



ГАЗПРОМБАНК



Cbonds 2019: Дискуссия долговых аналитиков

Кулаков Андрей, CFA, FRM

Исполнительный директор,
Департамент анализа рыночной конъюнктуры,
Газпромбанк

1



**Основные итоги 2019 года:
влияние каких из них можно
ожидать и в 2020 году**

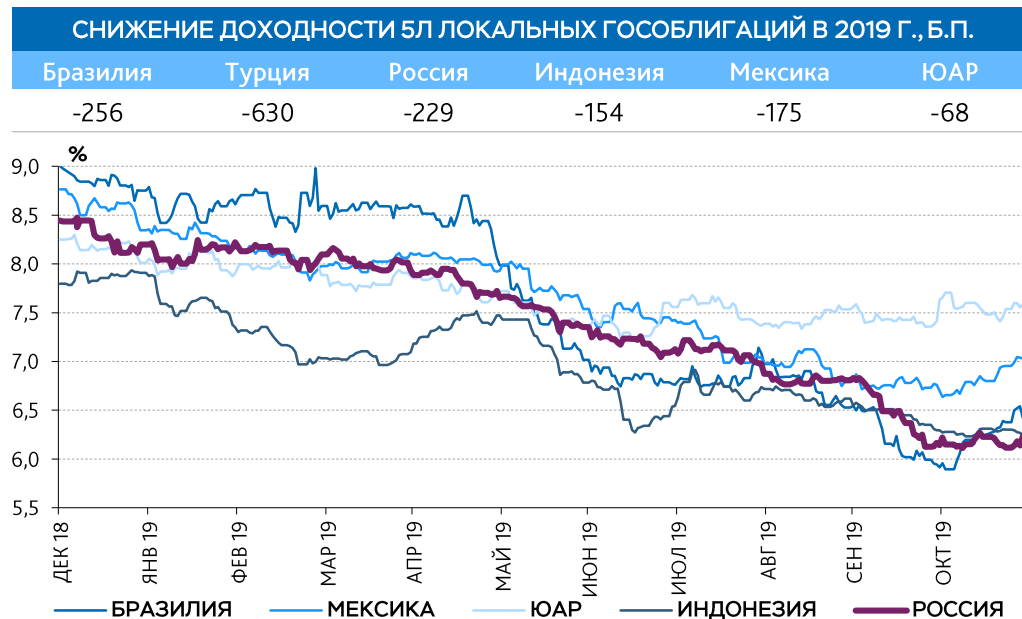




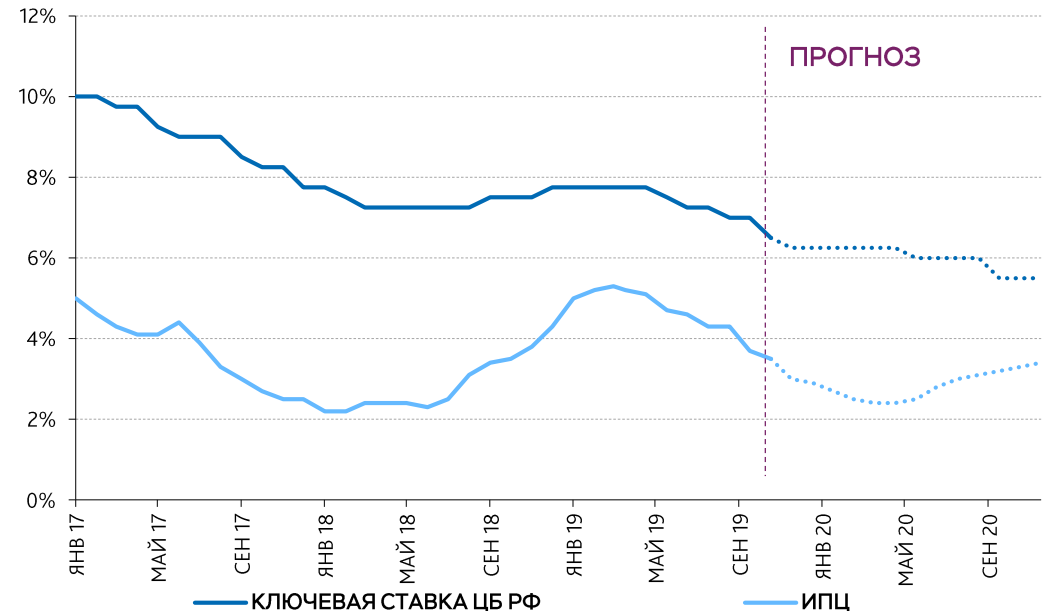
Россия – часть глобального ралли + внутренний фактор

