Константин ЛЫСЕНКО,
Cbonds

Viva Italia!

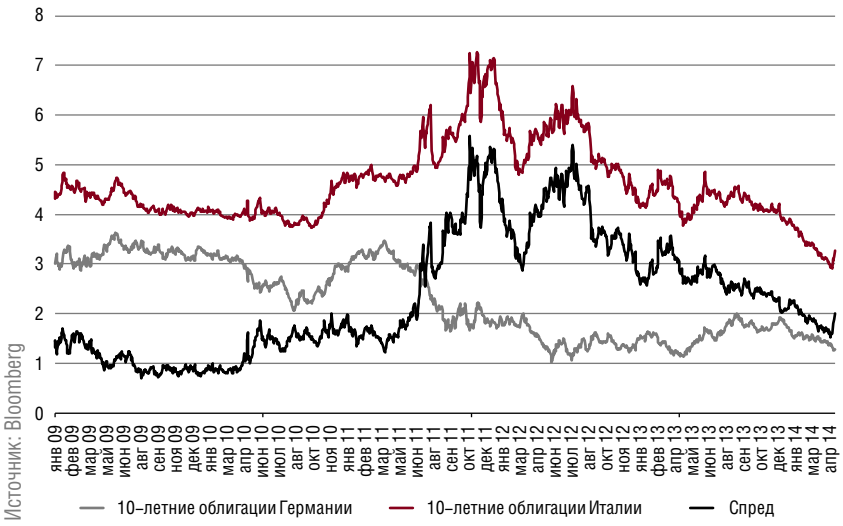
Самая длительная рецессия в Италии со времен Второй мировой войны закончилась в четвертом квартале 2013 года, когда впервые с середины 2011 года реальный ВВП вырос на 0.1%, что было воспринято рынком как начало стабилизации итальянской экономики. Долговой рынок намного раньше отреагировал на это постепенным падением процентных ставок, что значительно снизило стоимость рефинансирования государственного долга — одного из крупнейших в Европе. Кризис заставил корпоративных заемщиков по-новому взглянуть на структуру своих обязательств и искать другие источники финансирования, в то время как банки демонстрируют восстановление своей ликвидности, досрочно погашая обязательства перед ЕЦБ.

Италия, будучи одной из самых экономически развитых стран, начиная с середины 2011 года показывала отрицательные темпы роста. Ситуация поменялась, когда по итогам четвертого квартала 2013 года было озвучено увеличение объема реального ВВП на 0.1%. Безусловно, рост пока незначительный, но уже с уверенностью можно говорить об окончании рецессии. Большинство экспертов сходятся на том, что в 2014 году итальянская экономика продолжит расти на 0.4–1.1%.

Несмотря на остающиеся достаточно серьезные проблемы, а именно: растущий уровень безработицы (по данным Евростата, за последний год безработица в Италии выросла с 12.1% до 12.7%), огромный государственный долг, высокие издержки производства (стоимость труда и энергии, а также бюрократические расходы), — правительство Италии активно проводит реформы, призванные улучшить инвестиционный климат в стране. Многие надежды возложены на нового премьер-министра Маттео Ренци, который стал ответственным за продолжение проведения экономических реформ.

Позитивные ожидания рынка, завершение рецессии, а также уверенные шаги правительства по реформированию экономики страны не могли остаться незамеченными инвесторами. Доходность 10-летних государственных облигаций

Рисунок 1
Доходность 10-летних государственных облигаций Италии и Германии, %



Источник: Bloomberg

с середины 2012 года продемонстрировала уверенное снижение в 2 раза, с 6% до 3%, в конце апреля 2014 года, что является абсолютным историческим минимумом. Максимальное значение доходности (7.261%) 10-летние облигации показывали в ноябре 2011 года.

Спреды между итальянскими и немецкими облигациями, которые являются европейским бенчмарком, также стали постепенно сокращаться и от 500 б.п. вернулись к уровням 150–200 б.п. Похожая динамика наблюдается и в пятилетних суверенных CDS. За последние два года для Италии этот показатель сократился с 565 б.п. до 121 б.п., а спред к CDS Германии — с 462 б.п. до 100 б.п.

