Российские еврооблигации останутся привлекательными только для своих?

Искандер ЛУЦКО,
главный инвестиционный стратег, ITinvest

Еврооблигации российских эмитентов остаются самыми высокодоходными активами в мире в этом году после резкого падения котировок с начала спецоперации и по-прежнему сохраняют существенный потенциал роста. Сейчас на рынке, по сути, три стратегии покупки еврооблигаций. Первая — это «замещающие» облигации. Среди них самые ликвидные — это Газпром. Вторая — покупка бумаг эмитентов, которые будут проводить прямые выплаты и, следовательно, откажутся от выпуска «замещающих» облигаций. Последняя — special situations, например Минфин Беларуси и Банк развития Беларуси.

Высокие ценовые дисконты в периметре Euroclear по-прежнему сохраняются в группе эмитентов под санкциями

Есть также банальная техническая стратегия — покупка коротких бумаг до погашения, включая белорусские. Среди них — МКБ23, РЖД 23, Global Ports 23, Минфин России 23, МТС 23 и прочие.

В случае первой и второй стратегии сложно определить наверняка, какой вариант выберут эмитенты, так как они сами пока этого не знают.

Еврооблигации российских эмитентов стали самыми высокодоходными активами в мире в этом году, в частности бумаги Минфина (>100 %), после резкого падения котировок с начала спецоперации (Рисунок 1).

Среди еврооблигаций СНГ с конца июля растут в основном облигации Газпрома, которые планируется «заместить», среди эмитентов, платящих напрямую, — Минфин России, РЖД, Северсталь, среди «коротких» бумаг, которые успешно погасятся в 2023 году, — МКБ, РЖД, Уралкалий, Global Ports, Минфин России и т. д.

Текущая динамика контрастирует с высокой волатильностью мирового рынка акций и облигаций, который с начала года потерял более 20 %.

Для удобства выбора бумаг мы подготовили путеводитель по внешнему российскому рынку облигаций, включив в него все обращающиеся бумаги, а также добавив бонды Минфина Беларуси.

Обращаем внимание, что высокие ценовые дисконты в периметре Euroclear

по-прежнему сохраняются в группе эмитентов под санкциями.

В то же время все больше российских инвесторов получают прямые купонные выплаты в рублях после прохождения процедуры идентификации (банковский сектор, Минфин России, РЖД, «Северсталь» и Global Ports), среди компаний, которые планируют такие выплаты в ближайшее время, — «Новатэк», «Сибур» и «ФосАгро». Инвесторы также могут претендовать на «замещающие» облигации (Газпром, Лукойл, Совкомфлот и Металлоинвест). Примеры динамики цен еврооблигаций РЖД и Газпрома представлены на Рисунках 2 и 3.

Тенденция выпуска «замещающих» облигаций только начинает набирать обороты. Использование данного инструмента даст привлекательную арбитражную возможность держателям «первоначальных» бумаг в Euroclear.

Более того, по недавней инициативе Минэкономразвития возможность упрощенного выпуска в соответствии с 319-ФЗ может быть продлена еще на год (то есть до 31 декабря 2023 года).

В то же время дальнейшее ухудшение геополитической ситуации приведет к тому, что большинство эмитентов будет платить держателям напрямую, так как «замещение» облигаций без участия Euroclear сопряжено с техническими сложностями. В итоге поменяется структура владения в пользу держателей в НРД, и локальные клиенты продолжат получать свои купонные выплаты, что сохранит положительную переоценку активов. В любом случае выигрывают инвесторы, которые готовы взять на себя рублевый риск и могут получать выплаты на счет депо внутри России.

СПРАВКА

18 августа РЖД начала выплачивать средства держателям в НРД по выпуску RURAIL 5.7 04.05.22. Речь идет о купонных выплатах по валютным облигациям, права на которые зарегистрированы в российских депозитариях — их держатели не получали средства с 1 марта 2022 года. Следующий купонный платеж по выпуску RURAIL 24 успешно произведен 1 сентября 2022 года. РЖД планирует осуществлять выплаты по другим выпускам в соответствии с графиком в аналогичном порядке в рублях держателям в НРД, а также после прохождения идентификации осуществлять прямые платежи держателям в Euroclear (включая ранее приостановленные выплаты).

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ В ПОЛЬЗУ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

1. Валютный хедж / FX Hedge: давление на рубль и активы в рублях сохранится ввиду сокращения притока валютной выручки от экспорта и покупок валют «дружественных» стран в рамках бюджетного правила, вероятно движение USDRUB к диапазону ₽70—75/$.

2. «Замещающие» облигации (Газпром, Совкомфлот, Лукойл, Металлоинвест, ожидаются выпуски остальных корпоративных эмитентов, включая банки, и ОФЗ) и канселляция дисконтных бумаг в Euroclear, сужение спредов ввиду перетока держателей из Euroclear в НРД.

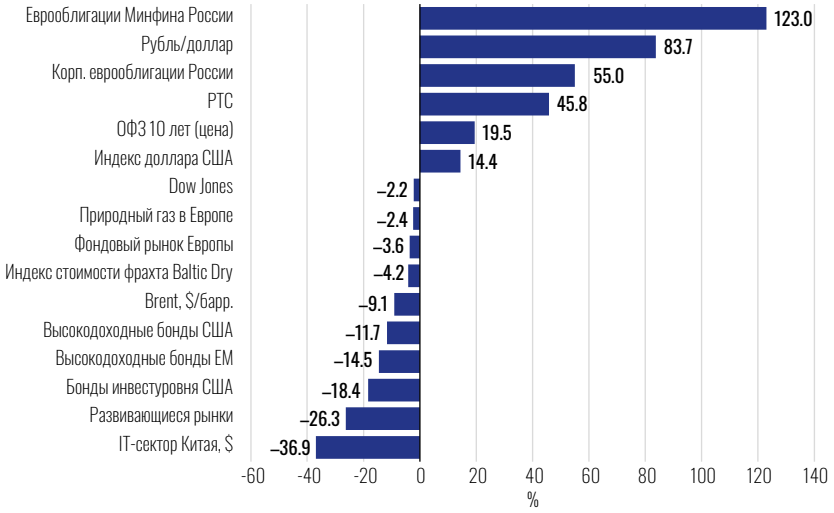
3. Прямые выплаты в рублях на локальный счет депо в случае обострения геополитической ситуации.