- **ФРС США вернулась к снижению ставки.** Аналогичные действия предприняли и центральные банки ЕМ ввиду замедления инфляции.
- Это способствовало существенному **снижению доходности госдолга в национальных валютах большинства стран ЕМ.**
- **ЦБ РФ возобновил цикл смягчения ДКП** – с июня ключевая ставка была снижена на 1,25 п.п. до 6,5%, что опережает темпы большинства ЦБ ЕМ. Мы прогнозируем еще одно снижение в декабре на 25 б.п.
- **В 2020 г. эта тенденция продолжится – мы ожидаем достижения ставкой отметки 5,5% в середине 2020 г.**

РОССИЯ СТАЛА ЧАСТЬЮ ГЛОБАЛЬНОГО РАЛЛИ



НА ФОНЕ ЗАМЕДЛЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ ЦБ РФ ПРОДОЛЖИТ СНИЖЕНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

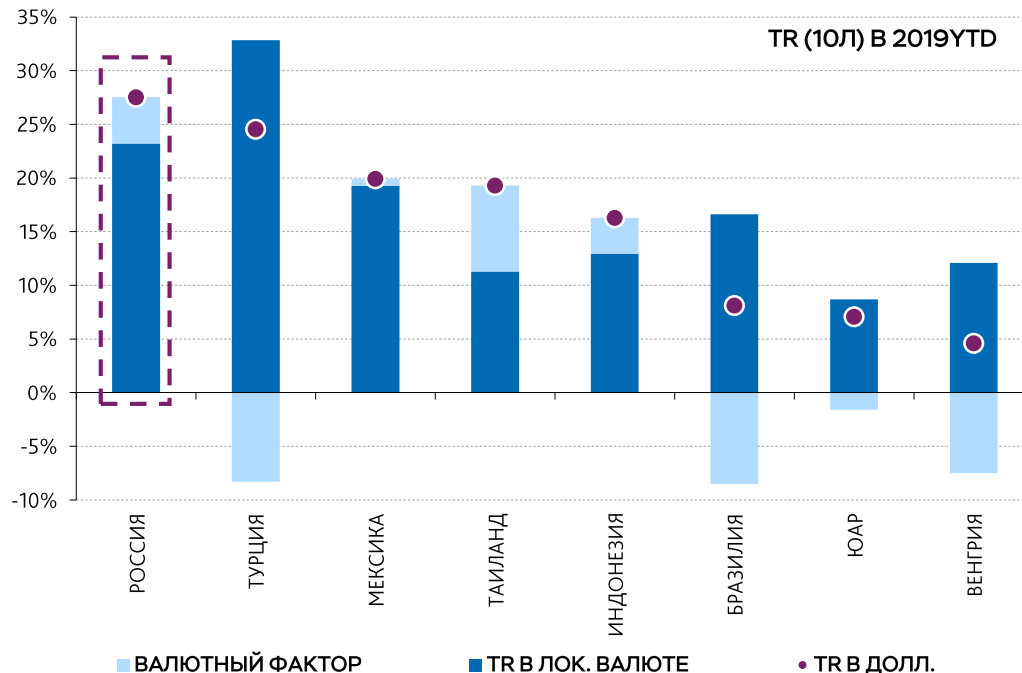




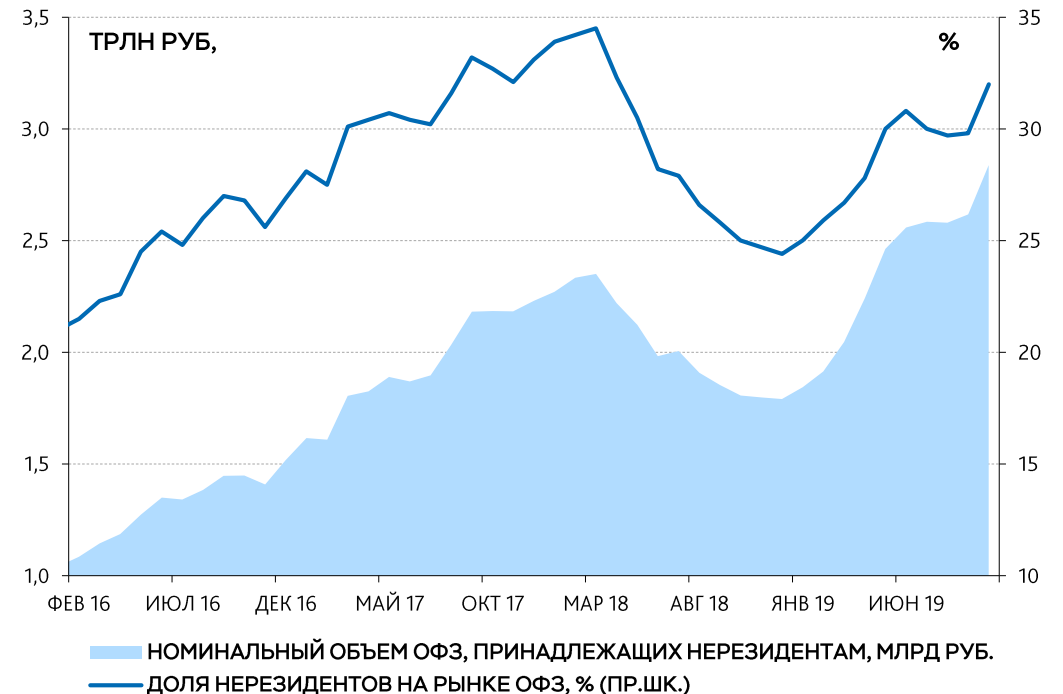
ОФЗ показали наибольший долларовый TR среди основных развивающихся рынков