В структуре итальянского долгового рынка государственные облигации занимают порядка 58%, на корпоративный сектор приходится 41%, 30% из которых — это банковские облигации. Муниципальные облигации занимают 1% рынка. Общий объем долгового рынка Италии на конец 2013 года составлял около 3 трлн евро.

Учитывая огромные потребности государства в финансировании, итальянский рынок государственных облигаций является одним из самых больших и ликвидных в Европе. В конце 2013 года общий размер госдолга Италии составлял более 2 трлн евро, из которых 83% занимали государственные облигации и еврооблигации. Причем с каждым годом объем рынка итальянских гособлигаций увеличивается в среднем на 70 млн евро, и за последние 10 лет он вырос на 47%.

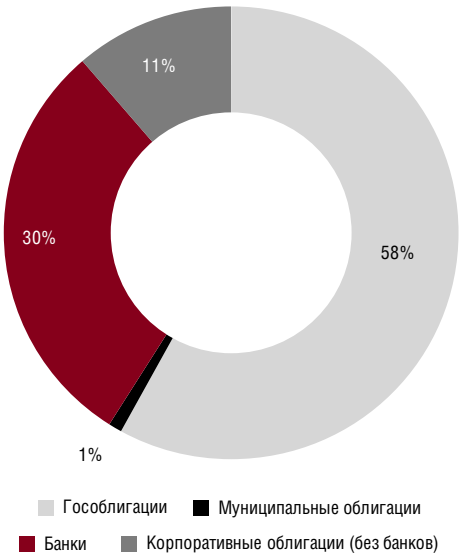
На конец апреля 2014 года объем государственных облигаций Италии в обращении составлял 1.8 трлн евро, из которых 65.3% занимали казначейские облигации BTP, выпускаемые сроком на 3, 5, 10, 15 и 30 лет, с выплатой купона 2 раза в год и номиналом 1000 евро.

Помимо BTP, Министерство финансов Италии выпускает два вида дисконтных бумаг: краткосрочные облигации (BOT) сроком на 3, 6 и 12 месяцев и среднесрочные облигации (CTZ) со сроком обращения 2 года. Облигации BOT и CTZ занимают доли рынка 7.9% и 4.3% соответственно. Налогообложение по таким бондам происходит в момент их покупки.

Облигации BTP Euro i (доля рынка — 7.9%) представляют собой индексированные ноты, привязанные к величине инфляции в еврозоне, и выпускаются со сроком обращения 5, 10, 15 и 30 лет. Такие бумаги гарантируют инвесторам доходность, не зависящую от уровня инфляции в еврозоне. Важно смотреть на индекс HICP (Harmonised Index of Consumer Prices), рассчитываемый Евростатом. BTP Italia (с долей рынка 4.8%) — облигации для частных инвесторов, привязанные к величине инфляции в Италии, измеряемой индексом FOI.

Государственные сертификаты CCT (доля рынка — 6.5%) являются облигациями с плавающей купонной ставкой со сроком обращения 7 лет. Купон выплачивается каждые 6 месяцев и привязан к доходности шестимесячных BOT-облигаций. Кроме этого, Минфин Италии также привлекает ресурсы на международном рынке через выпуски еврооблигаций и еврокоммерческих бумаг, которые занимают свыше 3% в общем объеме госбумаг.

