

# КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ НА ВАЛЮТНЫМ РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

## Наши ключевые предположения

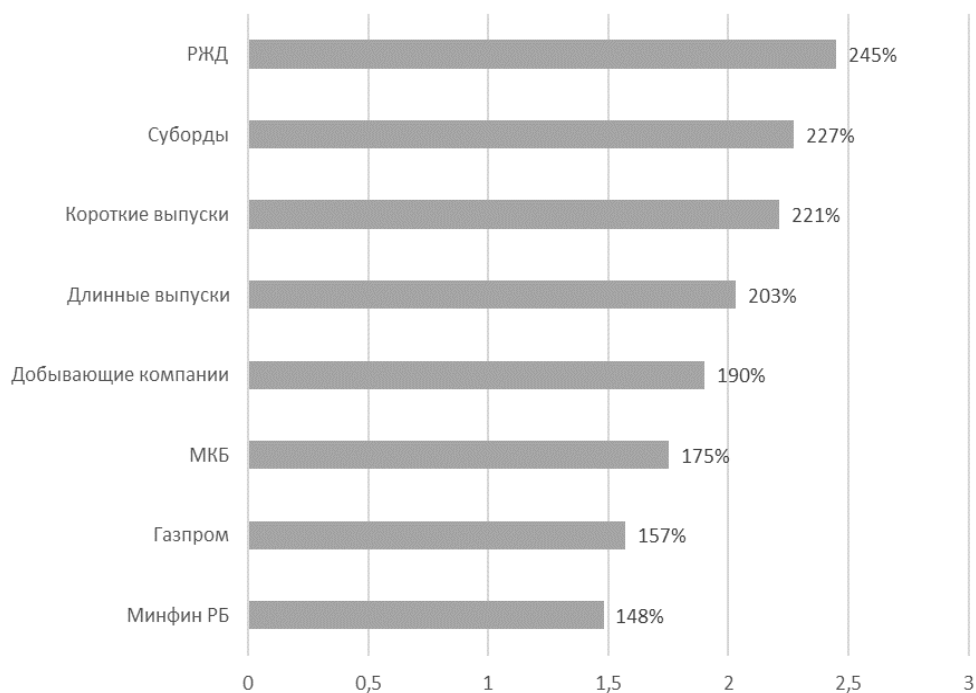
Критерии	Значение в %	Значение в бп
Дисконт к номиналу в апреле 2022	70-75%	
Текущий дисконт к номиналу	25-30%	
Ожидаемый доход с НКД через 12м	30%	600-650
Текущий спред НРД/ЕК (замещенные)	20,0%	412
Текущий спред НРД/ЕК (под замещение)	26,0%	557
Новая доля держателей в НРД после всех замещений (все эмитенты) оценка	53,0%	
Новая доля держателей Газпрома в НРД после 2-х замещений (оценка)	54,5%	

Источник: Айгенис

## Коротко про рынок еврооблигаций

В прошлом году рынок российских еврооблигаций продемонстрировал беспрецедентное восстановление – относительно уровней марта-апреля он вырос более чем на 190%. Для сравнения, высокодоходные долговые обязательства развивающихся рынков за тот же период подешевели на 12-15%, а глобальные рыночные индикаторы, такие как индекс S&P 500, просели на 20-25%. **Средний дисконт российских евробондов относительно номинала, который в апреле 2022 года достигал 70-75%, к настоящему моменту сократился до 20-25% и продолжает уменьшаться.** При этом динамика глобальных ориентиров с начала 2023 года продолжает ухудшаться: доходность глобальных бондов растет, отражая усиление инфляционных опасений и декларируемое мировыми центробанками намерение продолжить ужесточение денежно-кредитной политики, по крайней мере, до конца текущего года. **Российские еврооблигации и замещенные внутри НРД - хороший хедж против ослабления рубля, роста глобальной волатильности и финансового банковского кризиса в США и Европе как следствие роста ставок и заведомо проблемных активов.**

