Замещающие облигации. Вызовы и возможности

Илья ГОЛУБОВ,
старший портфельный управляющий, инструменты с фиксированной доходностью, «Ренессанс Капитал»

Михаил Булгаков писал, что на свете существует только две силы: доллары и литература. Замените слово «доллар» на слово «валюта» и вы увидите, что пристрастия инвесторов и населения не сильно поменялись в вопросах сохранения своих сбережений и накоплений. И если сегодня рынок предлагает хорошие инструменты для их сохранения, то почему бы этим не воспользоваться?

Хранить часть своих сбережений в валюте — присущая российской экономике черта после 1991 года, учитывая высокие уровни инфляции в России в 90-х годах XX века, где значения индикатора были двузначными и даже трехзначными. Привычным было переводить все свои доходы и расходы в доллары США, устанавливать заработную плату сотруднику в валюте, а цены в магазинах — в условных единицах.

Такая долларизация экономики логично нашла свое отражение и в финансовой сфере. Российские банки активно предлагали валютные продукты физическим и юридическим лицам — от депозитов и кредитов до более сложных инструментов, таких как деривативы. Корпорации привлекали заемный капитал в твердых валютах как для диверсификации валютной позиции, так и для закупок оборудования за границей и другой экономической деятельности. Государство размещало еврооблигации в долларах США и евро.

При этом российский валютный сегмент биржевого рынка был в основном сосредоточен на торговле валютными парами, свопами, валютными деривативами. Торговля такими инструментами, как валютные облигации, не говоря уже про АДР и ГДР, была сосредоточена во внешнем периметре и на внебиржевом рынке, инструменты выпускались по западному праву.

Первые перемены пришли в 2014 году, после введения ряда ограничений в отношении российских компаний, когда эмитенты первого эшелона (Роснефть, ВТБ) не смогли привлекать заемные средства в твердых валютах во внешнем периметре. И если корпоративные заемщики, не затронутые ограничениями, продолжили выпускать облигации, используя западную инфраструктуру, то государство все же разместило облигации с централизованным местом хранения в НРД (хоть и по лондонскому праву).

Тектонические сдвиги внес 2022 год, когда российский финансовый рынок отрезали

Российский валютный сегмент биржевого рынка был в основном сосредоточен в торговле валютными парами, свопами и деривативами

от мирового. Банки перестали привлекать некоторые валюты в депозиты (речь, разумеется, про валюты западных стран), а в отдельных случаях даже стали брать комиссию за хранение валютных сбережений на счетах. Банк России ввел ограничения на снятие валюты. Для корпоративных клиентов банков история усложнялась еще и тем, что в отличие от физических лиц, они не имеют возможности снимать наличную валюту. Ограниченными стали возможности по совершению трансграничных переводов. Сделки с ценными бумагами во внешнем периметре на какой-то момент, по сути, остановились, эмитенты не смогли продолжить обслуживание своих долгов через Euroclear и Clearstream. Для понимания масштабов вопроса: на начало 2022 года внешний долг Российской Федерации (органы государственной власти, ЦБ и банки, прочие сектора) составлял $482 млрд.

Ряд купонных платежей и погашений (Газпром нефть-2023) не дошли до держателей долга в НРД. Российская Федерация начала обслуживать свой долг через российскую финансовую инфраструктуру, а в середине лета появился указ Президента РФ № 430, который обязывал компании найти способ обслуживания своего внешнего долга перед российскими инвесторами внутри России.

Параллельно власти провозгласили процесс так называемой дедолларизации. Валюты в банках действительно стало меньше. Об этом свидетельствуют данные Банка России. Объем валютных средств клиентов российских банков сократился примерно на треть в период с 1 февраля 2022 года по 1 мая 2023 года. У физических лиц сокращение объемов валюты на счетах в банках оказалось еще выше. Но стоит понимать, что основное сокращение депозитов у физических лиц произошло в период с марта по май 2022 года, когда люди просто снимали наличную валюту со счетов в банках и, возможно, продолжают ее хранить в ячейках или банках, только уже стеклянных. Так, на 1 мая 2023 года у населения на руках было более 8.8 трлн рублей в иностранной валюте, а на 1 февраля 2022 года — 6.56 трлн рублей.

Депозиты в юанях растут, но пока их доля остается несущественной: так, в ВТБ Банке их объем вырос с 4.4 млрд юаней в конце 2022 года (около 7 % от всех валютных вкладов в банке) до 10.4 млрд юаней по итогам первого полугодия 2023 года. Если говорить о наличной валюте, то тут можно предположить полное доминирование доллара и евро.

