

ОБЛИГАЦИИ В ЮАНЯХ: ПОЧЕМУ РАСТУТ СТАВКИ

Рынок юаневых облигаций зародился летом 2022 г. в ответ на внешние вызовы и последовавшую трансформацию российской экономики. С тех пор его объем достиг 0,9 трлн руб., но выросли и доходности на рынке. При этом как инвесторы, так и эмитенты продолжают сохранять интерес к рынку.

В данном отчете мы рассматриваем, как изменился рынок локальных юаневых облигаций за последний год, анализируем причины роста ставок и оцениваем их дальнейшие перспективы.

Общее описание инструментов

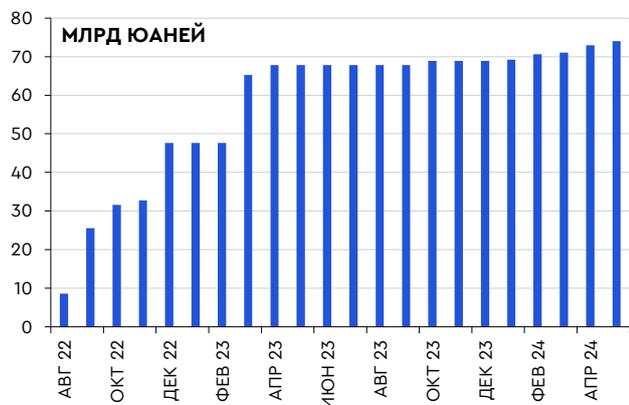
Локальные облигации, номинированные в юанях, на российском рынке впервые были выпущены летом 2022 г. компанией РУСАЛ. Появление таких бумаг стало следствием увеличения доли юаня в международных расчетах России и формирования локального рынка юаня.

Облигации в юанях представляют собой бумаги, выпущенные по российскому праву и обращающиеся в локальной инфраструктуре Московской биржи.

Расчеты по юаневым бондам производятся в валюте номинала, однако по большинству выпусков, по запросу инвесторов, доступна опция расчетов в рублях по курсу Банка России. Эмитент также имеет право осуществлять расчеты в рублях в случае невозможности проведения платежа в валюте номинала. Таким образом, данный инструмент несет минимальные инфраструктурные риски.

Подробнее о локальных выпусках в юанях и формировании соответствующего рынка мы писали в отчете *«Локальные облигации в юанях: разворот на Восток»*.

Диаграмма 1. Динамика объема рынка



Источник: Cbonds

Диаграмма 2. Структура эмитентов



Источник: Cbonds

Структура рынка юаневых облигаций

С момента публикации упомянутого выше отчета объем рынка юаневых облигаций удвоился и составил 74,2 млрд юаней (930 млрд руб.).

Среди 15 представленных на рынке эмитентов наибольшая доля приходится на Роснефть (41%) и РУСАЛ (22%).

Помимо выпусков с фиксированной ставкой купона, которые составляют 87% рынка юаневых облигаций, Норникель, РУСАЛ и ФосАгро выпустили облигации с плавающей ставкой купона с привязкой к однолетней ставке LPR совокупным объемом 10 млрд юаней (14% рынка).