Лидеры по среднему номинальному доходу с апреля 2022 года по н.в., %



Источник: Айгенис

Несмотря на некоторое ухудшение динамики котировок в январе 2023 года, в феврале российские евробонды восстановили свои позиции. Их котировки продолжали расти до президентского указа от 3 марта (указ № 138, "О дополнительных временных мерах экономического характера, связанных с обращением ценных бумаг") и подорожали в среднем на 5-8% (масштабы восстановления зависели от сроков погашения – цена коротких выпусков выросла ощутимее). **Сильнее всего с начала 2023 года подорожали краткосрочные еврооблигации с погашением до конца 2024 года и замещающие выпуски Газпрома (второго раунда замещения) – на 10-15%. Впрочем, после публикации президентского указа от 3 марта цены просели вдоль всей кривой, но в большой степени – долгосрочный сегмент.**

## Новое окно возможностей

В соответствии с президентским указом от 3 марта, всем российским резидентам, включая как физических, так и юридических лиц, совершающим сделки с ценными бумагами, которые ранее принадлежали резидентам недружественных государств, придется получать от ЦБ РФ и правительственных комиссий согласование для всех транзакций по приобретению таких инструментов у инвесторов из недружественных юрисдикций, если эти сделки были совершены после 1 марта 2022 года. Впрочем, следует отметить, что указ от 3 марта 2023 года не предполагает каких-то фундаментальных нововведений, а лишь подтверждает ограничения, введенные еще 5 марта 2022 года (указом номер 430), когда российские власти объявили о дифференциации дружественных и недружественных стран, ограничив инвестиционную деятельность «недружественных» нерезидентов.

Тем не менее, цены на российские евробонды после 3 марта 2023 года снизились, поскольку финансовые институты ждут разъяснений от Банка России. **Публичных разъяснений пока не было, но, видимо, каждый брокер получил индивидуальные рекомендации от ЦБ, поскольку большинство возобновило торги с 14-15 марта через двойную дружественность.**

**В первую неделю после 3 марта цены по многим ликвидным выпускам Газпрома старше 3-х лет снизились в среднем на 7-10%**, поскольку «естественные продавцы», т. е. нерезиденты из недружественных юрисдикций, не могли найти покупателей, готовых приобрести эти бумаги в достойных объемах. Как следствие, мы наблюдали не только рост предложения таких облигаций на рынке, но и значительный разброс цен между заявками со стороны различных «естественных продавцов» или западных брокеров. **По состоянию на 21 марта 2023 цены по Газпрому отыграли уже половину падения и ликвидность возвращается на рынок.**

Соответственно, несмотря на текущую неопределенность, мы полагаем, что в 2023 году российские еврооблигации должны обеспечить аннуализированный средний доход в долларах США на уровне 30%, с учетом купонных начислений. Впрочем, потенциал роста может варьировать в зависимости от инвестиционной стратегии. В рамках данного обзора мы ориентируемся на стратегию, которая предполагает инвестиционный горизонт до конца года; **эта стратегия, прежде всего, учитывает финальный, второй раунд замещения евробондов Газпрома, выпуски других предполагаемых эмитентов под замещение внутри НРД, краткосрочные выпуски и уже замещенные бонды, учитываемые через НРД.**

## **Новые санкции со стороны США и ЕС ведут к ужесточению комплаенса даже в дружественных юрисдикциях**

24 февраля 2023 года Минфин США объявил о новых санкциях. Под новые ограничения, введенные указом президента США номер 14024, попали 22 физических лица и 83 организации. В частности, в американском SDN-списке теперь оказались такие организации как Московский кредитный банк (МКБ), Банк «Санкт-Петербург», Металлинвестбанк и МТС Банк, а также один из крупнейших российских брокеров Велес Капитал. При этом Тинькофф и Альфа-Банк не попали в американский SDN-список, но были отключены от SWIFT в рамках санкций, введенных Евросоюзом.

После обнародования десятого пакета санкций ЕС и введения дополнительных ограничений со стороны США, **многие локальные и международные брокеры из дружественных юрисдикций стали более осторожными и ужесточили свои комплаенс-процедуры в отношении российских активов, финансовых институтов и частных лиц.**

На наш взгляд, это временное явление, однако мы не исключаем дальнейшего ужесточения нормативов комплаенса в наиболее популярных юрисдикциях, таких как Казахстан, где в третьем квартале 2022 года регулятор уже ввел для российских и белорусских инвесторов обязательную сегрегацию счетов, что потребовало дополнительных бюрократических процедур и увеличило сроки расчетов по еврооблигациям. **На данный момент многие рассматривают в качестве альтернативы Казахстану Армению, которая сейчас выглядит как более удобная юрисдикция для проведения расчетных и кастодиальных операций по еврооблигациям.**