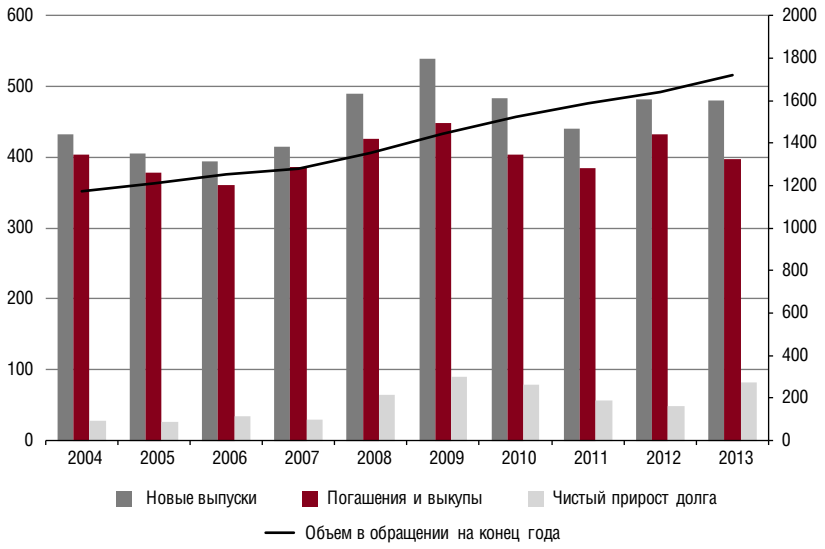
Рисунок 2. Структура долгового рынка Италии



Источник: http://www.bancaditalia.it

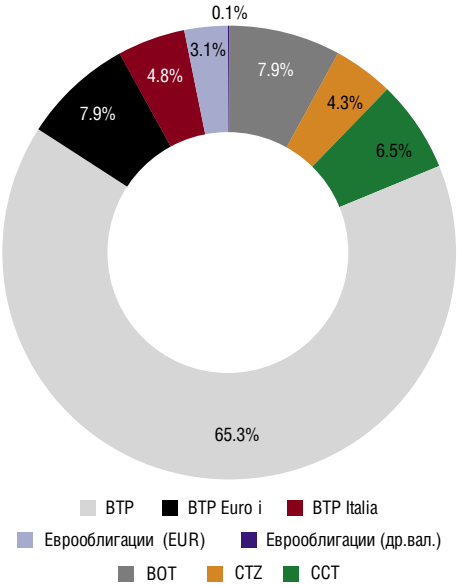
В СТРУКТУРЕ ИТАЛЬЯНСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЗАНИМАЮТ ПОРЯДКА 58%, НА КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР ПРИХОДИТСЯ 41%

Рисунок 3
Объем новых выпусков и погашений гособлигаций и еврооблигаций Италии, по номиналу, млрд евро



Источник: http://www.dt.tesoro.it

Рисунок 4. Структура государственных облигаций Италии по типу инструмента на 30 апреля 2014 г.



Источник: http://www.dt.tesoro.it

ОСНОВНЫМИ ПОКУПАТЕЛЯМИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ ЯВЛЯЮТСЯ ИТАЛЬЯНСКИЕ БАНКИ

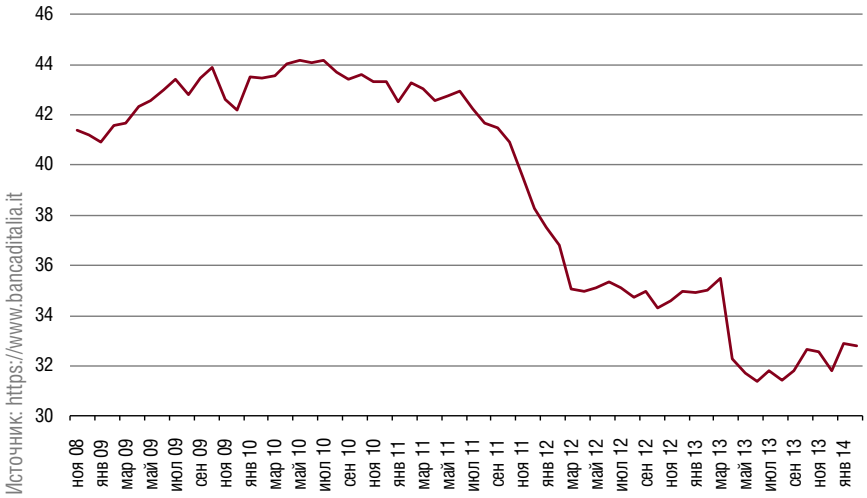
Отметим тот факт, что на итальянском рынке иностранные инвесторы играют важнейшую роль. В 2010–2011 годы на их долю приходилось 42.5–44% от общего объема госдолга Италии. К августу 2013 года этот показатель резко сократился до 31.4% в результате панических настроений и ожиданий обвала евро. В последний год интерес инвесторов стал постепенно восстанавливаться. Например, 64% 15-летних облигаций BTP, размещенных в мае 2014 года, было приобретено именно иностранными инвесторами, причем не только из европейских стран, но также из США, Ближнего Востока и Азии. Такой высокий процент иностранцев на рынке позволяет размещать итальянские облигации по более низким ставкам за счет большого совокупного спроса как со стороны внутренних инвесторов, так и иностранных игроков.