- ОФЗ показали наибольший долларовый TR среди основных развивающихся рынков. Дополнительную поддержку оказало укрепление рубля.
- На российский рынок вернулись иностранные инвесторы – по итогам 10М19 приток превысил 1,0 трлн руб.
- В 1П20 умеренный приток средств может продолжиться, однако во второй половине года мы ожидаем фиксации прибыли.

СТРУКТУРА TR В ДОЛЛ. В ЯНВАРЕ – НОЯБРЕ 2019 Г.



ПРИТОК СРЕДСТВ НЕРЕЗИДЕНТОВ ЗА 10М19 ПРЕВЫСИЛ 1,0 ТРЛН РУБ.

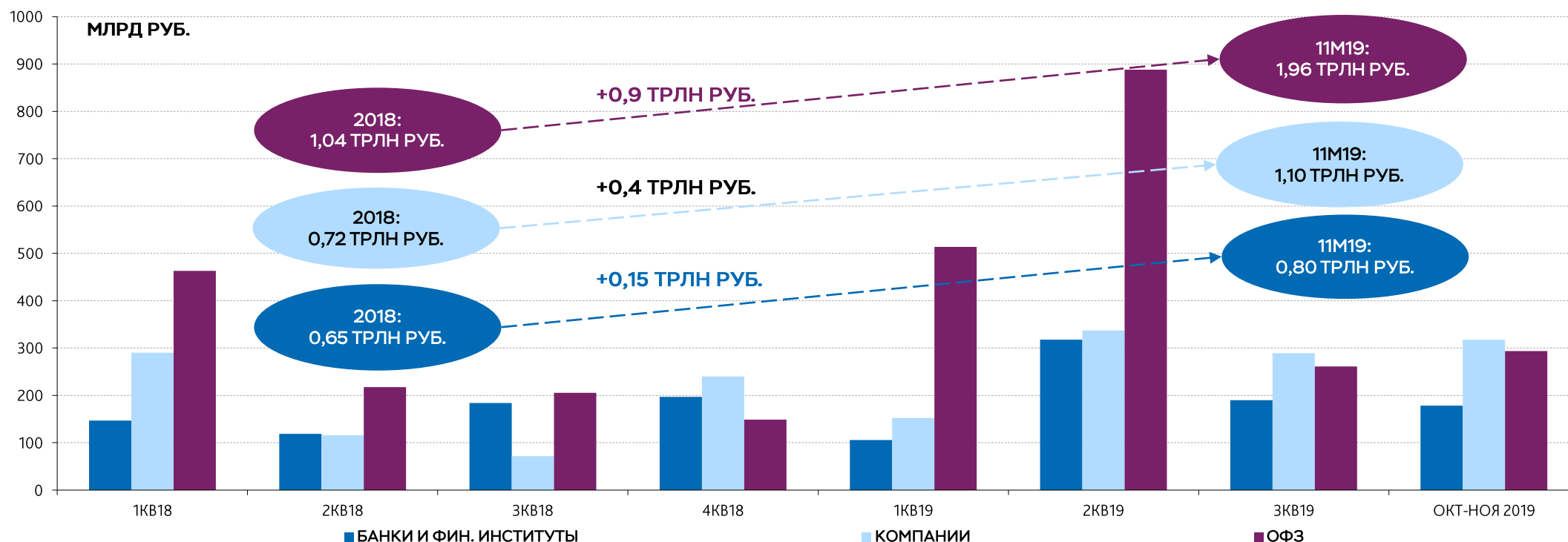




Корпоративный сегмент также продемонстрировал сильную динамику

- Объем корпоративных размещений за 11M19 составил 1,9 трлн руб., превзойдя показатель за весь 2018 г. на 40%. Более половины пришлось на нефинансовые корпорации.
- Отдельно стоит отметить **возвращение на локальный рынок иностранных эмитентов** – были размещены облигации Республики Беларусь совокупным объемом 10 млрд руб., а также облигации Евроторга совокупным объемом 10 млрд руб.*.
- Мы ожидаем усиления интереса иностранных эмитентов к размещению на российском рынке в 2020 г.

ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ В 2018–11M19



* Учитывая доразмещение

Источник: Cbonds, Газпромбанк

2. Куда пойдет инвестор в 2020 году: в «качество» или в «доходность»?

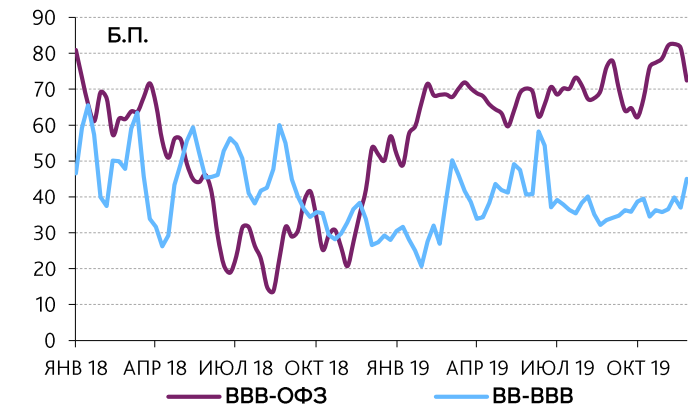




Сегмент «BBB» является наиболее привлекательным по соотношению «риск / доходность»

- Кредитная премия за переход от ОФЗ к категории «BBB» выше, чем от «BBB» к «BB», – как на первичном, так и на вторичном рынке.
