Пинг ЧУ, управляющий директор и глава Standard & Poor's в Большом Китае

«Рынок dim sum станет более зрелым»

Рынок облигаций, номинированных в юанях и выпущенных за пределами КНР, относительно невелик, но его рост за последние четыре года оказался впечатляющим. Начиная с середины 2007 года рынок dim sum привлек 150 млрд юаней, или почти $25 млрд. Более того, ему удавалось успешно сопротивляться глобальному тренду на рынках капитала в последние несколько месяцев. Так, в августе 2011 года Министерство финансов Китая выпустило облигации объемом 20 млрд юаней, в то время как международные рынки G3 фактически были закрыты. В интервью журналу Cbonds Review Пинг Чу, управляющий директор и глава Standard & Poor's в Большом Китае, рассказал о том, что стоит за необычайно высоким ростом рынка облигаций dim sum и как он будет эволюционировать в ближайшие годы.

– Чем обусловлено бурное развитие рынка dim sum в последние годы?

– Быстрое наращивание офшорных депозитов, номинированных в юанях, активно стимулировало развитие рынка dim sum, и эта тенденция, вероятно, сохранится в обозримом будущем, так как увеличение объема торговых операций в юанях способствует росту этой депозитной базы. Объем использования китайской валюты будет расти до тех пор, пока китайские власти поддерживают ее применение в международных сделках. В частности, во втором квартале 2011 года почти 10% своих торговых операций Китай провел в юанях, в то время как годом ранее — всего лишь 1%. По нашим оценкам, объем офшорных депозитов в юанях в Гонконге в настоящее время составляет 600 млрд юаней по сравнению с цифрой 100 млрд юаней, которая наблюдалась годом ранее.

– Каковы ваши прогнозы по динамике роста?

– Мы ожидаем, что растущий пул депозитов в офшорных юанях будет поддерживать развитие рынка dim sum в ближайшие несколько лет. Наша оценка отражает все более активное использование юаня как расчетной валюты и положение Китая как второй по величине экономики в мире. До конца года объем офшорных депозитов может увеличиться, по нашим оценкам, почти до 1 трлн юаней, учитывая траекторию роста депозитной базы в прошлом. Эти депозиты обеспечивают естественную основу для развития рынка.

– Какие еще факторы поддерживают рынок?

– Ужесточение условий кредитования, которое наблюдалось в Китае в прошлом году, безусловно, заставило многих заемщиков обратиться к рынку dim sum. В этом смысле он частично заменил внутренний кре-

дитный рынок Китая. Вероятнее всего, это временное явление — и я бы не сказал, что позитивное, поскольку это усиливает непрозрачность рынка dim sum, которая всегда была характерна как раз для рынка банковского кредитования континентального Китая. Гораздо важнее ряд мер, объявленных вице-премьером Китая Ли Кекьянг в августе, которые должны повысить роль Гонконга в развитии офшорного рынка в юанях. Фактически китайские компании теперь смогут выпускать облигации dim sum напрямую, а не через офшорные дочерние структуры. Господин Ли также отметил, что Китай через Министерство финансов будет регулярно выпускать облигации. Это должно сыграть важную роль в установлении ориентира доходности для рынка dim sum.

– Есть ли какие-то серьезные препятствия для дальнейшего роста сегмента dim sum?

– Вопрос репатриации доходов в континентальный Китай остается одним из серьезных препятствий для превращения офшорного рынка в юанях в действительно крупный глобальный офшорный рынок, соответствующий тому весу, который Китай имеет в мировой экономике. Существуют возможности внедрения процедур, облегчающих этот процесс, однако проблемы не будут полностью решены до тех пор, пока Китай окончательно не либерализует свой счет движения капиталов и не сделает юань свободно конвертируемой валютой.

Некоторые руководители континентального Китая недавно дали понять, что это может произойти в течение ближайших пяти лет. 13 октября 2011 года правительство объявило, что создаст механизм репатриации поступлений для привлечения прямых иностранных инвестиций. Это значительный шаг вперед.

– Каковы типичные кредитные риски, которым подвергаются эмитенты на рынке dim sum?

– На рынке dim sum представлены самые разные эмитенты, начиная от суверенного заемщика в лице Китая и заканчивая некоторыми девелоперскими компаниями, которым мы присваиваем рейтинг категории cnBB по кредитной шкале Большого Китая. Одной из особенностей рынка на раннем этапе его развития являлось то, что у большинства эмитентов не было рейтингов, и вопрос кредитного риска представлялся второстепенным по сравнению с риском повышения валютного курса. Однако события на мировых рынках во многом способствовали повышению значимости кредитного риска, и в настоящее время существуют явные признаки дифференциации ставок, основанной на уровне кредитоспособности заемщика. Несмотря на все еще относительно невысокую ликвидность рынка и неравномерность спроса, в последние месяцы спреды для эмитентов, имеющих рейтинги спекулятивной категории, а также заемщиков, не имеющих рейтинга, значительно расширились. Мы полагаем, что число рейтингованных эмитентов будет расти по мере повышения кредитной культуры и по мере того, как заемщики перестанут предпочитать национальную валюту остальным.

