Золотой дебют

Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью, Газпромбанк

На российском локальном долговом рынке продолжают появляться новые инструменты. Вслед за зарождением во второй половине прошлого года нового класса локальных юаневых облигаций и замещающих облигаций в апреле 2023 года «Селигдар» дебютировал с первым выпуском «золотых» облигаций — корпоративных облигаций, привязанных к цене золота. В данной статье мы разбираемся в мировой практике золотых облигаций и в основных особенностях нового инструмента.

Несмотря на сильные фундаментальные характеристики рынка золота РФ и возросшую популярность данного инструмента, рынок золотых облигаций в России пока отсутствует

МИРОВОЙ ОПЫТ

На текущий момент золотые облигации наиболее широко представлены в Индии и Турции. Обе страны, не являясь крупными производителями золота, являются его крупными импортерами. Индия ежегодно занимает вторую строчку по объему импорта золота, уступая лишь Швейцарии. В натуральном выражении страна ежегодно импортирует от 800 до 1000 тонн. Турция стабильно входит в топ-10 крупнейших импортеров, последние годы ежегодный объем импорта колеблется в диапазоне 300–500 тонн.

Более того, обе страны занимают высокие позиции в рэнкинге стран по объему золота в резервах центральных банков: на конец 2022 года золотые резервы Индии составляли 787 тонн (9-е место), а Турции — 542 тонны (11-е место). Динамика запасов положительна у обеих стран.

Обе страны имеют большие и развитые внутренние рынки золота и ювелирных украшений. В частности, в феврале 2022 года министр финансов Турции оценил объем физического золота у населения (включая украшения) примерно в 5 тысяч тонн, что более чем в 10 раз превышает государственные золотые резервы. Внутренний рынок золота Индии — еще более емкий, по оценкам экспертов на май 2019 года, население держало на руках 25 тысяч тонн золота в различном виде, что на тот момент примерно в 40 раз превышало объем резервов ЦБ.

Золото занимает важное место в культуре этих стран, являясь символом богатства, неотъемлемой частью традиций (например, золото дарят при рождении ребенка или на свадьбу и т. д.) и популярным средством сохранения накоплений.

Внушительный внутренний рынок золота и большой запас физического золота у населения стали базой для развития рынка облигаций, который позволяет решить несколько задач.

Для населения это:

- снижение издержек на хранение золота,
- диверсификация инструментов инвестирования,
- получение дополнительного дохода.

Для государства:

- пополнение резервов в золоте и, как следствие, поддержка национальной валюты,
- возможность заимствований под более низкие ставки.

РЫНОК ЗОЛОТЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ИНДИИ И ТУРЦИИ

Развитие рынка золотых облигаций в обеих странах началось не так давно. Первые бумаги в Индии появились в 2015 году, в Турции — в 2017 году. Инструменты в этих странах имеют много общего, однако есть и различия. Мы сравниваем их особенности в Таблице 1.

А ЧТО В РОССИИ?

Россия является одной из стран-лидеров на рынке золота. По объему производства она занимает второе место в мире (330.9 тонны в 2021 году), лишь немного уступая Китаю (332 тонны). По показателю себестоимости производства большинство крупных российских производителей находятся в нижнем квартиле. Объем золотых резервов ЦБ РФ (5-е место в мире) превышает показатели Индии в 3 раза, Турции — в 5 раз.

Традиционно большую часть добытого золота Россия экспортировала (302 тонны в 2021 году, 91 % добычи). Внутренний оборот золота в РФ исторически был заметно ниже, но многократно (в 15 раз) увеличился в 2022 году, когда население купило 75 тонн золота (в 2020–2021 годах объем покупок составлял около 5 тонн золота в год).

Несмотря на сильные фундаментальные характеристики рынка золота РФ и возросшую популярность данного инструмента, рынок золотых облигаций в России пока отсутствует. Облигации «Селигдара» фактически открыли дверь для его развития.

ДЕБЮТНЫЙ ВЫПУСК ЗОЛОТЫХ ОБЛИГАЦИЙ

По нашей оценке, основной спрос на новый инструмент проявят частные инвесторы, для которых он станет важным дополнением к уже имеющимся золотым продуктам на рынке. При этом вложения в золотые облигации дают частным инвесторам ряд преимуществ в сравнении с другими инструментами инвестирования в золото:

- Во-первых, потенциальный доход по золотым облигациям выше относительно доходности прочих золотых инструментов ввиду наличия купонного дохода.
- Во-вторых, стоимость хранения/обслуживания такого инструмента стремится к нулю, чего, например, нельзя сказать о физическом золоте. Безопасность хранения также намного выше, чем в случае с физическим золотом.