- Текущая премия в «BBB» выше, чем историческая средняя (подразумевает потенциал к снижению).
- Выбор категории «BBB» позволяет сохранить позиционирование в той же рейтинговой группе, что и суверен. Более того, значительная доля заемщиков в этой группе являются квазигосударственными.
- Сравнение с рынком еврооблигаций подтверждает привлекательность сегмента «BBB».

ДИНАМИКА МАРЖИНАЛЬНОЙ ПРЕМИИ МЕЖДУ РЕЙТИНГОВЫМИ ГРУППАМИ



СОПОСТАВЛЕНИЕ ПРЕМИЙ ПО РЕЙТИНГОВЫМ КАТЕГОРИЯМ

РЕЙТИНГОВАЯ ГРУППА	BBB	BB
СРЕДНЯЯ МАРЖИНАЛЬНАЯ ПРЕМИЯ ЗА РЕЙТИНГ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ 2018-2019YTD	56 б.п.*	41 б.п.**
ТЕКУЩАЯ МАРЖИНАЛЬНАЯ ПРЕМИЯ ЗА РЕЙТИНГ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ	72 б.п.*	45 б.п.**
Δ на вторичном рынке	16 б.п.	4 б.п.
СРЕДНЯЯ МАРЖИНАЛЬНАЯ ПРЕМИЯ ЗА РЕЙТИНГ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ 2018-2019YTD****	80 б.п.*	35 б.п.**
ТЕКУЩАЯ*** МАРЖИНАЛЬНАЯ ПРЕМИЯ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ****	81 б.п.*	38 б.п.**
Δ на первичном рынке	+1 б.п.	+3 б.п.

* Премия относительно кривой ОФЗ ** Премия относительно предыдущей рейтинговой группы *** Средняя премия по размещениям в ноябре 2019 г. **** Учитывает среднюю премию по облигациям корпоративных заемщиков и финансовых институтов

3.

Ожидаете ли вы рост спроса
российских инвесторов на
иностраннх эмитентов и
валютные бонды в 2020 году?

