

# Замещающие облигации как эффективный способ защиты от девальвации рубля

**Блокировка валютных еврооблигаций в системе Euroclear привела к необходимости выпуска замещающих облигаций, обращение к которым осуществляется внутри российской инфраструктуры. На данный момент, замещающие облигации являются одним из немногих инструментов на российском рынке, который позволяет защититься от риска ослабления рубля.**

Мы считаем, что данные ценные бумаги особенно привлекательны сейчас. Во-первых, актив интересен с точки зрения соотношения риска и доходности, т.к. бумаги имеют крайне высокое кредитное качество, а торгуются с доходностью более 8% годовых в долларах и евро. Во-вторых, платежи по облигациям привязаны к валюте, но осуществляются в рублевом эквиваленте по курсу Банка России, что снижает риск их блокировки.

В мае этого года Президент подписал указ об обязательном размещении российскими компаниями облигаций, замещающих еврооблигации до конца текущего года. Это означает, что все российские эмитенты еврооблигаций должны до 1 января 2024 года разместить замещающие облигации. Результатом этого процесса может стать значительное увеличение объема рынка облигаций российских компаний, выпущенных взамен еврооблигаций, что значительно расширит возможности по диверсификации портфелей.

Однако большой объем размещения замещающих облигаций может привести к формированию навеса со стороны продавцов, что будет влиять на ценовую динамику данного инструмента. При правильном использовании момента входа в бумаги можно заработать на дополнительной ценовой переоценке. Оценочно, компании могут заместить бумаги еще на 1,5-2,5 трлн рублей (сейчас объем рынка составляет 1,3 трлн).

Пока процесс замещения продолжается, предложение бумаг постоянно растет, что будет оказывать давление на цены замещающих облигаций. Из-за этого доходности некоторых замещенных выпусков выросли до 10% в валюте. Мы ожидаем, что данная ситуация не продлится долго. К тому же, инвесторы скорее всего будут реинвестировать полученные от погашения облигаций деньги в оставшиеся бумаги, что создаст дополнительный спрос.

В настоящее время, российские замещающие облигации имеют высокую валютную доходность

Оценочно компании могут заместить бумаги еще на 1,5-2,5 трлн руб. (сейчас замещено бумаг на 1,3 трлн руб.).

Пока замещения продолжаются и предложение бумаг постоянно растет: это оказывает давление на цены. Поэтому доходности некоторых замещенных выпусков выросли до 10% (в валюте). Мы предполагаем, что такая ситуация не продлится долго: к тому же инвесторы, скорее всего, будут перекладывать полученные от погашения облигаций деньги в оставшиеся бумаги, создавая этим дополнительный спрос.

У российских замещающих облигаций сейчас довольно высокая валютная доходность (если сравнивать с эмитентами такого же высокого кредитного качества – доходности замещающих облигаций российских эмитентов выше, чем в целом валютные доходности в мире при текущих ставках).

## **Чем замещающие и юаневые облигации лучше других способов защиты от девальвации рубля (валютные депозиты, валютные счета, наличная валюта)?**

*В текущих реалиях хранение “недружественных” валют на валютных счетах банков либо брокеров сопряжено с высокими комиссионными расходами. А хранение наличной валюты сопряжено со значительными спредами курса на покупку/продажу. Поэтому наилучшим инструментом, который позволяет сохранить валютные сбережения с минимальным инфраструктурным риском, на данный момент являются замещающие облигации и облигации, номинированные в юанях.*

*Замещающие облигации интересны с точки зрения соотношения риска и доходности: бумаги имеют крайне высокое кредитное качество и торгуются с доходностью более 8-9% годовых в долларах, евро и швейцарских франках.*

*Юаневые бонды предлагают доходность в среднем около 5% годовых. Для сравнения, на конец июля 2023 года процентные ставки по валютным депозитам в среднем составляют не более 1,5% годовых в долларах и евро и около 3,2% годовых в юанях.*

*И замещающие облигации, и юаневые бонды сейчас предлагают доходности, близкие к общемировым по эмитентам схожих отраслей и кредитного качества.*

*Также стоит отметить, что и замещающие облигации, и юаневые бонды очень ликвидны, торгуются на Мосбирже, могут быть легко реализованы по рыночным ценам. В то время как депозиты нельзя досрочно расторгнуть, не потеряв накопленные проценты.*

## **Есть у них недостатки? Есть бумаги где платят валютой?**

*Основной недостаток замещающих облигаций в том, что выплаты по ним осуществляются в рублевом*

эквиваленте по курсу Банка России. Если клиент не хочет нести валютный риск, полученные купоны необходимо оперативно конвертировать в валюту на бирже и покупать новые замещающие облигации. По юаневым облигациям купоны платятся в юанях, что позволяет полностью уйти от риска волатильности курса при выплате купонов.

Также к недостаткам замещающих облигаций относим риск валютной переоценки. В случае если на момент погашения облигации курс рубля крепче, чем на момент покупки, то рублевый финансовый результат инструмента будет отрицательным. Поэтому замещающие облигации подходят клиентам, которые оперируют валютной доходностью вне зависимости от курса, либо для тех, кто ищет возможность защититься от ослабления курса рубля.

**Какими правилами стоит руководствоваться при выборе замещающих и юаневых облигаций? На какие параметры стоит смотреть в первую очередь (срочность, оферта, качество эмитента другое)?**

При отборе замещающих облигаций мы в первую очередь смотрим на их срочность и уровень доходности. На текущий момент ожидаемая годовая доходность коротких выпусков эквивалента доходности длинных бумаг. Длинные выпуски могут быть интересны в случае снижения доходностей, однако по нашим ожиданиям в ближайшее время доходности будут оставаться на повышенном уровне на фоне навеса продавцов.

**Насколько этот продукт подходит неопытному инвестору? Какие риски стоит учитывать при таких инвестициях?**

Данный инструмент достаточно волатилен, уровень доходностей может сильно меняться в зависимости от курса валют. Связано это с тем, что при высоком курсе спрос на бумаги снижается, а предложение нарастает, следовательно, есть желающие зафиксировать хороший рублевый результат от валютной переоценки. Консервативным инвесторам, а также инвесторам, рассматривающим возможность оперативного вывода денег с минимальными потерями мы рекомендуем покупать короткие замещающие облигации с дальнейшей перекладкой в новые и новые выпуски.

**Отличаются они от рисков рублевых бондов или нет?**

Эмитентом по облигациям является, как правило, одна и та же компания. Поэтому с точки зрения кредитного риска обе конструкции идентичны. Однако, и замещающие, и юаневые облигации являются валютными активами, это означает, что инвестор принимает на себя дополнительный валютный риск, который может принести как прибыль, так и убыток в зависимости от колебаний курса рубля.

В случае с замещающими облигациями выплаты производятся в российских рублях по курсу Банка России на дату выплаты. Чтобы сохранить валютную позицию, полученные денежные потоки необходимо реинвестировать либо напрямую в валюту, либо в валютные ценные бумаги или замещающие облигации.

**Имеет смысл осуществлять какую-то ротацию или лучше держать до погашения?**

Лучшим вариантом является активное управление в классе, результатом которого может стать дополнительная доходность для инвестора.

Автор: Иван Журавлев, Эксперт по инвестиционным продуктам ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)