Таблица 1. Сравнение золотых облигаций в Турции и Индии

Источники: Минфин Турции, Минфин Индии, Резервный банк Индии, открытые источники

	Турция	Индия
Эмитент	Минфин Турции.	Резервный Банк Индии (RBI) от имени правительства Индии.
Тип инструмента	Суверенный; золотые облигации и лизинговые сертификаты (lease certificates). Последние выпускаются по исламскому праву и представляют собой сукук.	Суверенный; золотые облигации.
Объем рынка	~$15 млрд, что эквивалентно ~16 % объема внутренних гособлигаций в обращении; доля в объеме госразмещений в 2022 году составила ~6.5 %.	Объем рынка золотых облигаций в обращении составляет ~$7 млрд, на их долю приходится менее 1 % общего объема рынка внутреннего государственного долга.
База инвесторов	Первый выпуск облигаций был осуществлен в 2017 году для индивидуальных инвесторов. Для институциональных инвесторов бумаги выпускаются с 2019 года.	Физические лица, а также несколько типов институциональных инвесторов: трасты, университеты и благотворительные фонды.
Размещение	Первичное размещение происходит в обмен на физическое золото, в том числе на украшения из него. При этом собранное золото переплавляется в стандартные золотые слитки и учитывается на счетах Казначейства Турции в центральном банке страны.	Оплата при покупке золотых облигаций производится в индийских рупиях наличными. Номинал выражен в граммах золота: минимально допустимая инвестиция — 1 грамм, максимально — 4 кг в течение фискального года для физлиц и 20 кг — для институциональных инвесторов. Первичная продажа облигаций происходит через широкую сеть: Акционерную холдинговую корпорацию Индии, Клиринговую корпорацию Индии, банки, почтовые отделения.
Цена размещения	Инвесторы получают 1000 бумаг на 1 грамм чистого (100 %) золота в соответствии с качеством (пробой) сданного золота.	Определяется на основе средней дневной цены закрытия золота 999-й пробы за последние три рабочих дня до периода подписки, публикуемой IBJA (Indian Bullion and Jewellers Association).
Срок обращения	От 1 до 3 лет.	8 лет с возможностью как досрочного погашения (пут-опцион), так и пролонгации.
Вторичное обращение	Владельцы имеют право продать или передать золотые облигации или лизинговые сертификаты другому инвестору до даты погашения, предусмотрен листинг на Стамбульской фондовой бирже.	Инструменты можно приобрести и продать на Бомбейской и Национальной фондовых биржах (BSE и NSE).
Выплата процентов	Купонные платежи выплачиваются в турецких лирах, а рассчитываются по цене закрытия золота на Лондонской бирже в предшествующий дате платежа рабочий день.	Выплаты купонов производятся в рупиях.
Выплата номинала	Выплата номинала производится в граммах золота путем перевода на золотые счета инвесторов. По запросу инвестора основная сумма может быть выплачена физическим золотом или золотыми монетами.	Погашение осуществляется в рупиях на основе простой средней цены закрытия золота 999-й пробы за предыдущие три рабочих дня, опубликованной IBJA.
Налогообложение	Золотые облигации и лизинговые сертификаты не облагаются налогом с 2017 года.	Процентные выплаты по золотым облигациям облагаются подоходным налогом, однако инвесторы освобождаются от налога на прирост капитала при погашении.
Ставка купона	Варьируется от выпуска, в основном в диапазоне 1.5–3.0 %.	Фиксированная — 2.5 % (от цены размещения).

Таблица 2. Сравнение ключевых золотых продуктов, доступных российским инвесторам

Источник: ЦБ, данные банков и провайдеров услуг, оценки Газпромбанка

Фактор	Золотые облигации	Золото и золотые монеты	Обезличенные металлические счета	ETF и ПИФы	Акции золотодобывающих компаний	Фьючерсы на золото
Доход относительно фактической доходности золота	Выше	Ниже	Ниже	Ниже	Может быть как выше, так и ниже	Ниже
Безопасность	Высокая	Риск обращения с физическим золотом	Высокая	Высокая	Инфраструктурные риски вложений в акции иностранных компаний	Высокая
Стоимость хранения / транзакционные издержки	Низкая	Высокая	Высокая (bid-ask спред)	Низкая	Низкая	Низкая
Чистота золота	—	Является риском	—	—	—	—
Ликвидность	Высокая	Условная	Высокая	Высокая	Высокая	Высокая
Специфичный риск	Кредитный риск эмитента	Безопасность актива	Риск банкротства банка, где открыт счет	Риск провайдера / УК	Корпоративный риск эмитента	—

• В-третьих, транзакционные издержки по такому инструменту минимальны, чего нельзя сказать, например, об ОМС, где bid-ask спреды в крупных банках зачастую превышают 10%.