Одним из основных в таком случае становится вопрос, как эти сбережения сохранять и преумножать, учитывая обесценение накоплений за счет инфляции. Несмотря на то что инфляция в США замедляется, данные за июнь показали рост индекса потребительских цен на 3 % по сравнению с аналогичным периодом годом ранее. Инфляция еще не находится на целевом уровне американского ЦБ в 2 %, а если смотреть на базовую инфляцию (очищенную от цен на продовольствие и энергоносители), то уровень в 4.8 % видится еще дальше от цели.

НЕ ВСЕ ВАЛЮТЫ ОДИНАКОВО ПОЛЕЗНЫ

Летом 2022 года на Мосбирже торговалось несколько выпусков суверенных еврооблигаций Российской Федерации, а доходности по ним опускались ниже 2 % годовых. После выхода указа Президента РФ № 430 и выпуска рядом эмитентов замещающих облигаций российский рынок стал постепенно оживать, на бирже появилась ликвидность, появилось общее понимание, как эмитенты будут обслуживать свой долг. Разумеется, особый импульс рынок получил после начала замещения Газпромом своих еврооблигаций.

Текущие уровни доходности валютных бумаг российских эмитентов предлагают положительный спред к кривой UST, хотя понимание справедливого спреда немного изменилось. Рынок стал замкнутым, закрытым, и поэтому доходности на нем определяются во многом исходя из соотношения внутреннего спроса и предложения. Это связано с отсутствием возможности нормального перетока между российским и иностранным рынками.

Сегодня рынок валютных облигаций в России предлагает доходности на уровне 8–10 % годовых, где первую скрипку играют облигации Газпрома. Спред между валютным и рублевым долгом госкорпорации сузился до 140 б. п. по ряду выпусков, опускаясь в определенные моменты в отрицательную зону (Рисунок 1).

Текущие уровни выглядят интересными и с точки зрения ценового прироста, где по-прежнему сохраняется потенциал для снижения доходности (роста цены) (Рисунок 2).

Особняком ко всему рынку стоят бумаги Лукойла, где по-прежнему сохраняется низкий уровень

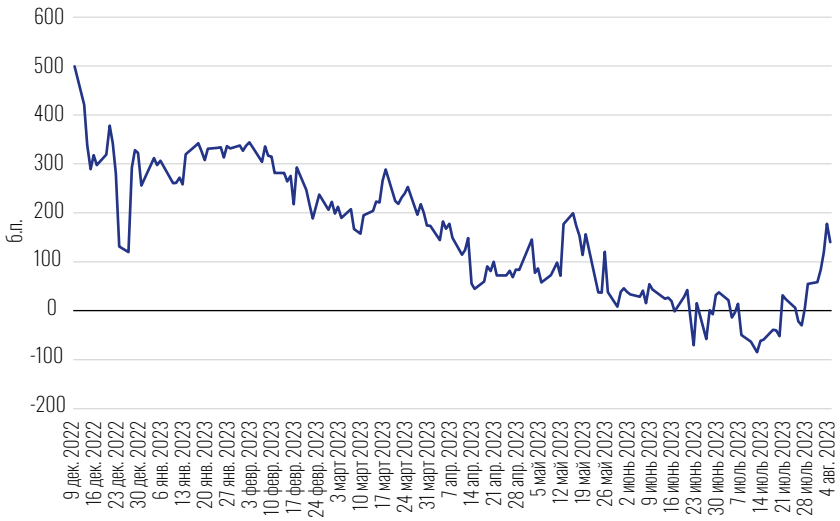


Рисунок 1
Спред доходностей Газпром 3О 27-2 Д и Газпром 1Р4, данные на 4 августа 2023 года