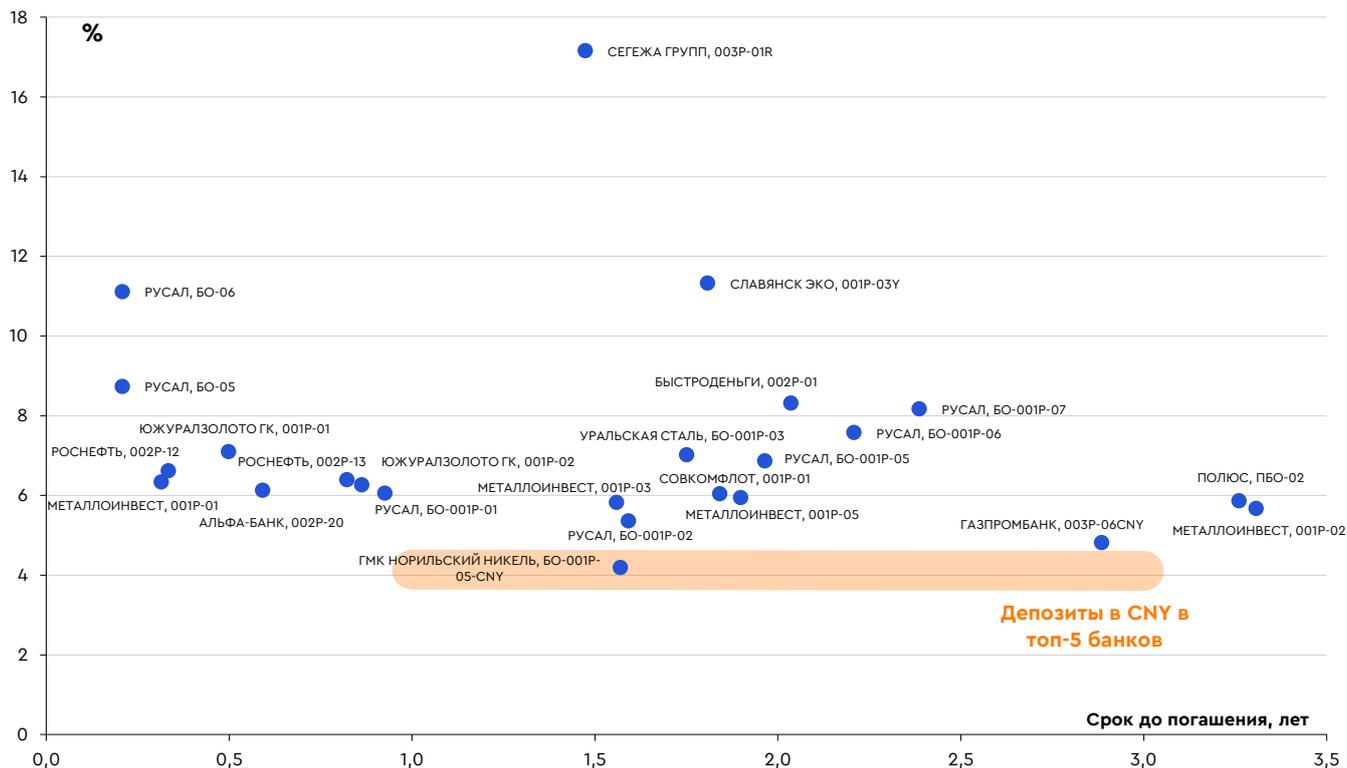
После сильного роста рынка в период с лета 2022 г. по апрель 2023 г. активность эмитентов снизилась. С тех пор были выпущены 9 выпусков совокупным объемом 6,4 млрд юаней.

В срок до 31 мая проходит размещение выпуска Славянск ЭКО в объеме 400 млн юаней, также в срок до 28 мая сбор заявок на размещение выпуска объемом 1 млрд юаней проводит Газпромбанк.

Александр Камышанский
+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 05 97)
Aleksandr.S.Kamyshanskiy@gazprombank.ru

Андрей Кулаков, CFA, FRM
+7 (499) 277 25 30
Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

Павел Бирюков
+7 (495) 287 61 00 (доб. 2 37 46)
Pavel.Biryukov@gazprombank.ru

Диаграмма 3. Карта рынка юаневых облигаций на Мосбирже, а также доходность депозитов в юанях¹


Источник: Cbonds, Мосбиржа

Рост доходностей юаневых бумаг

С ноября 2022 г., когда был выпущен наш предыдущий отчет, доходности по юаневым облигациям существенно выросли. Так, доходность индекса юаневых облигаций Мосбиржи с начала 2023 г. прибавила ~230 б.п. и достигла 6,2%. Большая часть юаневых выпусков торгуются в диапазоне 5–7%, что выглядит заметно привлекательнее текущих ставок по депозитам (~4%).

