Локальные облигации в юанях: разворот на Восток

Андрей КУЛАКОВ, СГА, FRM, начальник Управления анализа инструментов с фиксированной доходностью, Газпромбанк



РСАЛ стал первой (и на момент подготовки материала — единственной) компанией, разместившей облигации в юанях на локальной инфраструктуре Московской биржи. Переориентация торговых потоков в Китай и переход на расчеты с торговыми партнерами в валюты «дружественных» юрисдикций (в первую очередь юань) будут способствовать насыщению локального рынка ликвидностью. Привлекательность инструментов в юанях — как для инвесторов, так и для эмитентов — будет способствовать росту объема эмиссии, прежде всего со стороны крупнейших российских экспортеров из добывающих отраслей, которые ранее активно занимали на внешнем рынке. На фоне растущей внутренней юаневой ликвидности не исключено, что и Минфин, планирующий размещение ОФЗ в юанях с 2016 года, выйдет на рынок с новым бенчмарком.

Ключевым фактором, способствовавшим успеху сделки, стала растущая популярность юаня на Московской бирже

РУСАЛ в конце июля 2022 года провел первое в истории размещение в юанях на российском долговом рынке. Компания разместила два транша совокупным объемом 4 млрд юаней на срок 2 года под ставку купона 3.90%, что соответствовало уровню доходности 3.94%. При этом ставка купона была существенно снижена относительно изначального индикатива (не выше 5%), а высокий спрос позволил разместить второй транш на тех же условиях.

Это первое размещение облигаций, номинированных в юанях, на локальном рынке РФ, и потому оно не имеет прямых аналогов. Ранее среди российских компаний облигации в юанях размещал сам РУСАЛ — это были два транша панда-облигаций на материковом рынке Китая

в 2017 году. Тогда компания привлекла 1+0.5 млрд юаней на срок 2+1 лет со ставкой купона 5.5 % годовых. В 2010–2014 годах ряд российских банков также разместили 6 выпусков на рынке офшорных облигаций Китая (Dim Sum) общим объемом 6.75 млрд юаней, а в 2018 году аналогичный выпуск осуществила компания «РусГидро».

Инфраструктура Московской биржи давно готова к проведению таких сделок, а в последнее время набор юаневых инструментов активно увеличивался — помимо торговли валютной парой рубль-юань, инвесторам доступны срочные контракты на юань, своп-инструменты и др. Однако интерес к юаневым облигациям со стороны инвесторов и заемщиков в условиях доступности альтернативных инструментов

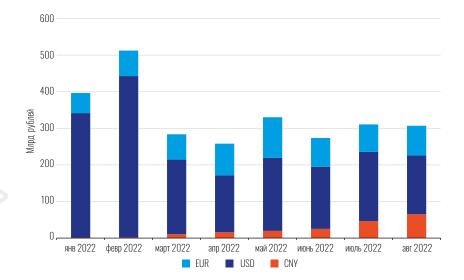


Рисунок 1 Среднедневные объемы торгов валютой на Московской бирже

Источник: Московская биржа

был невысок. Существенные ограничения, с которыми столкнулись и те и другие в 1П22, радикальным образом изменили ситуацию.

Ключевым фактором, способствовавшим успеху сделки, стала растущая популярность юаня на Московской бирже. Среднедневной объем торгов в конце июля — начале августа достиг 50–70 млрд рублей в день против 1–2 млрд рублей в начале 2022 года (Рисунок 1). За июль объем торгов удвоился до 970 млрд рублей (ТОМ + ТОD), а доля юаня в общем объеме валютных торгов превысила 20 %.

Дальнейшему росту активности в торговле инструментами в юане будет способствовать переориентация торговых потоков из ЕС и других «недружественных» стран в Китай. За первые 7 месяцев этого года товарооборот между Россией и Китаем увеличился на 29% г/г, по данным китайской статистики. К тому же юань — традиционно стабильная валюта, что делает ее наиболее комфортной заменой доллару и евро. Оба фактора отражаются в наметившемся переходе торговых расчетов на юань, который будет только углубляться в ближайшее время.