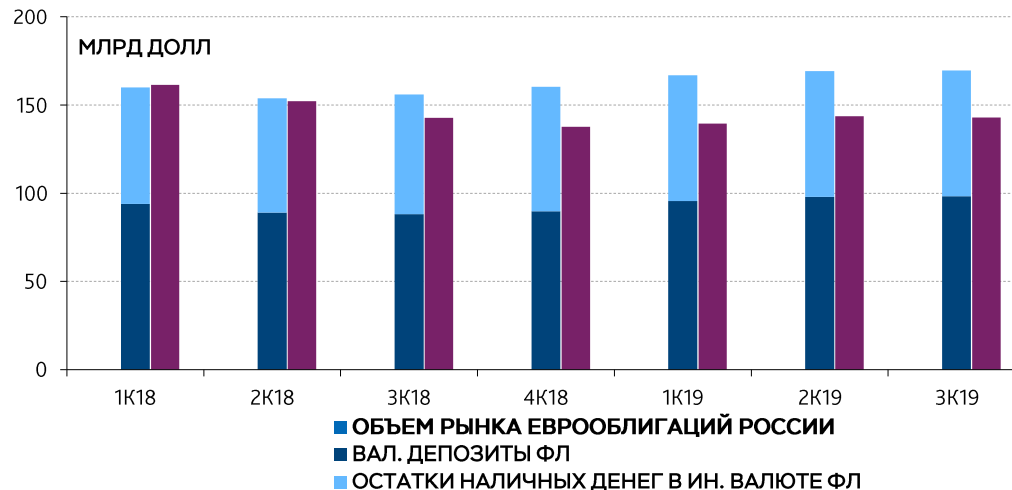




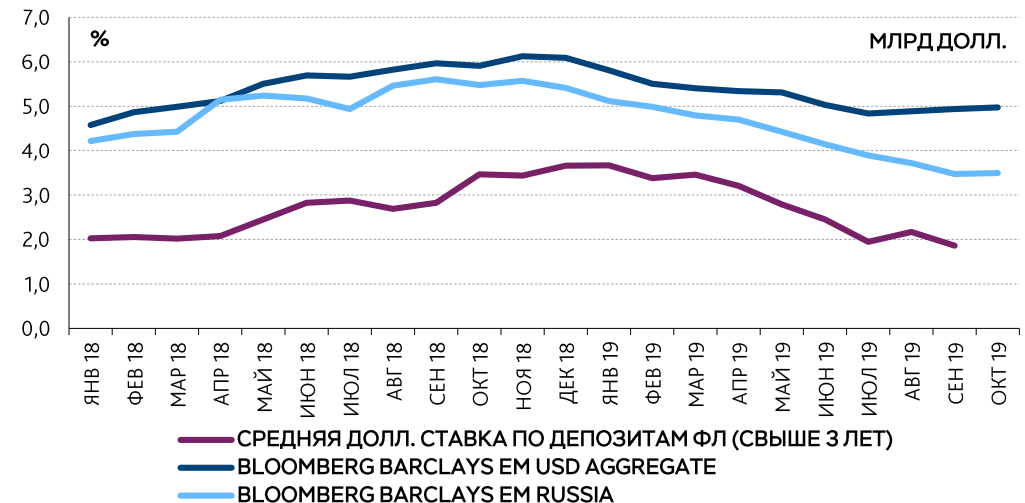
Локальные инвесторы в поиске долларовой доходности

- Объем валютных ресурсов населения в депозитах и наличности составляет ~170 млрд долл. Это превышает объем всего российского рынка еврооблигаций (~140 млрд долл.).
- Доля аллокаций в пользу локальных инвесторов в размещениях корпоративных еврооблигаций российскими заемщиками сохраняется стабильно высокой на уровне ~20-30%.
- Ставки валютных депозитов заметно уступают ставкам, предлагаемым на публичном рынке долга. При этом сильная компрессия российских спредов делает бумаги российских эмитентов менее привлекательными относительно других стран ЕМ.
- Российские инвесторы все чаще смотрят на активы на других рынках ЕМ.

ОБЪЕМ ВАЛЮТНЫХ РЕСУРСОВ НАСЕЛЕНИЯ ПРЕВЫШАЕТ
ОБЪЕМ РЫНКА РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ



СТАВКИ ДЕПОЗИТОВ ЗАМЕТНО УСТУПАЮТ СТАВКАМ
ПУБЛИЧНОГО РЫНКА ДОЛГА





Облигации китайских НУ эмитентов предлагают наиболее высокую доходность в ЕМ

ПОЧЕМУ КИТАЙ?

- Облигации китайских эмитентов предлагают сравнительно высокий уровень доходности в сегментах «ВВ» и «В».
- Категория «В» особенно богата на количество имен и уровень доходности.
- Большое количество эмитентов и выпусков предоставляют гибкость выбора.