4. Высокий купонный доход в валюте и в рублях как более надежная альтернатива банковскому депозиту, особенно в валюте.

5. Отсутствие риска «заморозки» активов при «замещающих» облигациях.

Рисунок 1
Динамика глобальных активов с начала спецоперации (с начала марта 2022 года)

Источник: ITinvest, Bloomberg



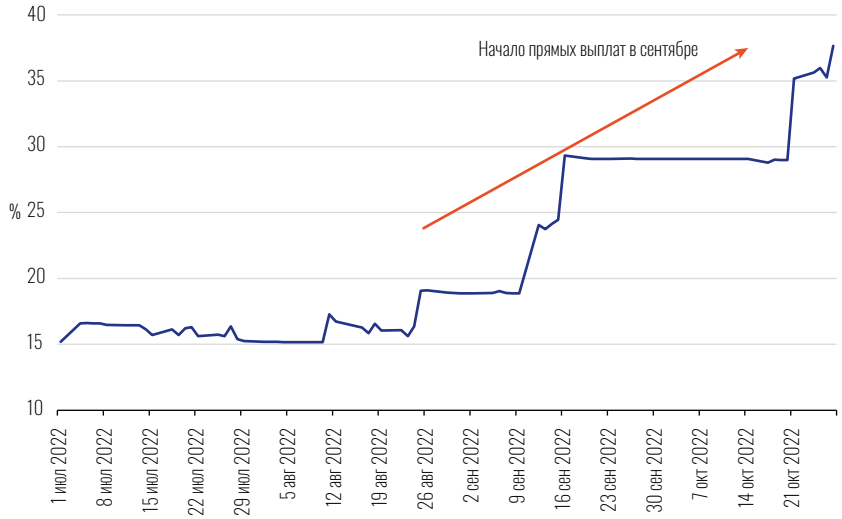


Рисунок 2
Цена облигаций РЖД в Euroclear

Источник: ITinvest, Bloomberg

ОСНОВНЫЕ РИСКИ

1. Геополитические риски, которые могут усилить давление на продавцов, в том числе держателей с российским капиталом, и ограничить объем замещающих облигаций. Даже в случае Газпрома есть риск, что не все бумаги будут подлежать «замещению» из-за того, что Euroclear откажется предоставить выписки и оказывать прочую техническую поддержку, будучи основным местом хранения бумаг.

2. Задержка с купонными выплатами в валюте держателям в Euroclear и возможная блокировка отдельных выпусков внутри Euroclear — оба варианта относятся к эмитентам не под санкциями.

3. Скачок расходов на национальную оборону может направить потоки наличных средств, потоки средств эмитентов от обслуживания долга в бюджет. Суммарный валютный долг по всем еврооблигациям (Минфин, корпорации и банки) составляет около $120 млрд по номиналу при средней ставке в 5 %, что подразумевает ежегодные купоны в размере около $6 млрд.

Дальнейшее ухудшение геополитической ситуации приведет к тому, что большинство эмитентов будет платить держателям напрямую

4. Беларусь сейчас для профессиональных участников рынка выглядит высокорискованно, и интерес к покупке бумаг весьма ограниченный, но мы считаем, что интерес к этому эмитенту вырастет со временем (вероятно, новые корпоративные действия эмитент может предпринять в конце ноября), если геополитическая ситуация не ухудшится.

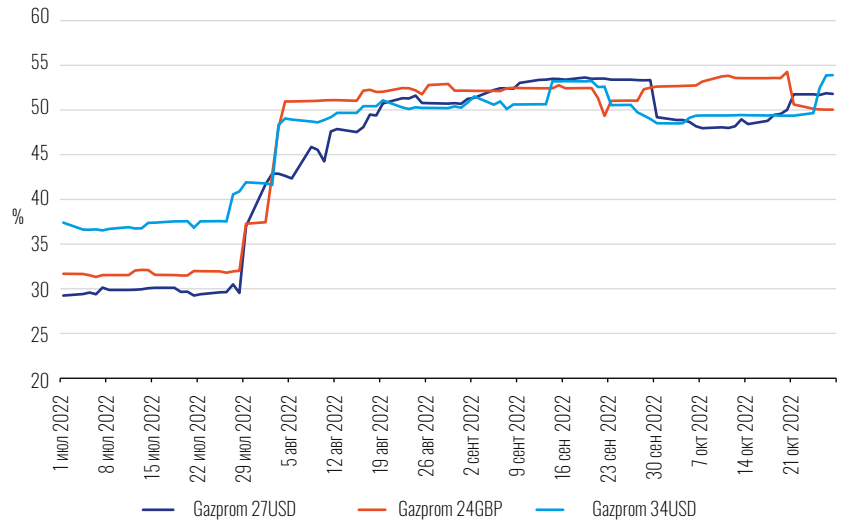


Рисунок 3
Динамика цен «замещенных» облигаций Газпрома в Euroclear

Источник: ITinvest, Bloomberg