Основными покупателями государственных облигаций на внутреннем рынке являются итальянские банки. Находившиеся в глубокой рецессии и вынужденные наращивать свой капитал, они закрыли сотни филиалов, но, несмотря на все трудности кризиса, продолжили инвестировать в государственные облигации. По данным Банка Италии, с 2010 по 2013 годы доля банков в структуре держателей итальянских государственных облигаций выросла с 13.6% до 22.4%, а доля гособлигаций в структуре активов всей банковской системы составила 10%, что превышает в 2 раза уровень 2007 года.

Во многом этому способствовала антикризисная операция долгосрочного рефинансирования банков LTRO (Long Term Refinancing Operation), проведенная Европейским центральным банком в декабре 2011 – январе 2012 годов с целью поддержания стабильности европейской финансовой системы. Казначейство Италии, в свою очередь, предложило гарантии по банковским облигациям для того чтобы банки смогли использовать эти облигации в качестве обеспечения займа, предоставляемого ЕЦБ. Такой инструмент стали применять крупнейшие банки Италии — UniCredit, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, BMPS, Banco Popolare и другие, – заняв более 255 млрд евро сроком на 3 года под 1% на аукционах LTRO. Игроки использовали полученные средства для покупки государственных облигаций Италии с более высокой процентной ставкой, сгладив тем самым резкое падение своих доходов от кредитования и поддержав спрос на итальянские гособлигации.

В настоящее время напряжение на рынке ослабло, и итальянские банки вновь могут занимать как на внутреннем, так и на международном рынках капитала по более низким процентным ставкам, поэтому досрочно погашают задолженность перед ЕЦБ, доказывая свою финансовую устойчивость. В январе 2014 года крупнейший розничный банк Италии Intesa Sanpaolo объявил о досрочном погашении всех своих обязательств перед ЕЦБ на общую сумму 36 млрд евро. Последнее заявление о досрочном погашении на сумму 10.1 млрд евро поступило от крупнейшего банка Италии UniCredit в мае 2014 года.

Рисунок 5
Доля иностранных инвесторов в общем объеме государственного долга Италии, %



Источник: https://www.bancaditalia.it

На текущий момент общая задолженность итальянских банков по программе LTRO опустилась ниже 200 млрд евро.

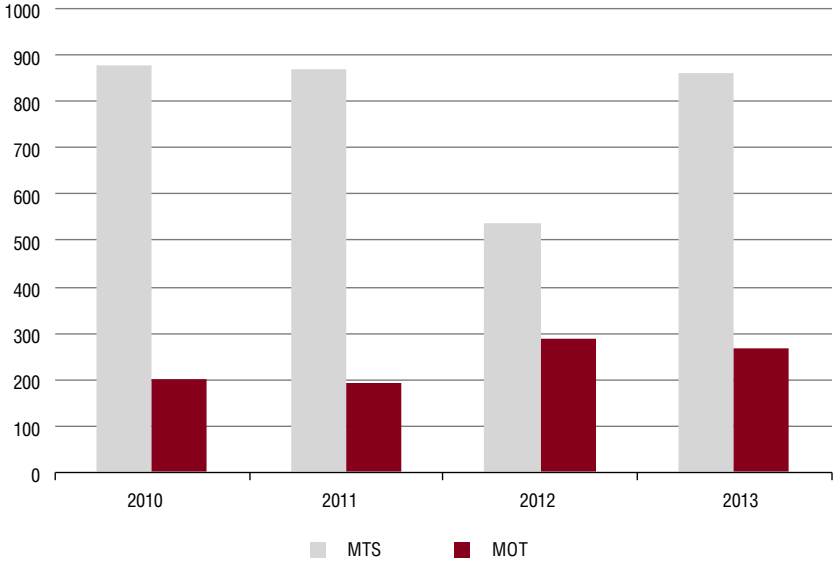
Еще одной отличительной особенностью итальянского рынка облигаций является высокая доля частных инвесторов в общей структуре держателей облигаций. Сектор домашних хозяйств в Италии владеет около 19% всех государственных бумаг. Налоговая ставка по этим облигациям для резидентов составляет 12.5%, а для иностранных держателей предоставляются льготы.