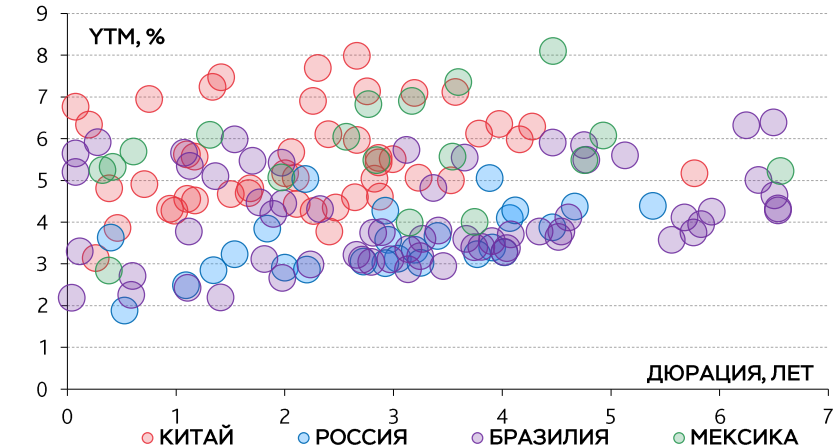
ПОЧЕМУ ДЕВЕЛОПЕРЫ?

- На девелоперов приходится ~80% рынка китайских НУ еврооблигаций, имеющих рейтинги международных агентств.
- Сектор жилой недвижимости стратегически важен для национальной экономики и доходов бюджета.
- Ключевые эмитенты сектора отличаются высокой прозрачностью, котируются на бирже, имеют 2-3 международных рейтинга.

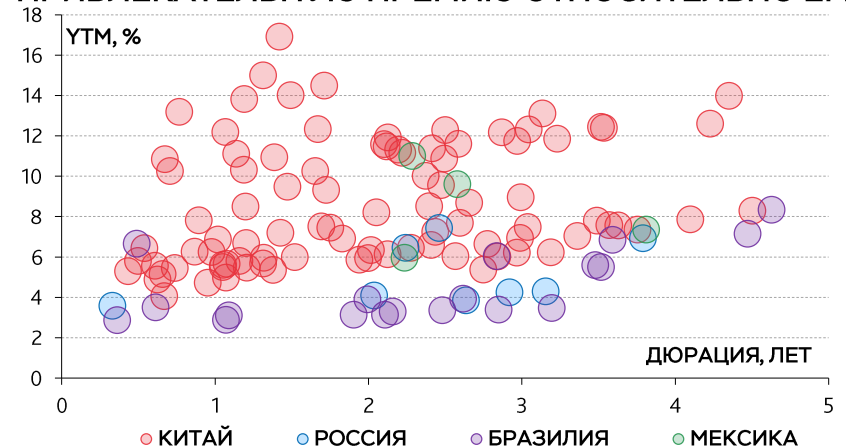
КАПИТАЛИЗАЦИЯ РЫНКА НУ ОБЛИГАЦИЙ КИТАЯ ВЫСОКА ОТНОСИТЕЛЬНО БОЛЬШИНСТВА ЕМ

ОБЪЕМ В ОБРАЩЕНИИ, МЛРД ДОЛЛ.	КИТАЙ	РОССИЯ	БРАЗИЛИЯ	МЕКСИКА
ВВ	76.5	16.8	78.9	17.5
В	75.1	5.2	26.9	1.9

ДОХОДНОСТЬ ВВ-БУМАГ ВБЛИЗИ ВЕРХНЕЙ ГРАНИЦЫ АНАЛОГОВ ИЗ ЕМ



В-ВЫПУСКИ ПРЕДЛАГАЮТ НАИБОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНУЮ ПРЕМИЮ ОТНОСИТЕЛЬНО ЕМ



4.

Влияние объемов заимствований
Минфина на внутреннем рынке
на корпоративных заемщиков,
ожидания на 2020 год