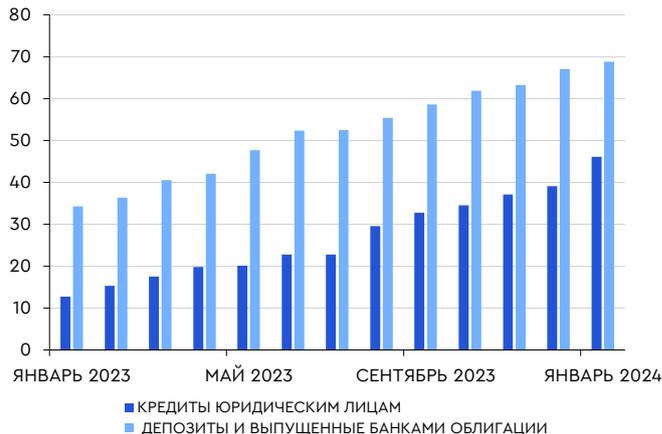
При этом рост локальных юаневых ставок противоречит динамике ставок на рынке материкового Китая – за аналогичный период доходности суверенных китайских бумаг, наоборот, опустились на 30–50 б.п. (Диаграмма 4) на фоне снижения базовых ставок НБК.

Столь существенный рост юаневых ставок в РФ нельзя объяснить и динамикой кредитного качества компаний-эмитентов. Как следует из Таблицы 1, динамика долговой нагрузки эмитентов юаневых облигаций менялась разнонаправленно, а ее рост в большинстве случаев не был существенным. Рейтинговые агентства, по-видимому, придерживаются схожей точки зрения – кредитные рейтинги большинства эмитентов либо не изменились, либо были улучшены (исключение – Сегежа). На рынке рублевых облигаций спреды к ОФЗ в рейтинговой группе «AAA» выросли до 160–180 б.п. с 90–110 б.п. в начале 2023 г. и со 150–250 б.п. до 200–300 б.п. в сегменте «AA». Таким образом, бурный рост доходностей юаневых бумаг лишь частично может объясняться «кредитным» фактором.

¹ Ставки рассчитаны как среднее арифметическое между ставками в Сбербанке, ВТБ, Газпромбанке, Альфа-Банке, Промсвязьбанке и МКБ

Диаграмма 4. Динамика доходностей на рынке России и КНР


Источник: Мосбиржа

Диаграмма 5. Динамика кредитов и депозитов на локальном рынке


Источник: ЦБ РФ

Таблица 1. Рейтинги и долговая нагрузка эмитентов юаневых облигаций

ЭМИТЕНТ	РЕЙТИНГ (АКРА/ЭКСПЕРТ РА)		ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА (ЧД/ЕБИТДА)	
	НА МОМЕНТ РАЗМЕЩЕНИЯ	ТЕКУЩИЙ	2022	2023
РУСАЛ	A+(RU)/-	A+(RU)/-	3,1x	7,4x
Полюс	- /ruAAA	- /ruAAA	0,9x	1,9x
Металлоинвест	AAA(RU) / -	AAA(RU) / -	1,1x	1,5x
Роснефть	- /ruAAA	AAA(RU)/ruAAA	1,3x	0,9x
Сегежа Групп	- /ruA+	- /ruBBB	4,1x	13,0x
Южуралзолото	AA-(RU)/ruAA-	AA-(RU)/ruAA	2,0x	2,0x
Норникель	- /ruAAA	- /ruAAA	1,1x	1,2x
Совкомфлот	- /ruAAA	- /ruAAA	0,9x	0,2x
Фосагро	AAA(RU)/ruAAA	AAA(RU)/ruAAA	0,7x	1,2x
Уральская сталь	A(RU)/-	A+(RU)/-	-0,4x	0,2x