ЧЕМ ОБЛИГАЦИИ В ЮАНЯХ ИНТЕРЕСНЫ ИНВЕСТОРАМ И ЗАЕМЩИКАМ

Для инвесторов:

- 1. Размещение в валюте «дружественной» юрисдикции это возможность инвестировать в активы, номинированные в иностранной валюте, которая не несет в себе существенных инфраструктурных рисков.
- 2. Усиливает этот тезис то, что размещение проходит полностью на локальной инфраструктуре Мосбиржи, что минимизирует транзакционные риски. С последними в настоящий момент сталкивается

большое число инвесторов, ранее инвестировавших в бумаги во внешнем периметре.

- 3. Сформировавшийся уровень доходностей существенно превосходит другие доступные широкому кругу локальных инвесторов продукты. Наиболее очевидной альтернативой выступает банковский депозит, где ставки по такому виду инструментов для физических лиц не превышают 1.5–2.0%.
- 4. В настоящий момент дополнительную тактическую привлекательность юаневым инструментам придают крепкий рубль и ожидания участников рынка по его ослаблению, что дает дополнительный спекулятивный потенциал валютным инструментам. Подробнее см. раздел «Из чего складывается доход».
- 5. Уровень инфляции в Китае (2.7%) существенно ниже, чем в России (15.1%) и странах Запада (в США 8.5%, в Еврозоне 8.9%). Отметим, что это подразумевает положительные реальные ставки по инструментам в юанях, чего не наблюдается в валютах других перечисленных стран.

Для заемщиков:

- 1. Сохраняющаяся потребность в заимствованиях в валюте. Российская экономика остается экспортно ориентированной, а ключевые заемщики сохраняют заметную долю экспорта в структуре выручки, несмотря на введенные ограничения. Как следствие, потребность в балансировании валютной структуры выручки и долга сохраняется.
- 2. Заимствования в юанях на локальном рынке довольно безопасная с точки зрения инфраструктурных рисков альтернатива внешним заимствованиям, которые ранее заемщики проводили на рынке еврооблигаций в долларах, евро, франках и т. п. Напомним, что, несмотря на заметно сократившийся объем

На фоне растущего спроса со стороны инвесторов и эмитентов и увеличивающейся ликвидности юаня мы ждем активизации заимствований в юанях на локальном рынке

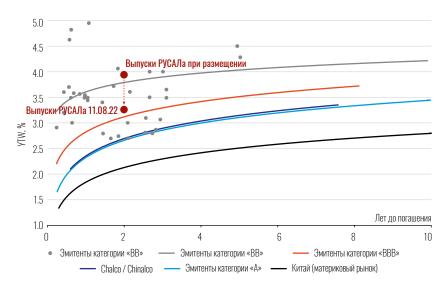


Рисунок 2

Карта рынка материкового рынка Китая по рейтингам и новый локальный выпуск РУСАЛа

Источники: Cbonds, оценки Газпромбанка

нец 2013 года до \$130-140 млрд в последние годы), он по-прежнему оставался существенным источником привлечения долгового финансирования. Среднегодовой объем корпоративных заимствований в 2016-2021 годах составлял около \$15 млрд в год, что эквивалентно ~1 трлн рублей при среднем курсе ~67 руб./долл. Это сопоставимо со среднегодовым объемом заимствований на локальном рынке в 2016-2018 годах, хотя и уступает аналогичному показателю за 2019-2021 годы.

3. Рост спроса на расчеты в юанях. Еще до событий 2022 года доля азиатского региона в продажах у ряда крупнейших экспортных компаний достигала 30%. В связи с введенными ограничениями в отношении российской экономики торговые потоки все больше будут перестраиваться на Азию, и прежде всего на Китай. Об общем росте популярности юаня в расчетах мы уже упомянули выше. Что касается публичных компаний, то немногие из них к настоящему моменту представили свои финансовые результаты за 1П22, но, например, Евраз сообщил о росте доли Китая в экспортных поставках угля до 70-90% на фоне отказа потребителей в Корее и Японии от российского сырья изза ограничительных мер. Министр промышленности и торговли Денис Мантуров заявил, что экспорт российской продукции черной металлургии в Китай в 1П22 вырос в пять раз. Мы ожидаем усиления данного тренда.

рынка еврооблигаций (с ~\$220 млрд на ко-

На фоне растущего спроса со стороны инвесторов и эмитентов и увеличивающейся ликвидности юаня мы ждем активизации заимствований в юанях на локальном рынке. Прежде всего мы ожидаем выхода на рынок крупнейших российских экспортеров из добывающих отраслей, которые ранее активно занимали на внешнем рынке.