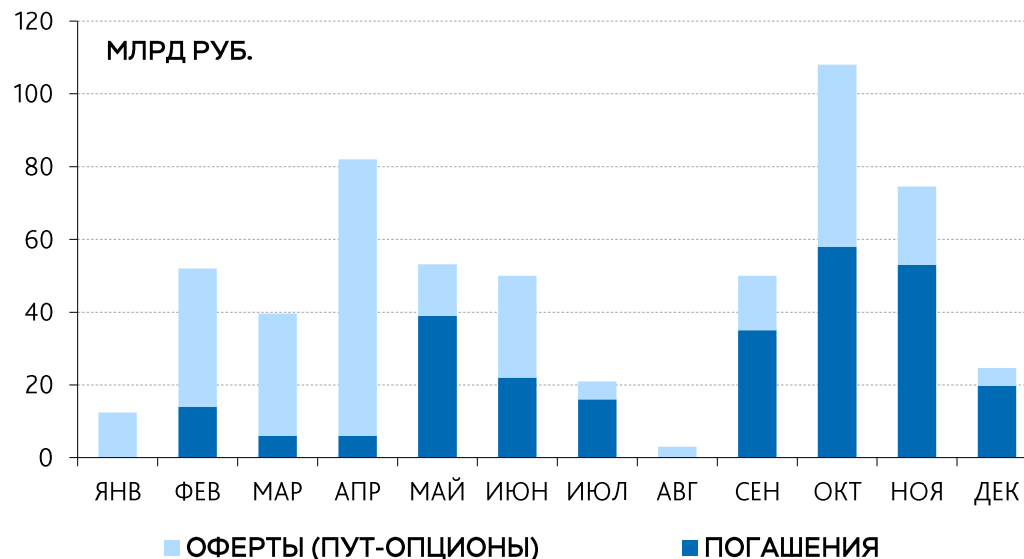




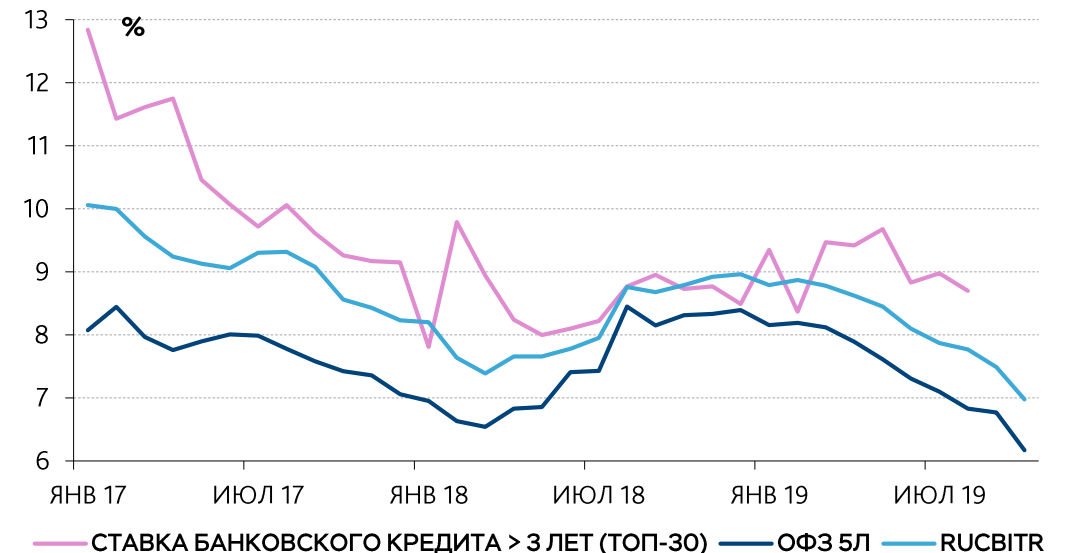
Размещения в корпоративном сегменте будут определяться графиком погашений, а также балансом спроса и предложения

- Определяющим драйвером спроса на рынке ОФЗ являются потоки иностранных инвесторов, тогда как их доля на рынке корпоративных бумаг низка. В структуре спроса на корпоративные бумаги доминируют банки и НПФ.
- На динамику размещений в корпоративном сегменте будут оказывать влияние:
 - Объем погашений: за 2019 г. >50% погашений корпоративных выпусков были рефинансированы на первичном рынке.
 - Низкий уровень ставок на рынке облигаций и их привлекательность относительно банковских ставок.
 - Рост инвестиционных трат у части корпоративных заемщиков.
 - Регуляторные факторы.

ГРАФИК ПОГАШЕНИЙ И ПУТ-ОПЦИОНОВ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ В 2020 Г.



СТАВКИ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА И БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ



5.