Частные инвесторы могут купить или продать облигации на специализированных электронных торговых площадках Итальянской биржи MOT и ExtraMOT. Площадка MOT была создана в 1994 году, чтобы облегчить доступ частных инвесторов на рынок облигаций и еврооблигаций. В ней выделяют два сегмента: DomesticMOT, где ведется торговля внутренними итальянскими государственными и корпоративными облигациями, и EuroMOT для торговли облигациями иностранных эмитентов и еврооблигациями.

Доминирующий объем вторичных торгов облигаций (порядка 76%) приходится на внебиржевой рынок. Основной системой для торговли облигациями на внебиржевом рынке является площадка MTS (Mercato dei Titioli de Stato), которая была создана в 1988 году Банком Италии и казначейством для торговли итальянскими государственными облигациями, но в настоящее время управляется частной компанией. Система MTS представляет собой междилерскую платформу для крупных игроков.

Итальянские корпоративные облигации являются низколиквидными инструментами, и сделки по ним проводятся в очень ограниченном объеме. По данным итальянской биржи, по корпоративным облигациям на рынке MOT за первые 4 месяца 2014 года было совершено сделок на 4.3 млрд евро, что почти в 30 раз меньше объема торгов государственными облигациями за аналогичный период.

Корпоративные заемщики Италии во время кризиса столкнулись с тем, что привычные источники финансирования в виде банковских и синдицированных кредитов перестали быть доступными ввиду резкого сокращения банковских лимитов и необходимости для банков подстраиваться под изменившиеся нормы достаточности капитала. Исторически итальянские банки являлись основным источником финансирования для местных компаний. Но кризис внес свои изменения, заставив их искать новые пути, одним из которых и стал долговой рынок.



Источник: http://www.bancaditalia.it

Рисунок 6
Оборот итальянских государственных облигаций на вторичном рынке, млрд евро

Крупным и средним итальянским игрокам, нуждавшимся в финансировании, пришлось привлекать деньги на долговом рынке через выпуск облигаций и еврооблигаций. Среди крупных игроков можно выделить пять итальянских компаний: Enel, Telecom Italia, Eni, Atlantia и Fiat, – на долю которых приходилось 2/3 рынка облигаций нефинансового сектора на конец 2013 года.

Безусловно, в разгар кризиса стоимость финансирования для корпоративных заемщиков была огромной ввиду высоких доходностей итальянских гособлигаций. Но постепенно на фоне снижения доходностей компании смогли занимать по более низким ставкам. Например, крупнейшая итальянская нефтегазовая компания Eni в январе 2012 года выпустила 8-летние облигации на 1 млрд евро со спредом 220 б.п. к среднерыночным свопам, а два года спустя продала 15-летние бонды с тем же объемом со спредом 120 б.п. Наряду с этим, правительство в декабре 2012 года приняло ряд законодательных мер, снимающих ограничения для компаний без рейтинга выпускать облигации.

В результате на рынке корпоративных облигаций Италии произошел всплеск размещений, а портфели долговых обязательств компаний стали более диверсифицированными. Долговой рынок навсегда изменил свой облик, и теперь вряд ли итальянские заемщики опять вернутся к полной зависимости от банков.

СРЕДИ КРУПНЫХ ИГРОКОВ МОЖНО ВЫДЕЛИТЬ ПЯТЬ ИТАЛЬЯНСКИХ КОМПАНИЙ: ENEL, TELECOM ITALIA, ENI, ATLANTIA И FIAT