**На практике даже формально дружественные юрисдикции, такие как ОАЭ (Дубай), Гонконг, Маврикий и другие, сейчас все еще являются «недружественными» с точки зрения трейдинга, поскольку местным организациям приходится соответствовать очень жестким комплаенс-требованиям со стороны крупнейших американских и европейских банков.** Это означает, что после 24 февраля 2023 года, когда были введены новые рестрикции, в таких юрисдикциях возможности для торговых операций с российскими еврооблигациями (даже не попавшими под санкции) весьма ограничены или перекрыты. В Дубае некоторые брокеры просто отказываются от торговли российскими облигациями и акциями.

**Сохраняющиеся санкции (если не считать блокирующих ограничений и включения в список SDN) ничего не меняют для уже попавших под них организаций, которые продолжают и будут продолжать регулярные выплаты в рублях в рамках НРД, но на примере бессрочных облигаций Тинькофф Банка и ВТБ, достаточно высокая вероятность неисполнения обязательств по субординированному долгу из-за санкций.**

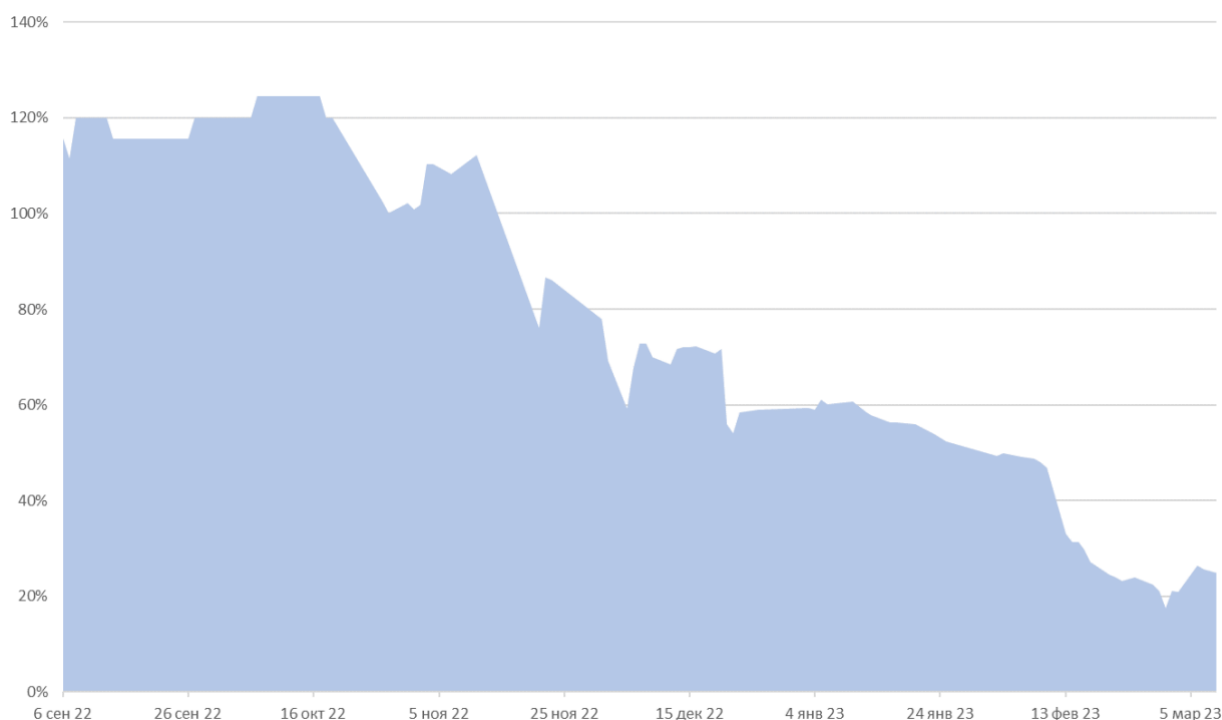
## Замещающие облигации в НРД – цена вопроса