– Насколько диверсифицирован рынок dim sum с точки зрения заемщиков?

– Рынок dim sum все чаще привлекает государственные предприятия разных отраслей и международных эмитентов; и обе эти группы стремятся получить рейтинги. Кроме того, на рынке хорошо представлены отраслевые компании, в том числе девелоперские, высокотехнологичные компании, государственно-частные и коммерческие банки, а также государственные корпорации, которые работают в добывающих отраслях, энергетике, телекоммуникациях, транспортной отрасли, в коммунальном хозяйстве и в отраслях, производящих товары производственного назначения.

В настоящее время основной объем выпускаемых облигаций приходится на долю эмитентов из континентального Китая, но вместе с тем на рынок dim sum выходят и международные эмитенты, которые в некоторых случаях размещают более крупные объемы облигаций. McDonald's Corp. — первый иностранный эмитент, который вышел на рынок dim sum в августе прошлого года с выпуском облигаций объемом 200 млн юаней. Затем последовали Caterpillar Financial Services Corp, ORIX Corp, Mitsubishi UFJ Lease & Finance Co. Ltd., Unilever PLC и VTB Capital S.A.. Примечательно то, что в прошлом месяце компания L'Air Liquide стала первым французским эмитентом на офшорном рынке в юанях (два выпуска на общую сумму 2.6 млрд юаней).

Мы ожидаем, что по мере развития рынка будет повышаться и диверсификация используемых долговых инструментов. В частности, несколько финансовых организаций континентального Китая выразили заинтересованность в привлечении субординированного долга на офшорном рынке. Несмотря на преобладание краткосрочных инструментов (срок обращения подавляющего большинства облигаций составляет два или три года), ситуация постепенно меняется. Недавний выпуск облигаций Министерства финансов Китая, включающий пятилетний и семилетний транши, должен способствовать определению индикативной цены инструментов с более длительными сроками погашения.

– Не так давно агентство Standard & Poor's начало использовать кредитную шкалу Большого Китая. Что она собой представляет и для кого предназначена?

–Мы присваиваем рейтинги эмитента по кредитной шкале Большого Китая всем заемщикам, которые базируются в этом регионе. Кроме того, наше агентство рейтингует выпуски долговых обязательств этих заемщиков. Мы также присваиваем рейтинги выпуска долговых обязательств по шкале Большого Китая всем выпущенным в Гонконге долговым инструментам, номинированным в долларах, и офшорным долговым инструментам, номинированным в юанях, независимо от места деятельности эмитента. Критерии, методология и процессы присвоения рейтингов, которые мы используем для присвоения кредитных рейтингов по шкале Большого Китая, идентичны критериям, методологии и процессам присвоения рейтингов по международной шкале.

В сущности, шкала Большого Китая отвечает потребностям инвесторов и других специалистов в обла-

	Кредитный рейтинг по шкале Большого Китая	Кредитный рейтинг по международной шкале
КНР – Министерство финансов	cnAAA	AA-
Svenska Handelsbanken	cnAAA	AA-
The Hong Kong & China Gas Co. (Towngas)	cnAAA	A+
Unilever N.V.	cnAAA	A+
Export-Import Bank of Korea (Kexim)	cnAA+	A
McDonald's Corp.	cnAA+	A
Air Liquide Finance (Guarantor: L'Air Liquide S.A.)	cnAA+	A
BP PLC	cnAA+	A
Caterpillar Financial Services Corp.	cnAA+	A
The Bank of East Asia (China) Ltd.	cnAA	A
Volkswagen Int'l Finance N.V.	cnAA A	
TescoPLC	cnAA A	
Sinochem Hong Kong (Group) Co. Ltd.	cnA+	BBB+
China Merchants Bank Co. Ltd.	cnA+	BBB
VTB Capital S.A.	cnA	BBB
Yum! Brands Inc.	cn A- BBB	
Evergrande Real Estate Group Ltd.	cnBBB-	BB
China Shanshui Cement Group Ltd.	cnBBB-	BB
Intime Department Store (Group) Co. Ltd.	cnBB+	BB
Road King Infrastructure Ltd.	cnBB	BB
China SCE Property Holdings Ltd.	cnBB	B+

