

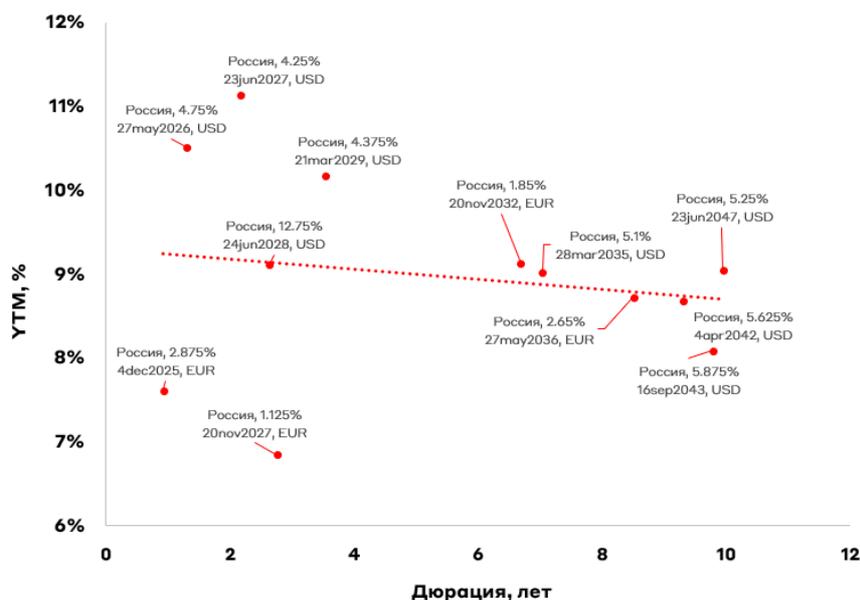
Как замещение валютных облигаций Минфина повлияет на котировки

Объём валютных облигаций может существенно увеличиться. Аналитики А-клуба оценивают, какой эффект это окажет на рынок

Минфин в декабре проведёт замещение суверенных еврооблигаций РФ — таким образом, предложение валютных облигаций на внутреннем рынке увеличится. Аналитики А-Клуба оценили, каким может быть объём навеса, и как это повлияет на рынок локальных валютных облигаций (ЛВО).

> *Замещающие облигации — это облигации, выпускаемые с 2022 года по российскому праву взамен классических еврооблигаций. Замещающие облигации позволяют инвестору получать валютную доходность, но без прежних инфраструктурных рисков. Выплаты производятся в рублях, при этом стоимость бумаг и купоны по-прежнему привязаны к долларам, евро или франкам.*

Карта рынка еврооблигаций Минфина



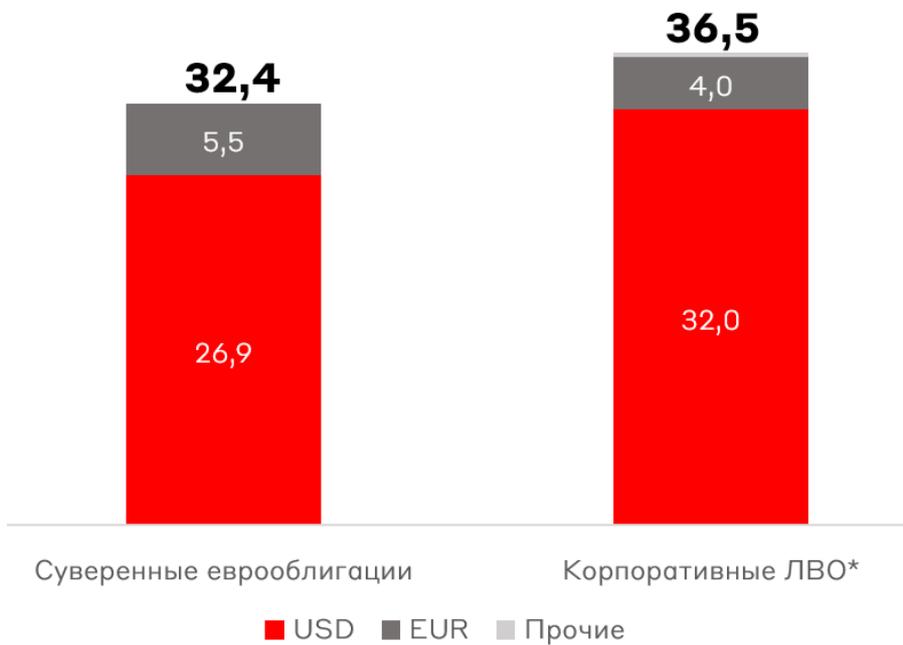
Источник: Cbonds

Сколько облигаций появится на рынке

Акцепт оферт будет осуществляться Минфином 5 декабря 2024 года, и затем эффект от этого может проявиться на рынке валютных облигаций.