Российский Минфин и Банк России полагают, что выпуск замещающих облигаций должен быть обязателен для всех эмитентов. Ожидается, что им придется в обязательном порядке конвертировать все евробонды со сроками обращения более 12 месяцев (после 1 января 2024 года) в замещающие выпуски, которые будут доступны через НРД. **Новый закон, вероятнее всего, будет принят в апреле, и это станет позитивным фактором, способствующим формированию и развитию нового сегмента рынка локальных долговых обязательств, обеспечив ему приток дополнительной ликвидности. В апреле мы ожидаем итоговой версии правительственного постановления (по сути, расширенной версии указа номер 430), которая обяжет всех эмитентов перейти к рублевым выплатам в рамках НРД.**

Мы ожидаем, что в результате перетока держателей облигаций из Euroclear в НРД арбитражный спред между Euroclear и НРД в текущем году будет сокращаться (в основном во втором полугодии).

Сейчас этот спред (дисконт относительно номинала) довольно значителен – он составляет порядка **20% для уже замещенных евробондов, учитываемых в НРД, и более 25% для ценных бумаг, которые предположительно могут быть замещены в текущем году.**

Арбитраж/спред цены в НРД против Euroclear (GAZPRU 8 5/8 04/28/34)



Источник: Айгенис

На наш взгляд, российские заемщики, обязательства которых широко представлены вдоль всей кривой (такие как РЖД, ГТЛК, МКБ, НЛМК, АЛРОСА, Альфа-Банк и Норильский Никель), вероятно, первыми последуют примеру Газпрома, ММК, Лукойла, Металлоинвеста, ГК «Борец» и Совкомфлота, уже эмитировавших такие облигации на общую сумму \$13 млрд (43% совокупного объема в обращении). По нашим оценкам, вышеупомянутые новые эмитенты могут заместить евробонды на сумму около \$14 млрд; в

**результате по нашим оценкам суммарный объем замещения с учетом остальных эмитентов включая второй круг Газпрома и ранее замещенных составит \$39,3 млрд. По нашим оценкам, в результате замещения всех оставшийся выпусков включая Газпром второго раунда доля локальных держателей увеличится на 5 п. п. — с 44,5% до 52,9%.**

Суммарная доля нерезидентов среди держателей российских суверенных облигаций на данный момент уже упала до исторического минимума 45%; для сравнения, в июле 2012 года, на историческом максимуме, она достигала 76,4%.

#### **Ожидающееся и уже состоявшееся замещение еврооблигаций через НРД**

<b>Ожидается замещение через НРД</b>	<b>Совокупный объем по номиналу , \$ млрд</b>	<b>Оценка объема в НРД , \$ млрд</b>	<b>Оценка объема в Euroclear , \$ млрд</b>	<b>Оценка доли в НРД (по новому объему)</b>
РЖД	6,1	4,0	2,1	66%
ГТЛК	3,3	2,2	1,1	67%
МКБ	3,6	2,3	1,3	65%
Норникель	2,8	1,5	1,3	54%
Альфа-Банк	2,1	1,3	0,8	62%
АЛРОСА	1,0	0,5	0,5	50%
НЛМК	1,7	1,0	0,7	59%
ФосАгро	1,5	0,8	0,7	53%
Прочие	22,0	9,9	12,1	45%
Газпром (второй круг)	21,6	2,6	8,8	12%
<b>Всего</b>	<b>44,1</b>	<b>26,1</b>	<b>17,9</b>	<b>59%</b>

<b>Замещено через НРД</b>	<b>Совокупный объем по номиналу , \$ млрд</b>	<b>Новый объем в НРД , \$ млрд</b>	<b>Новый объем в Euroclear , \$ млрд</b>	<b>Фактическая доля в НРД (по новому объему)</b>
Газпром (первый круг)	21,6	10,2	11,4	47%
Лукойл	6,3	1,7	4,6	27%
Совкомфлот	0,9	0,7	0,2	75%
ММК	0,8	0,3	0,4	41%
Металлоинвест	0,7	0,3	0,4	44%
<b>Всего</b>	<b>30,2</b>	<b>13,1</b>	<b>17,1</b>	<b>43%</b>
<b>Агрегированный совокупный показатель</b>	<b>74,3</b>	<b>39,3</b>	<b>35,0</b>	<b>53%</b>

Источник: Айгенис

## Второй раунд замещения евробондов Газпрома

Газпром уже практически успешно завершил первый раунд замещения через НРД – последний выпуск (GAZPRU 1.54 06/30/27 CHF) должен быть замещен к 27 марта 2023 года.