Источник: данные компаний, открытые источники, оценки Газпромбанка

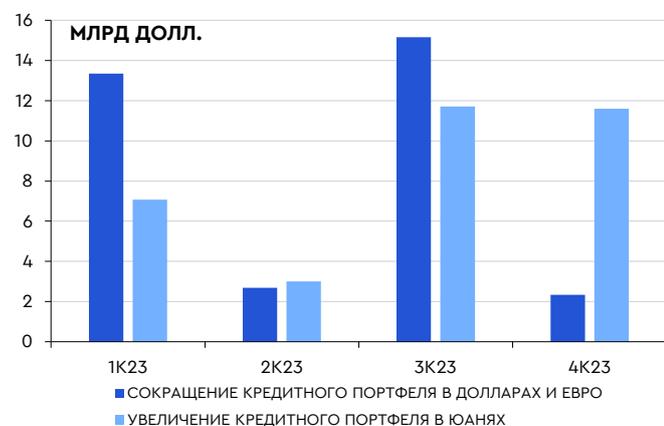
Так почему же растут юаневые ставки?

Рост ставок на рынке локального юаня РФ, скорее всего, стал следствием ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ РФ при ограниченной ресурсной емкости рынка юаней и умеренных девальвационных настроениях населения:

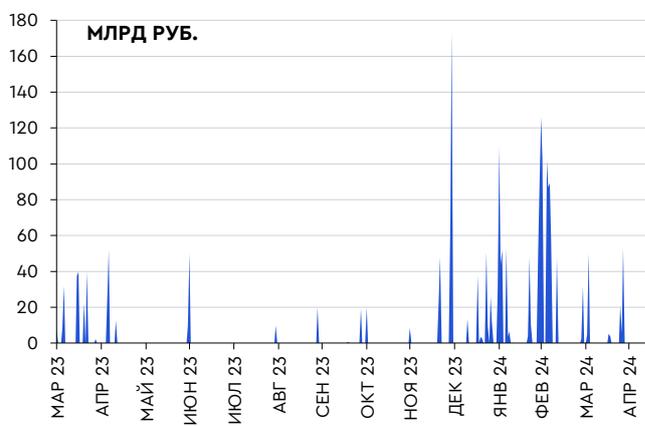
- Ограниченная ресурсная емкость.** Номинальный объем юаневых депозитов (68,9 млрд долл. на начало 2024 г.) превышает объемы выданных кредитов в юанях (46,1 млрд руб.) на ~23 млрд долл. Однако мы полагаем, что в условиях действующих ограничений банки активно фондируют кредиты в валютах «недружественных» стран за счет юаневых депозитов. Учет кредитов (113,0 млрд долл.) и депозитов (89,5 млрд долл.) в валютах «недружественных» стран обнуляет профицит ресурсной базы.
- Неорганический рост депозитной базы в юанях.** Существенная часть юаневых депозитов была, по всей видимости, сформирована через конвертацию иных валют, а не через внешнеторговый профицит: рост депозитной базы в 2022–8М23 составлял в среднем 2–3 млрд долл./мес., при этом торговый баланс по юаневым операциям за этот период был в среднем отрицательным – 0,4 млрд долл./мес. Последовавший затем резкий рост профицита во внешнеторговых расчетах с юанем с сентября 2023 г. по текущий момент (+2,5 млрд долл./мес.) никак не отразился на темпах роста депозитной базы.
- Ужесточение ДКП ЦБ РФ сделало вложения в юаневые депозиты менее интересными...**
 - Несмотря на рост ставок по юаневым депозитам (до 4,5% с 2,0%), рублевые вклады выглядят существенно привлекательнее (14,9%). Особенно на фоне постепенного снижения девальвационных ожиданий населения. Косвенным подтверждением последнего могут служить инфляционные ожидания населения¹, снизившиеся до 11,7% в мае с 14,2% в декабре 2023 г.;

¹ Подробнее см. исследование ЦБ по данной теме: <https://econs.online/articles/opinions/kak-vyyavit-tovary-markery/>