Таблица 1

Рейтинги офшорных эмитентов долговых бумаг, номинированных в юанях[1]

сти управления кредитными рисками, которые выделяют Большой Китай как самостоятельный класс активов. Эта шкала обеспечивает надежный эталонный показатель, с помощью которого инвесторы могут составить собственное независимое мнение об относительном кредитном качестве эмитентов и долговых обязательств, которые они рассматривают на фондовом рынке Большого Китая. Подобным пользователям шкала Большого Китая дает более детальную картину сравнения уровня кредитных рисков, чем международная шкала Standard & Poor's. Кроме того, распределение рейтингов предоставляет инвесторам возможность сравнивать кредитоспособность эмитентов, оперирующих на рынке Большого Китая, учитывая уровень кредитоспособности самого Китая по данной шкале — cnAAA.

– Какова структура инвесторов на офшорном рынке юаня?

– Она постоянно меняется. С географической точки зрения большинство инвесторов зарегистрировано в Гонконге, остальные инвесторы в основном находятся в Сингапуре. Когда в начале месяца британская компания розничной торговли Tesco PLC разместила первый выпуск обьемом 725 млн юаней, на долю гонконгских инвесторов приходилось менее 50% общего обьема размещения, на долю сингапурских инвесторов — порядка 30%, на долю европейских инвесторов — почти 20%. Таким образом, мы можем рассматривать этот рынок уже как международный.

Среди инвесторов преобладают китайские банки. Это частично объясняет наличие достаточно большого числа нерейтингуемых выпусков (поскольку рынок dim sum фактически функционирует для них как альтернатива китайскому рынку банковских кредитов). Важным изменением за последний год стало появление все большего числа специализированных фондов, инвестирующих в оффшорные долговые инструменты в юанях. Эти фонды способствовали значительному повышению профессионализма на рынке и более широкому участию в нем розничных инвесторов.

– Можно ли сказать, что рынок dim sum неуязвим для проблем, существующих на других рынках?

– Я бы так не сказал. Конечно, преимуществом рынка dim sum являлось то, что он оставался открытым в период затишья, которое наблюдалось почти весь август на рынках G3. Однако следует заметить, что в этот период инвесторы в долговые обязательства офшорного рынка в юанях, тоже действовали очень избирательно. В то время как количество заявок на облигации Китая, имеющие рейтинг cnAAA-, превышало обьем выпуска, нескольким эмитентам, имеющим рейтинги спекулятивной категории, нерейтингуемым эмитентам и как минимум одному эмитенту, имеющему высокий рейтинг, пришлось отложить запланированные выпуски. Это заемщики из совершенно разных отраслей — от авиаперевозок и операций с недвижимостью до производства алюминия и фармацевтической промышленности.

Важно также иметь в виду, что соотношение спроса и предложения может измениться — возможно, быстро и очень значительно.

Растущие оффшорные депозиты в юанях и постоянно увеличивающееся число фондов, специализирующихся на работе с ценными бумагами в юанях (в настоящее время их больше 17), сегодня делают сегмент dim sum в значительной степени рынком продавца, но эта ситуация может измениться. Например, появляется информация, что банки и страховые компании континентального Китая планируют выпускать субординирован-

[1] Рейтинги на 14 октября 2011 года

ные долговые инструменты на рынке dim sum. У этих заемщиков существуют огромные потребности в ресурсах. И в зависимости от того, собираются ли они выходить на рынок одновременно или нет, данное обстоятельство может легко привести к сбалансированности спроса и предложения или к преобладанию предложения.

Еще одно фундаментальное изменение должно произойти, когда широко распространенное в настоящее время убеждение в том, что курс юаня будет всегда расти, будет поставлено под сомнение. Это может на некоторое время затормозить развитие инструмента dim sum, но в конечном счете должно оказать положительное влияние, так как позволит избавиться от сохраняющегося значительного спекулятивного элемента, связанного с игрой на валютном курсе. В результате рынок dim sum станет более зрелым, решения об инвестировании на нем будут приниматься на основе тщательного анализа риска и прибыли.

Михаил ПИЧУГИН,
старший аналитик по международным рынкам долгового капитала, «ВТБ Капитал»

КОММЕНТАРИЙ

«ИНСТРУМЕНТ DIM SUM ВЕСЬМА ГИБОК»

– Как вы оцениваете потенциал рынка dim sum и его привлекательность для более широкого круга потенциальных заемщиков, в том числе из России? К примеру, «РУСАЛ» в конце марта 2011 года отказался от планов по размещению в Гонконге еврооблигаций, номинированных в китайских юанях, так как стоимость выпуска в этой валюте выше, чем стоимость заимствований в долларах или рублях. Есть ли риск, что этот инструмент так и останется всего лишь заменителем банковских кредитов для нерейтингованных китайских компаний, пока ставки в долларах практически нулевые?