Второй раунд замещения Газпром инициировал 1 марта, начав с выпуска GAZPRU 4.95 03/23/27, далее был замещен GAZPRU 4 1/4 04/06/24; все прошло в соответствии с регламентом первого раунда. 21 марта ЦБ зарегистрировал еще пять выпусков: GAZPRU 8 5/8 04/28/34; GAZPRU 3 1/8 11/17/23; GAZPRU 1.85 11/17/28; GAZPRU 2 1/4 11/22/24 и GAZPRU 2.949 01/24/24. **Мы считаем, что Газпром идет по ускоренной процедуре замещения и все оставшиеся еврооблигации (18 выпусков) будут замещены через НРД к началу июля, в рамках второго раунда.**

С того момента, когда стартовала эта программа в сентябре 2022, Газпром уже заместил через НРД 20 выпусков на общую сумму \$10 млрд (46,9% совокупного объема в обращении по номиналу, который составлял \$21,1 млрд). До 27 марта газовой корпорации предстоит заместить только один выпуск на 500 млн швейцарских франков (по номиналу) – GAZPRU 1.54 06/30/27.

Цель второго раунда замещения – привлечь оставшихся держателей через Euroclear; поскольку по итогам первого раунда на перевод своих ценных бумаг в НРД согласилось всего 46,9% держателей.

Именно последним обстоятельством и была обусловлена необходимость второго раунда, который начался в марте (как мы и предполагали) и должен завершиться через пять месяцев в июле 2023 года. Но по итогам двух последних замещений в рамках второго раунда удалось привлечь дополнительно не больше 13% от объема каждого выпуска по номиналу. В первом раунде Газпрому потребовалось шесть месяцев что бы завершить программу.

Сейчас ценовой спред между НРД и Euroclear составляет в среднем 20%, при этом прогнозируется, что в течение 12 месяцев цены в НРД должны вырасти хотя бы на 10-15%. Мы определяли наших фаворитов среди замещающих выпусков Газпрома для второго раунда, ориентируясь на 12-месячный прогноз. В соответствии с 12-месячным прогнозом при лучшем исходе, средний арбитражный спред может достичь 30%, а по некоторым выпускам – даже 40%, например, по субординированным или бессрочным облигациям, а также по долгосрочным выпускам с погашением в 2034 и 2037 годах.