Источники: Мосбиржа, Cbonds.ru

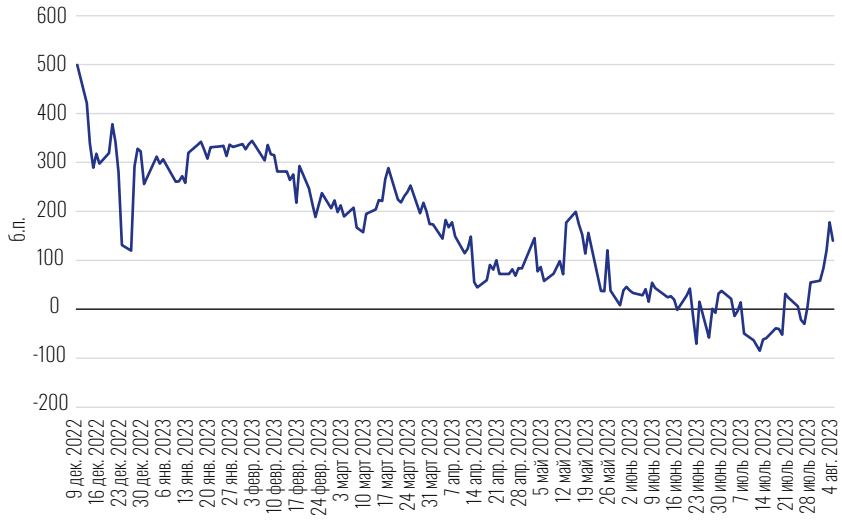


Рисунок 2
График доходности Газпром 3О 27-2 Д, данные на 4 августа 2023 года

Источники: Мосбиржа, Cbonds.ru

доходности — 6–7 %, что объясняется наличием опционов call в выпусках облигаций компании.

Как показал опыт первой половины 2023 года, наличие в портфеле валютной составляющей было не самым плохим решением. Рубль за первое полугодие 2023 года ослаб к доллару США на 28 %. При этом индекс замещающих облигаций, рассчитываемый агентством Cbonds, потерял за этот же период 2.4 %, что позволило бы просто за счет валютной переоценки получить доходность более 20 % за первые полгода 2023 года без инфраструктурных рисков.

Конкуренцию облигациям в долларах США, очевидно, будут в будущем составлять бумаги в юанях, но пока ликвидность в этом сегменте российского рынка страдает (Рисунок 3).

К тому же у рынка в юанях пока что сохраняется аналогичная рынку замещающих облигаций проблема со свободным перетоком финансовых потоков с российского рынка на китайский и обратно, что делает юаневые доходности в России менее релевантными. «Дружественный» Китай пока не открыл ворота своего финансового рынка для российских инвесторов.

Уровень доходности облигаций в юанях в России составляет 4–6 % годовых, что выливается в спред к китайским суверенным облигациям на уровне 200–300 б. п., что существенно ниже 450–600 б. п. в тех же облигациях Газпрома (Рисунок 4).

Депозиты в юанях растут, но пока их доля остается несущественной

КТО НА НОВЕНЬКОГО?

Российские компании с этого года обязаны выпустить замещающие облигации, и на рынке появится еще несколько имен, включая замещенные суверенные облигации, что позволит создать некоторый аналог российской суверенной кривой и очевидный бенчмарк для управляющих.

Это явно добавит рынку ликвидности, а также позволит более комфортно формировать фонды, где есть ограничения

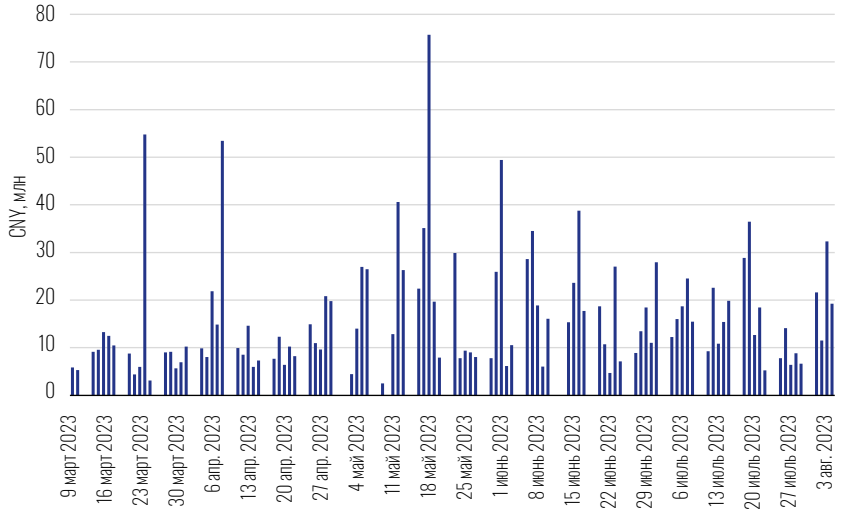
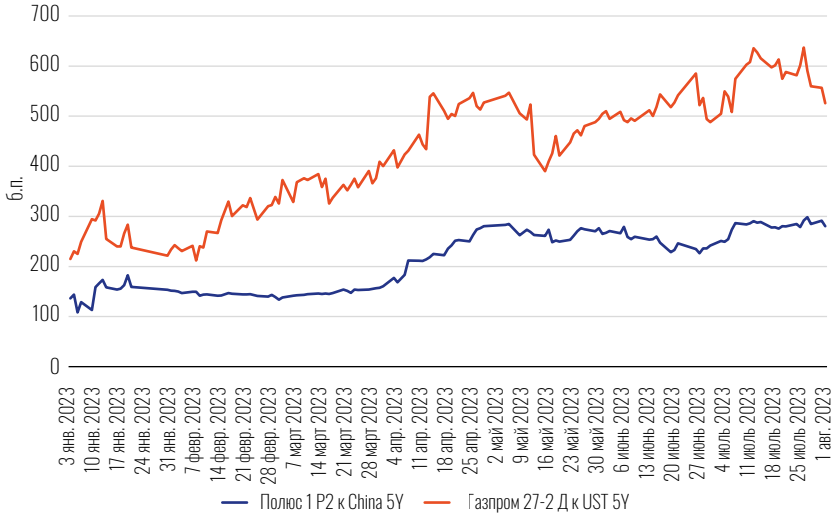