ИЗ ЧЕГО СКЛАДЫВАЕТСЯ ДОХОД

Инвесторами в юаневый выпуск РУСАЛа выступили локальные участники, функциональной валютой для которых является российский рубль. Как следствие, совокупный доход (Total Return — TR) для таких инвесторов определяется не только от непосредственных платежей по облигациям, но и от динамики рубля по отношению к юаню.

Рассмотрим отдельно 1) фактор дохода от облигации и степень справедливости ее позиционирования на рынке, а также 2) то, насколько валютная компонента может оказать влияние на привлекательность инструмента.

Справедливый уровень доходности облигации

Сложившийся по итогам размещений уровень доходности (3.94%) был сопоставим с доходностью эмитентов рейтинговой категории «ВВ» (соответствует уровню рейтинга РУСАЛа до февраля 2022 года) на внутреннем рынке Китая (Рисунок 2). При этом стоит учитывать, что сделка прошла на новом, только формирующемся рынке. Спред облигаций РУСАЛа к кривой гособлигаций Китая составил ~185 б. п., что ниже, чем в ходе упомянутого выше размещения панда-бондов РУСАЛа в 2017 году (~255 б. п.). Однако с тех пор заметно улучшилось и кредитное качество компании (показатель «чистый долг / EBITDA» без корректировок снизился с 5.7х на конец 2016 года до 1.6х по итогам 2021 года).

При более узком сравнении с компаниями отрасли стоит обратить внимание на обращающиеся на локальном рынке Китая облигации Chinalco и дочерней Chalco, которые на сопоставимом сроке торгуются с доходностью 2.5–2.7%, предлагая спред к суверену на уровне 40-60 б. п. Однако и международный рейтинг компаний существенно выше: «А-» от Fitch и «ВВВ» от S&P (Chalco).

Размещение РУСАЛа продемонстрировало, что размещение юаневых ВЫПУСКОВ В СВЯЗИ С РОСТОМ популярности юаня и объема торгов им на локальном рынке возможно и без допуска иностранных инвесторов

На момент написания данной статьи доходность выпусков опустилась в диапазон 3.3%, приблизившись к среднему уровню доходности «ВВВ»-эмитентов на внутреннем рынке Китая, что выглядит уже достаточно низко. Однако, на наш взгляд, прямое сравнение доходностей на двух рынках является условным. Инвесторы в выпуски РУСАЛа — локальные игроки, для которых прямая доступность инструментов на рынках Китая ограничена. А сложившееся на российском рынке ценообразование во многом объясняется высоким внутренним спросом на валютные инструменты при ограниченном наборе доступных альтернатив. Таким образом, не исключено, что снижение доходностей может продолжиться, так как фактически эффективным рубежом их снижения в настоящий момент являются уже упомянутые ставки банковских депозитов с поправкой на разницу в кредитном риске.

Валютный фактор

В текущих рыночных условиях логично разделить анализ валютного фактора на две компоненты: 1) внутреннюю — справедливо ли оценен в настоящий момент рубль по отношению к основным валютам и 2) внешнюю — каковы перспективы юаня.

По нашим оценкам, текущий курс рубля является чрезмерно крепким, и мы ожидаем его ослабления к концу года. Этот факт придает общую тактическую привлекательность валютным инструментам для «рублевых» инвесторов. К факторам, которые будут способствовать ослаблению рубля, мы относим:

- фундаментальные: профицит текущего счета, чей рост обеспечил укрепление рубля на 22% с начала года, будет сокращаться;
- девальвационные тенденции могут быть дополнены возобновлением покупок валюты в рамках обновленного Бюджетного правила. Последние, по нашим оценкам, начнутся не ранее 4К22 и будут в состоянии прервать укрепление рубля даже без изменения фундаментальных факторов.

По этим причинам мы ожидаем возвращения рубля в диапазон 70–80 руб./ долл. до конца года.

Что касается перспектив юаня, то, на наш взгляд, на обозримом горизонте динамика валютной пары USD/CNY будет сдержанной. Ключевым фактором в среднесрочной перспективе будет расхождение монетарных циклов КНР и США: рост ставки ФРС в рамках борьбы с инфляцией накладывается

на ожидания дальнейшего снижения ключевой ставки НБК для стимулирования экономической активности. В этих условиях мы не исключаем ограниченного ослабления юаня к доллару.