– Несмотря на то что рынок dim sum не избежал отрицательного влияния глобальной распродажи рисковых активов, объемы депозитов в офшорных юанях (CNH) продолжили расти даже в августе-сентябре 2011 года, что свидетельствует о высокой ликвидности инвесторов и высоком потенциале спроса. Важной проблемой, с которой могут столкнуться эмитенты из России, которые обращаются к инструменту dim sum, является то, что невысокий купон в юанях не всегда может быть конвертирован в достаточно привлекательную ставку в долларах. Так, в первой половине этого года уровни свопа существенно сдвинулись против потенциальных эмитентов, что вызвало рост доходности в долларах и временно снизило привлекательность рынка dim sum для российских заемщиков.

Несмотря на это, активность международных компаний на рынке CNH продолжает расти. В 2011 году на него вышли такие эмитенты, как Unilever, Bosch и YUM! Brands. Многие западные корпорации, выпустившие бумаги, номинированные в CNH, используют привлеченные под низкий купон средства «на месте», для финансирования китайских проектов, тем самым избегая сложностей, связанных с валютным свопом и его влиянием на цену долларового финансирования.

Для российских эмитентов, не планирующих инвестиции в Китае, этот рынок, тем не менее, тоже сохраняет свою привлекательность. Высокая ликвидность местных инвесторов поддерживает сильный спрос на новые выпуски и создает благоприятное давление на цену заимствования, в то время как развитие рынка свопа доллар-юань в будущем будет способствовать стабилизации его уровней.

– Для какого типа российских заемщиков рынок dim sum может представлять наибольший интерес?

– Рынок CNH наиболее интересен для трех категорий эмитентов из России.

Во-первых, это регулярные эмитенты, ежегодно выпускающие значительный объем облигаций на международных рынках и заинтересованные в расширении аудитории инвесторов для снижения давления на долларовую кривую. Пример ВТБ показывает, что привлечение азиатских инвесторов через выпуски в локальных валютах заметно расширяет участие покупателей из этого региона в долларовых выпусках и способствует достижению более выгодных условий заимствований на международных рынках. У таких эмитентов есть возможность проводить мониторинг рынка CNH и оперативно выйти на рынок с размещением, чтобы воспользоваться благоприятными уровнями свопа.

Вторая категория — эмитенты, которые заинтересованы в привлечении относительно небольших объемов финансирования на публичных рынках, но при этом стремятся избежать дорогих и трудоемких процедур получения кредитных рейтингов и раскрытия информации в формате, требуемом для листинга на европейских регулируемых биржах. Для таких эмитентов рынок CNH предоставляет возможность привлечения достаточно недорогого капитала с менее обременительными — по сравнению с банковским кредитом — ковенантами. Волатильность рынка свопа доллар-юань связана с некоторой долей риска, и эмитенты должны быть готовы к тому, что процесс выпуска может затянуться на достаточно продолжительное время в ожидании благоприятной конъюнктуры.

Третья категория потенциальных эмитентов, которая, на наш взгляд, может приобрести большее значение в средне- и долгосрочной перспективе, — это компании, планирующие развитие собственных проектов в Китае, для которых привлечение финансирования на локальном рынке может оказаться дешевле, чем использование долларового капитала компании.

– Какие гибриды с рынком dim sum могут появиться в ближайшее время? Например, уже есть прецеденты выпуска исламских облигаций в офшорных юанях.

– Рынок офшорного юаня весьма гибок, и со временем на нем, безусловно, появятся аналоги большинства гибридных продуктов, известных на долларовом рынке. Однако интерес к сложным и гибридным инструментам со стороны российских эмитентов пока очень ограничен даже в таких хорошо знакомых валютах, как доллар.

Рынок dim sum регулируется в Гонконге и предоставляет широкие возможности для создания сложных финансовых инструментов, однако их массовое появление в ближайшие годы маловероятно. Существующий баланс спроса и предложения обеспечивает наибольшую привлекательность простым инструментам, и мы ожидаем лишь эпизодические размещения более сложных продуктов, в основном в тех ситуациях, где определенный сложный формат выпуска требуется самому эмитенту, как, например, в случае некоторых исламских банков.

Для российских эмитентов наиболее привлекательным на данном этапе выглядит использование бондов dim sum в качестве дополнительных траншей существующих EMTN-программ или в рамках размещения многотраншевых выпусков обычных еврооблигаций.