Важным фактором привлекательности золотых облигаций как инструмента сбережений населения является также размер лота. Здесь работает принцип «размер имеет значение» — только в обратном смысле. В России по текущим ценам один лот будет соответствовать чуть менее 1% среднегодового дохода населения. Такой уровень делает облигации подходящим инструментом для широкого круга инвесторов.

Основные факторы привлекательности и риска между различными классами инструментов мы приводим в Таблице 2.

МЕХАНИКА ИНСТРУМЕНТА

Согласно условиям выпуска, номинальная стоимость каждой облигации, рассматриваемая в качестве условной денежной единицы, составляет 1 грамм золота. Денежный эквивалент номинальной стоимости выражается в российских рублях и определяется по учетной цене на золото, установленной Банком России в соответствии с официальным порядком установления Банком России учетных цен на золото, на третий день, предшествующий дате определения денежного эквивалента номинала (Т-3).

Учетная цена устанавливается ЦБ каждый рабочий день и рассчитывается, исходя из:

• действующего на момент расчета значения фиксинга на золото на лондонском рынке наличного металла «спот» (LBMA Gold Price),

• официального курса доллара США к российскому рублю на день, следующий за днем установления учетных цен.

Исходя из структуры выпуска, в рублевом выражении доход инвесторов в золотые облигации «Селигдара» будет складываться из трех основных компонент:

• изменения номинала в зависимости от динамики цены на золото,

• изменения номинала в зависимости от динамики курса рубля к доллару,

• купонного дохода, который, несмотря на фиксированную ставку, будет зависеть от первых двух компонент.

Чем привлекательно золото как базовый актив? Оно традиционно воспринимается как один из инструментов защиты от инфляции и финансовой волатильности. Его цена обычно заметно обгоняет инфляцию на средне- и долгосрочном горизонте инвестирования.

Рыночный консенсус средней цены на золото на 2023 год находится у отметки 1990 долл./унц. (+11% к уровню на конец 2022 года) с последующим повышением до 2200 долл./унц. к 2027 году (+22% к 2022 году).

Мы также ожидаем, что на горизонте обращения бумаги курс рубля будет иметь тенденцию к плавному ослаблению.

Таким образом, в настоящий момент оба фактора говорят в пользу привлекательности золотых облигаций. Однако инвестор должен иметь в виду, что, как и с другими золотыми инструментами, такой выпуск облигаций подвержен риску снижения цены вследствие падения цен на золото или укрепления рубля.

Отметим, что отличием нового выпуска «Селигдара» от рассмотренных выше золотых облигаций Индии и Турции является то, что его эмитентом выступает компания, а не государство. Это предполагает наличие кредитного риска, но также обеспечивает более высокую ставку купона. При этом стоит учитывать, что выпуск золотых облигаций для производителя золота — это естественный хедж от волатильности цен на ключевую продукцию, что само

Рисунок 1. Расчет учетной цены ЦБ РФ на золото

Источник: ЦБ РФ

Рисунок 2
Компоненты дохода по золотой облигации

Источник: составлено автором

по себе снижает кредитные риски эмитента для инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Перспективы развития рынка золотых облигаций в России выглядят достаточно оптимистично, учитывая лидирующие позиции страны на рынке золота. Дополнительным фактором в пользу развития данного сегмента рынка служат ограничения на внешние заимствования, с которыми российские эмитенты столкнулись начиная с 2022 года. В условиях их отсутствия квазивалютные золотые облигации выглядят как привлекательная альтернатива классическим рублевым долговым инструментам для компаний, чья выручка в той или иной мере привязана к валютным бенчмаркам.

Для широкого пиара вашей компании или конкретного проекта мы предлагаем новый формат

Большое имиджевое интервью

Хронометраж: от 30 до 40 минут

Количество спикеров: не более двух представителей

Локация: на ваш выбор: офис, лофт-зоны ресторана или отеля

Съемка интервью занимает один день

по вопросам проведения обращайтесь: adv@cbonds.info

Cbonds TV

Тема:
• глобальная (в целом о компании или большом проекте)
• или узкая (итоги года, планы на будущее, подготовка к реализации какого-либо проекта)

Темы беседы и вопросы заранее оговариваются с заказчиком

Реклама