Тем не менее курс юаня к рублю, вероятно, будет укрепляться под действием внутреннего фактора. Мы ожидаем, что с текущих значений в ~9 руб./юань он ослабнет до 11.2 руб./юань к концу этого года и до 12.1 руб./юань к концу 2023 года.

Совокупный доход по облигации

Если учесть оба фактора, то можно предположить, что TR рублевого инвестора от вложений в облигации РУСАЛа, по нашей оценке, составит ~46%, или ~21% в годовом эквиваленте (по цене размещения). Это заметно больше, чем могут предложить аналогичные инструменты на российском рынке. В ожидании дальнейшего снижения доходности ОФЗ и сжатия кредитных спредов до долгосрочных средних, показатель TR, согласно нашим прогнозам, составит ~16% (~7.1% в годовом эквиваленте) по ОФЗ и ~22 % (~8.9 %) — по рублевым корпоративным бумагам сопоставимой срочности и качества.

Отметим, что в показателе TR от вложений в юаневые выпуски (~46%) существенная часть (~37 п. п.) приходится на валютную компоненту. Исходя из того, что текущая «дороговизна» рубля и сильные девальвационные ожидания являются, скорее, разовым фактором, по мере того, как курс рубля достигнет определенного равновесия, валютная компонента в ожидаемом показателе TR существенно снизится. Не исключено, что это будет способствовать тому, что в дальнейшем инвесторы потребуют более высокого уровня доходностей для компенсации этой компоненты.

Этот тезис указывает на то, что для корпоративных заемщиков текущая конъюнктура рынка предоставляет наиболее оптимальную возможность для выхода на рынок.

РИСКИ

Дополним анализ привлекательности юаневых инструментов анализом основных рисков, связанных с ними, на локальном рынке:

1) Валютный риск. В текущих рыночных условиях мы ожидаем, что валютный фактор увеличит ожидаемый совокупный доход. Однако на более длинном горизонте рассмотрения данный фактор может привести и к убытку в случае укрепления рубля и/или ослабления юаня.

- 2) Процентный риск. Повышение ставки Нацбанка Китая и/или рыночных ставок на рынке Китая может способствовать и соответствующему росту доходностей аналогичных инструментов на российском рынке. Однако в условиях, когда инвесторы в такие инструменты локальные, прямой эффект, вероятно, будет ограниченным.
- 3) Кредитный риск стоит рассматривать в каждом конкретном случае при анализе эмитентов соответствующих облигаций. При этом стоит оценивать и возможность эмитента обслуживать привлекаемый долг в валюте облигации.
- 4) Насыщение рынка. Ожидаемый нами выход все большего числа эмитентов с юаневыми облигациями, вероятнее всего, будет способствовать росту среднего уровня доходностей по мере насыщения рынка.
- 5) Инфраструктурный риск. Существует гипотетический риск того, что расчеты в юанях или требующаяся под это инфраструктура попадут под прямые или косвенные ограничения.

А ЧТО С ОФЗ В ЮАНЯХ?

Сообщения о том, что Минфин готовится к выпуску ОФЗ в юанях, появлялись в СМИ регулярно с 2016 года. Предполагалось, что размещение пройдет на локальной инфраструктуре Московской биржи, а основную ликвидность обеспечат китайские инвесторы. Согласно сообщениям в СМИ, одна из ключевых причин переносов размещения — ограниченность доступа китайских инвесторов к инструментам на локальном рынке РФ.

Однако размещение РУСАЛа продемонстрировало, что размещение юаневых выпусков в связи с ростом популярности юаня и объема торгов им на локальном рынке возможно и без допуска иностранных инвесторов. Сообщалось, что Минфин планировал разместить выпуск на 1 млрд юаней. Для сравнения напомним, что РУСАЛ провел размещение объемом 4 млрд юаней, положившись исключительно на спрос локальных игроков.

Оценить потенциал дальнейшего спроса предстоит по мере того, как объем расчетов в юанях продолжит расти и все новые эмитенты выйдут на рынок. Мы ожидаем, что рост популярности юаня поспособствует тому, что и планы Минфина по размещению суверенного выпуска смогут реализоваться. Это не только позволит диверсифицировать инструменты в «обойме» ведомства, но и установит на рынке новый бенчмарк для корпоративных заимствований.