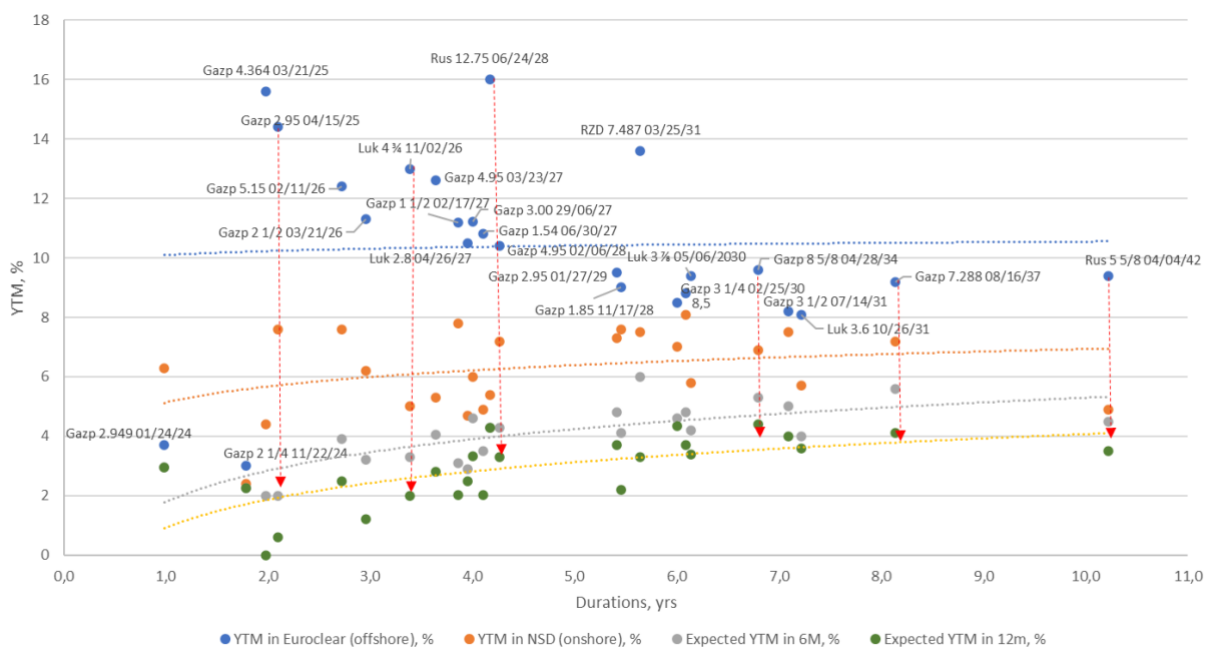
## Недооценка облигаций в НРД

В связи с притоком новых облигаций Газпрома цены на инструменты, учитываемые через НРД, упали в среднем на 5-9%, обеспечив повышение доходности и сокращение арбитражного спреда по этому показателю между НРД и Euroclear. На данный момент кривая доходности российских евробондов сильно инвертирована, а их оценка искажена; в частности, доходность краткосрочных выпусков составляет 14-16%, а долгосрочных – 9-10%. Для сравнения, в НРД кривая варьирует в диапазоне 4,2-7,5%, а наши оценки на 12 месяцев предполагают диапазон 2,0-5,5%.

**Соответственно, текущий спред относительно НРД составляет более 400 б. п., что предполагает 20%-й рост цены (как было указано выше) относительно нашего прогноза на 12 месяцев и означает, что разница между текущей доходностью в Евроклире и предполагаемой внутри НРД, может составить более 600 б. п., предполагая рост цены более чем на 30%.**

Мы полагаем, что замещающие облигации Газпрома в НРД недооценены, особенно по сравнению с бондами Лукойла, у которых премия составляет 100 б. п.

Кривая доходностей в евроклире и НРД

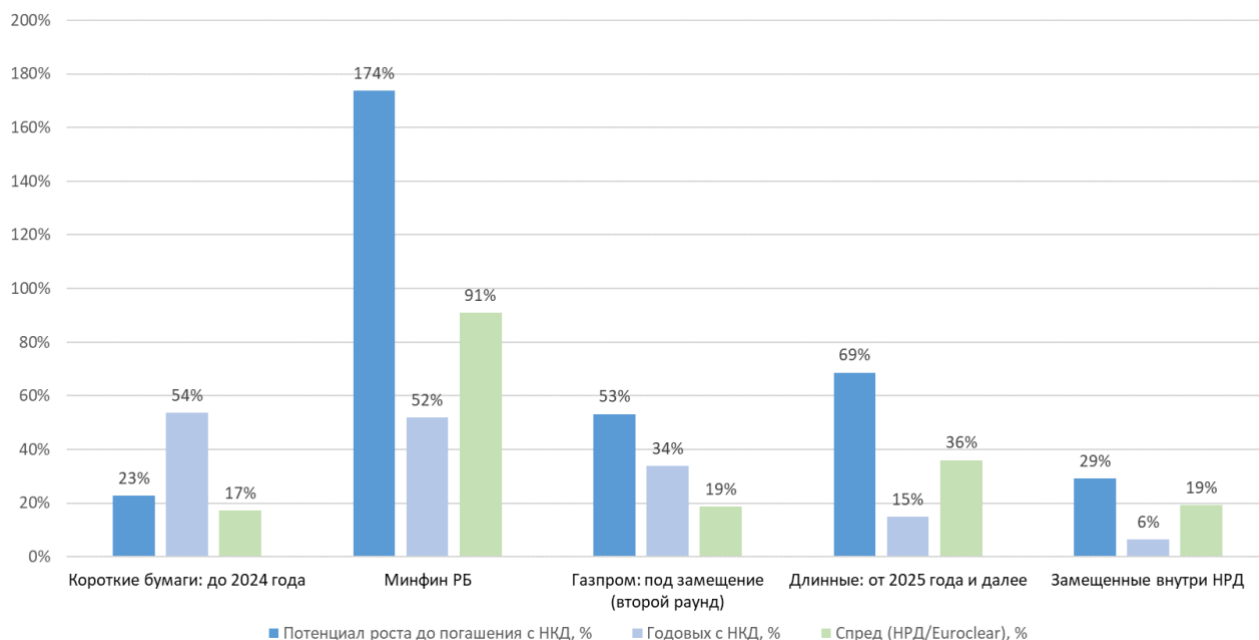


Источник: Айгенис



## Наши рекомендации и целевые ориентиры

Как уже отмечалось выше, мы сосредоточились на наиболее высоколиквидных инструментах, т. е. на облигациях Газпрома и краткосрочных инструментах с удержанием до погашения, которые, по нашим оценкам, должны обеспечить рыночную дельту в среднем более 30% до конца года.