- Кроме того, новизна валюты КНР для российских инвесторов дополнительно сдерживает привлечение соответствующих депозитов.
- **...и привело к повышению ставок на сравнительно «дешевые» кредиты в юанях.** Ужесточение политики ЦБ РФ в 2П23 транслировалось в рост ставок по рублевым кредитам и расширение спреда между рублевыми и юаневыми кредитами (до 6,9 п.п. в 4К23 с 4,3 п.п. в 1-3К23). На этом фоне увеличение кредитного портфеля в юанях существенно превысило сокращение портфеля в «токсичных» валютах (до этого ситуация была обратной), что создало дефицит юаневой ликвидности в системе (Диаграмма 6). Это способствовало росту юаневых ставок, и к марту 2024 г. их спред к рублевым приблизился к уровням годичной давности (до 5,3 п.п.)
- **Гипотеза о прохождении дефицита юаневой ликвидности дополнительно подтверждается данными о снижении спроса на юань на денежном рынке.** Как мы видим из диаграммы 7, в марте – апреле 2024 г. объем использования валютных свопов по предоставлению юаней Банком России начал сокращаться (330 млрд руб./мес.) после резкого роста с начала года (390 млрд руб./мес.) на фоне низких значений 2023 года (80 млрд руб./мес.).

Диаграмма 6. Изменение кредитного портфеля банков


Источник: ЦБ РФ

Диаграмма 7. Объем операций по сделкам валютный своп по юаню


Источник: ЦБ РФ

Завершился ли рост юаневых ставок?

Потенциал сужения дифференциала между юаневыми и рублевыми ставками сохраняется:

- Спред между юаневыми и рублевыми кредитами хоть и сузился, но, по последним доступным данным (март 2024 г.), оставался выше значений 1-3К23 (5,3 п.п. против 4,3 п.п.). В связи с этим можно ожидать дополнительного роста юаневых ставок относительно уровней марта на 1 п.п.
- Последовавшее за этим ужесточение риторики ЦБ на апрельском заседании¹ способствовало дополнительному росту рублевых ставок на 0,4–0,7 п.п., который еще не в полной мере транслировался в рост юаневых доходностей.
- Доходность корпоративных рублевых облигаций с рейтингом «AAA» и «AA» находится в диапазоне 15,0–15,5%. При этом разница между рублевыми и юаневыми ставками на рынке составляет около 9 п.п., что выше стоимости юаневого свопа² (7,2–7,5%).

Сжатие спреда может происходить либо за счет снижения доходности рублевых выпусков, либо за счет роста доходностей юаневых бумаг. Скорее всего, свою роль сыграют оба фактора, однако вес второго за последнее время заметно увеличился по мере смещения прогнозов смягчения ДКП ЦБ РФ на более поздний срок. В худшем случае рост доходности юаневых бумаг может составить вплоть до 1,5–2,0 п.п.

¹ Подробнее см. «Минутки» ЦБ РФ: ужесточение без повышения».

² Ставка обмена RUONIA на фиксированную ставку в юанях на сроке 2 года (наибольшая концентрация выпусков)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2024. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанк» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»). Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо сделки Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует Вам использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Данная информация является аналитической.

Настоящий документ содержит мнение аналитиков и не должен рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не может служить основанием для принятия инвестиционных решений и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности лица, которое может получить настоящий документ. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что инвестирование средств в финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены риску изменения их стоимости в результате колебаний курса этой валюты по отношению к рублю.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению аналитиков Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственности за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным иными подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи лицами, не являющимися квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Газпромбанк и/или его работники и/или аффилированные лица Газпромбанка могут иметь открытые позиции или заключать сделки, в том числе с финансовыми инструментами, а также выступать маркет-мейкером, агентом-организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента финансовых инструментов, упомянутых в настоящем документе.

Ни Газпромбанк, ни аналитики не несут ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, представляется исключительно в информационных целях и не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже финансовых инструментов, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

В целях выявления конфликтов интересов, предотвращения возникновения и реализации конфликтов интересов, а также управления ими Газпромбанк принимает все разумные меры.

Подробная информация о конфликтах интересов, меры по выявлению и контролю конфликтов интересов, а также предотвращению их последствий установлены в «Правилах управления конфликтом интересов при осуществлении Банком ГПБ (АО) профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг», которые размещены на официальном сайте Банка в сети Интернет.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о финансовых инструментах, указанных в настоящем документе, можно получить в Газпромбанке по запросу.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.