Рисунок 3
Объем торгов облигациями российских эмитентов, номинированных в юанях, CNY, данные на 1 августа 2023 года.

Источники: Мосбиржа, Cbonds.ru

Рисунок 4
Спреды облигаций российских эмитентов в юанях и долларах США к бенчмаркам, данные на 1 августа 2023 года

Источники: Мосбиржа, Cbonds.ru



на долю одного эмитента в портфеле, что может привести на рынок дополнительные средства и, как следствие, способствовать росту курсовой стоимости ряда валютных облигаций.

В июле 2023 года прошло замещение двух выпусков «ФосАгро» с погашением в 2025-м и 2028 годах. Сразу после начала торгов облигации торговались с доходностью к погашению в 5–6 %, но по мере продаж со стороны купивших данные бумаги во внешнем периметре уровни доходности сместились к 8 % годовых, что делает их кандидатом на добавление в свой портфель.

Помимо состоявшегося доразмещения облигаций компании «Борец», мы ожидаем приток на рынок замещающих облигаций таких имен, как РЖД, НЛМК и ГМК «Норильский никель».

КАК ТОРГОВАТЬ И УПРАВЛЯТЬ ПОРТФЕЛЕМ

Не будем забывать, что торговать валютными бумагами стало гораздо сложнее. Многие крупные игроки по понятным причинам не дают совершать сделки в долларах или евро, что добавляет валютные риски в управлении портфелем. Таким образом, те, кто может совершать сделки купли-продажи «бесшовно», получает дополнительное преимущество, так как покупка валютных бумаг за рубли с продажей валюты под сделки создает дополнительные затраты и может съесть часть доходности в и без того консервативном классе активов. С каждым новым санкционным списком работать с валютой напрямую имеет возможность все меньшее количество участников, поэтому те, кто продолжают иметь данный функционал, добавляют своим клиентам определенные преимущества.

Несмотря на частичную изолированность российского рынка от мирового, полностью отметать влияние внешних факторов на ценообразование российских активов все же не стоит. Банк России скорее всего будет продолжать ужесточать ДКП, в то время как ФРС США уже находится вблизи пика по ставке по федеральным фондам. Тем не менее тренд на снижение уровня инфляции очевиден. До конца года можно ждать еще одного-двух повышений от ФРС и говорить о начале цикла снижения ставки в 2024 году. Это делает увеличение дюрации по долларовым инструментам оправданным, а инструменты для этого на российском рынке присутствуют.

Практически полное отсутствие инфраструктурных рисков (если не брать во внимание риск остановки торгов долларом США на Мосбирже и последующего не совсем прозрачного определения курса) делает текущие спреды интересными для покупки.

Учитывая текущие уровни доходностей замещающих облигаций, очевидным выбором выглядят облигации Газпрома, причем обратить внимание стоит не только на бумаги в долларах США, но и на бумаги в евро и швейцарских франках, где уровни доходности сопоставимы с долларовыми, хотя безрисковые ставки базовых валют ниже. Суверенные облигации России с погашением в 2028 году тоже интересны с точки зрения как доходности, так и отсутствия валютной переоценки, при условии их покупки на доллары США.

Сегодня рынок валютных облигаций в России предлагает доходности на уровне 8–10 % годовых

ООО «Ренессанс Брокер», все права защищены. Компания регулируется Банком России. Указанная информация предназначена для квалифицированных инвесторов и не является инвестиционной рекомендацией.