**Прогноз ставок и спредов
на конец 2020 года**

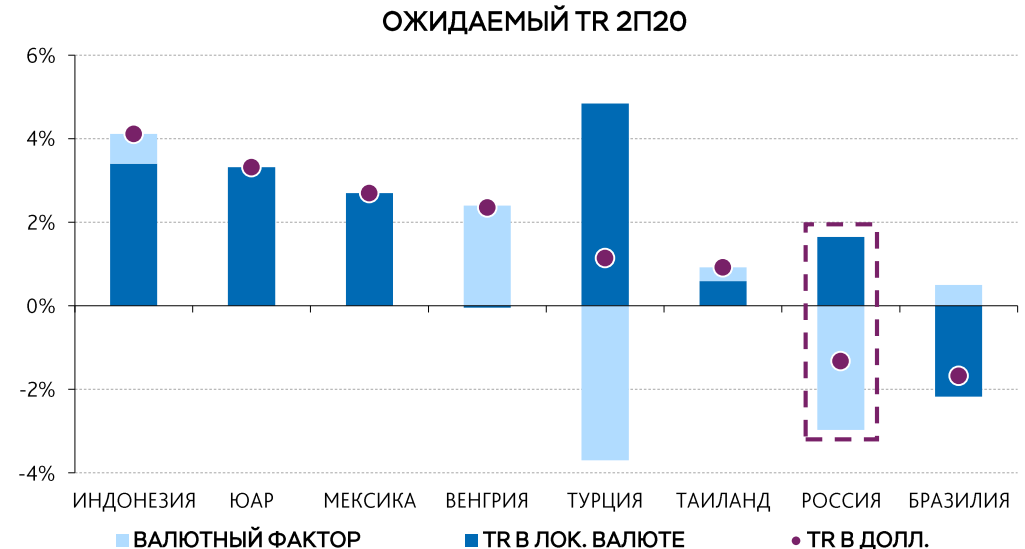
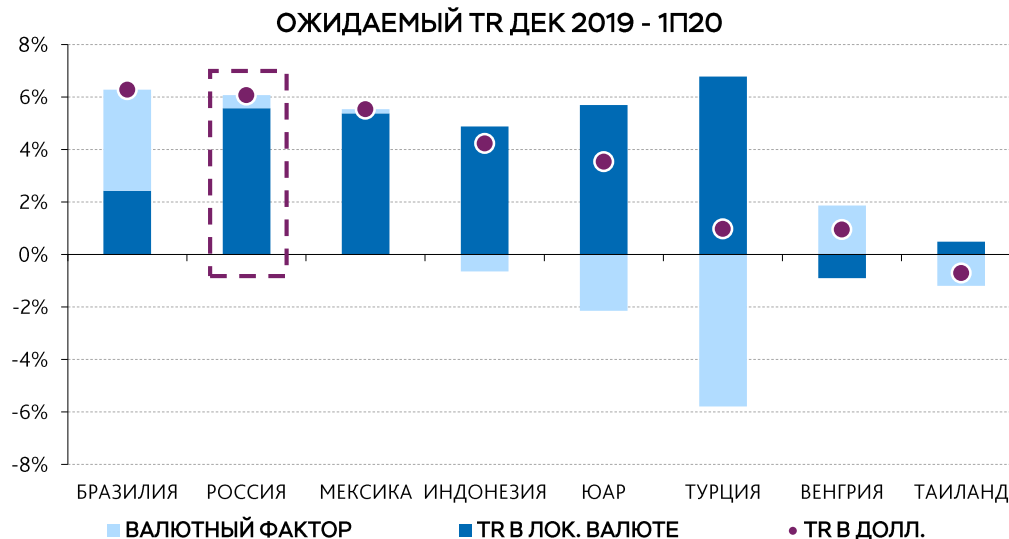




Рынок ОФЗ сохраняет потенциал, но он ограничен

- Мы видим дальнейший потенциал роста рынка ОФЗ в случае, если ставка ЦБ РФ опустится ниже 6,0% в 2020 г. (например, вследствие пересмотра нейтрального диапазона).
- На ожиданиях снижения ключевой ставки до 5,5% доходность 3-летних ОФЗ к 1П20 достигнет 5,60–5,75%, а доходность 10-летних ОФЗ – 6,00–6,15%.
- После достижения указанных уровней потенциал снижения доходности будет исчерпан, и нерезиденты начнут фиксировать позиции в ОФЗ, что выльется в рост угла наклона кривой – доходность 10-летних ОФЗ к концу 2020 г. составит 6,20–6,35%.
- Спреды по корпоративным бумагам категории «BBB» вернутся к среднему значению 50–60 б.п.

ОЖИДАЕМЫЙ TR ПО ПОЛУГОДИЯМ ПО СУВЕРЕННЫМ ОБЛИГАЦИЯМ В ЛОКАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ (10Л)





117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. **Офис:** ул. Коровий вал, 7

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 24 10

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 980 41 82

Copyright © 2003 – 2019. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены
Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 и Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» (MAR) 2014/596, и был подготовлен в соответствии с указанными документами, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркетмейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключаем отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1883)] или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с Директивой 2014/65/TU (MiFID II). Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.