Источник: Айгенис

Тикер	ISIN	Купон, %	Валюта	Цена в Euroclear (индикатив), %	Цена в НРД, %	Текущая доходность (спред НРД/ЕК), %	Потенциал роста до погашения с НКД, %	Прогнозный доход через 12м с НКД, %	Первый раунд замещения	Ожидаемый срок повторного замещения (оптим.)
GAZPRU 8 5/8 04/28/34	XS0191754729	8,6	USD	93	112,9	21%	103%	46%	В обращении	до 10 апреля
GAZPRU 2 1/4 11/22/24	XS1721463500	2,3	EUR	80	93,4	17%	29%	27%	В обращении	до 10 апреля
GAZPRU 1.85 11/17/28	XS2408033210	1,9	EUR	67	75,8	13%	60%	33%	В обращении	до 10 апреля
GAZPRU 3 1/8 11/17/23	XS1521039054	3,1	EUR	88	98,0	11%	16%	17%	В обращении	до 10 апреля
GAZPRU 2.949 01/24/24	XS1911645049	2,9	EUR	82	97,0	18%	24%	25%	В обращении	до 10 апреля
GAZPRU 3.00 29/06/27	XS2196334671	3,0	USD	67,75	86,0	27%	52%	42%	В обращении	До 20 апреля
GAZPRU 3.897 PERP	XS2243636219	3,9	EUR	58	76,5	32%	-	52%	В обращении	До 10 мая
GAZPRU 4.5985 PERP	XS2243631095	4,6	USD	63	80,1	27%	-	41%	В обращении	До 10 мая
GAZPRU 4.95 02/06/28	XS0885736925	5,0	USD	78	93,0	19%	52%	37%	В обращении	До 10 мая
GAZPRU 2.95 01/27/29	XS2291819980	3,0	USD	67	79,0	18%	71%	25%	В обращении	До 10 мая
GAZPRU 3 1/2 07/14/31	XS2363250833	3,5	USD	69	76,0	10%	74%	34%	В обращении	До 10 мая
GAZPRU 5.15 02/11/26	XS1951084471	5,2	USD	81	95,5	18%	38%	33%	В обращении	До 20 мая
GAZPRU 4.364 03/21/25	XS0906949523	4,4	EUR	78	94,2	21%	37%	36%	В обращении	До 10 июня
GAZPRU 7.288 08/16/37	XS0316524130	7,3	USD	84,5	99,6	18%	123%	47%	В обращении	До 10 июня
GAZPRU 1 1/2 02/17/27	XS2301292400	1,5	EUR	68	81,0	19%	53%	40%	В обращении	До 10 июня
GAZPRU 3 1/4 02/25/30	XS2124187571	3,3	USD	67	77,4	16%	72%	44%	В обращении	До 10 июня
GAZPRU 2 1/2 03/21/26	XS1795409082	2,5	EUR	81	90,0	11%	31%	20%	В обращении	До 10 июня
GAZPRU 2.95 04/15/25	XS2157526315	3,0	EUR	82	91,2	11%	28%	22%	В обращении	До 20 июня
GAZPRU 1.54 06/30/27	CH1120085688	1,5	CHF	70	86,8	24%	49%	20%	До 27 марта	До 10 июля
<b>Среднее значение</b>						<b>19%</b>	<b>54%</b>	<b>34%</b>		

Источник: Айгенис



**Российская Федерация, 123112, г. Москва  
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)  
тел.: +7495 21-21-101**

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее — Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Передаваемая информация носит конфиденциальный характер, в силу чего не подлежит разглашению и передаче ни в какой форме. Вы принимаете на себя обязательства обращаться с предоставленной информацией как с конфиденциальной, чтобы не допустить несанкционированного разглашения и передачи данной информации.

**Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:**

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022