фьючерсов или каких-либо иных финансовых инструментов. Настоящий аналитический обзор 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 аналитический обзор. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, о которых идет речь в данном аналитическом обзоре, могут быть недоступными для или не соответствующими требованиям всех инвесторов. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовую консультацию в отношении целесообразности инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в данном аналитическом обзоре, а равно учитывать, что прогнозы, касающиеся будущих событий, могут не реализоваться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход (если таковой будет) 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 возможность потери первоначального капитала. Sberbank CIB не несет ответственности за любые прямые и 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 собственную оценку рисков, не полагаясь исключительно на информацию, представленную в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research. Инвесторам следует получить отдельные юридические, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации, основываясь на индивидуальных обстоятельствах. Любая информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре 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 в прошлом, настоящем или будущем компании, входящие в Sberbank CIB, их принципалы и сотрудники или связанные с ними лица, могли или могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать в качестве принципала иные сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем аналитическом обзоре, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги или действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета любой компании, упомянутой в настоящем аналитическом 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. Подразделение по управлению активами Sberbank CIB, трейдеры, совершающие сделки за счет и в интересах Sberbank CIB, и инвестиционно-банковское подразделение могут принимать инвестиционные решения, не соответствующие рекомендациям или мнениям, опубликованным в данном аналитическом обзоре. Sberbank CIB проводит внутреннюю политику, направленную на управление существующими и потенциальными конфликтами 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 аналитиков.

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

Материалы настоящего аналитического обзора не содержат юридических рекомендаций и не являются таковыми. Кроме того, Sberbank CIB ни при каких условиях не может рассматриваться в качестве лица, стимулирующего, способствующего, побуждающего или побуждающего к осуществлению какими-либо лицами в любой стране инвестиций или совершению сделок, которые могут быть запрещены таким лицам соответствующим законодательством. Аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research предоставляются в отношении компаний или инвестиций как на внутреннем российском, так и международных финансовых рынках (в зависимости от того, что применимо в каждом случае), и предназначены для правомочных инвесторов в соответствии с законодательством и правилами торговли соответствующих рынков. Аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research, полученные такими правомочными инвесторами в отношении компаний или инвестиций, которые могут подпадать под санкции в других юрисдикциях, не направлены на заключение, и не должны рассматриваться как инвестиционные рекомендации по заключению любых сделок, подпадающих под такие санкции, или сделок с участием лиц, находящихся в юрисдикциях с такими санкциями, включая без ограничения инвесторов из США, Канады, Австралии, Японии, Швейцарии, Европы или Европейского Союза. Аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research никогда не должны использоваться для незаконной деятельности, включая деятельность, которая противоречит или обходит экономические санкции. После прочтения данного аналитического обзора, инвесторы должны оценить законность своих сделок в соответствии с законодательством об экономических санкциях или иными правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность, или проконсультироваться со своими юридическими консультантами в отношении соблюдения ими применимого законодательства и правил торговли.

СОЕДИНЕННОЕ КОРОЛЕВСТВО. К сведению лиц, являющихся профессиональными или правомочными инвесторами (не для использования или передачи розничным клиентам). Аналитические материалы, представленные в этом документе, подготовлены Sberbank CIB для целей собственной инвестиционной деятельности. Sberbank (CIB) UK Limited зарегистрирована в Англии и Уэльсе по адресу 85 Fleet Street, Лондон, EC4Y 1AE, Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии (регистрационный номер No. 4783112) и лицензирована и регулируется Управлением по финансовому регулированию и контролю Великобритании

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 Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов (FINRA). Настоящий аналитический 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 аналитический обзор предназначен для распространения исключительно среди крупных институциональных инвесторов США согласно ст. 15a-6 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года и на него не распространяются никакие стандарты по независимости и раскрытию информации, применимые в отношении аналитики по долговым бумагам для розничных инвесторов.

Настоящий аналитический обзор не предназначен для каких-либо других лиц в США. Все крупные институциональные инвесторы США или лица за пределами США, получающие настоящий аналитический обзор, не могут передавать его оригинал или копию другим лицам в США. Все сделки с любыми ценными бумагами или финансовыми инструментами, упомянутыми в настоящем документе, с участием любых институциональных инвесторов США или крупных институциональных инвесторов США или в их интересах должны осуществляться через Sberbank CIB USA. Вы можете связаться с официальным представителем Sberbank CIB USA, Inc., по телефону 212.300.9600 или почтой по адресу Carnegie Hall Tower 152 W 57th Street 44th Floor, Нью-Йорк, NY 10019.

ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ. Если иное прямо не указано в настоящем документе, данный аналитический обзор предназначен только для лиц, признанных правомочными контрагентами или профессиональными клиентами, и не предназначен для розничных клиентов, в соответствии с Директивой о рынках финансовых инструментов 2004/39/ЕС.

За пределами Европейского Союза и Швейцарии настоящий аналитический обзор предназначен только для лиц, являющихся правомочными или профессиональными инвесторами по законодательству соответствующих юрисдикций. Если настоящий аналитический обзор окажется в распоряжении лица, которое не является правомочным или профессиональным инвестором по законодательству соответствующей юрисдикции, такое лицо не вправе знакомиться с настоящим аналитическим обзором, должно оставить его без внимания и/или незамедлительно удалить его, а также приложить все усилия для уведомления Sberbank CIB о получении настоящего аналитического обзора по ошибке.