Минфин рассчитывает провести замещение 13 суверенных еврооблигаций РФ за один раз: 9 выпусков в долларах США и 4 в евро. Их объём в долларовом эквиваленте — \$32,4 млрд. При этом сейчас объём локальных корпоративных валютных облигаций в долларовом эквиваленте составляет \$36,5 млрд по номиналу (во всех расчётах мы не учитывали локальные юаневые выпуски и незамещённые корпоративные выпуски).

Объёмы рынка валютных облигаций российских эмитентов, млрд \$



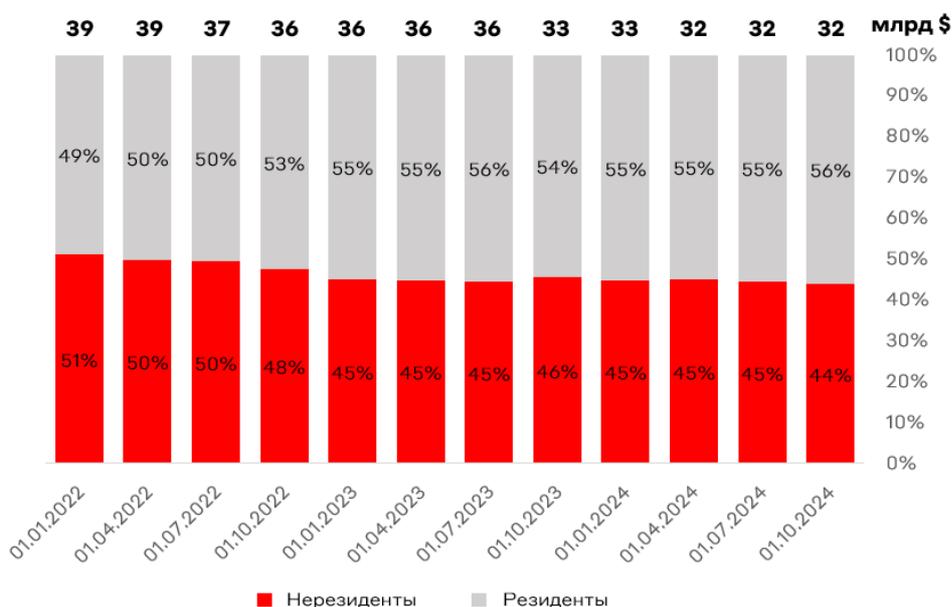
Источник: Cbonds

Таким образом, общий объём валютных облигаций по российскому праву может увеличиться практически в два раза.

Но нужно учитывать несколько важных моментов.

1. Суверенные еврооблигации продолжали торговаться на Мосбирже, и расчёты проходили в НРД. Но объём бумаг, который циркулировал, оценить сложно.
2. Резиденты владеют примерно 56% объёма суверенных еврооблигаций, а остальные 44% приходятся на нерезидентов. При этом до февраля 2022 года доля нерезидентов была больше — 51%. Возможно, резиденты покупали облигации под потенциальное замещение или для получения прямых выплат. По нашим оценкам, в денежном выражении (с учётом погашения двух выпусков еврооблигаций Минфина на \$5 млрд) было куплено порядка \$2,5 млрд. Это тот самый потенциальный объём предложения, который мы можем увидеть на рынке навесом в первые дни торгов.
3. Часть резидентов могла держать облигации в Euroclear. Эти бумаги были принудительно переведены в НРД в рамках Федерального закона № 319 от 14.07.2022, по ним был обособленный учёт, но осуществлялись выплаты купонов. Скорее всего, после замещения эти бумаги будут доступны для торговли, а значит, могут быть проданы в рынок.
4. В рамках замещения некоторые инвесторы могут выбрать не замещать бумаги, чтобы не формировалась налоговая база в момент замещения. Это актуально для физлиц или КИК (контролируемых иностранных компаний), которые приобрели еврооблигации после 1 марта 2022 года.

Структура владения еврооблигациями Минфина



Как замещения влияли на рынок замещающих облигаций

До мая 2024 года явной корреляции между увеличением объёмов рынка и снижением индекса замещающих облигаций не было. В этот период также происходили крупные размещения на \$1–2 млрд.

Динамика замещающих облигаций п.п. и объем рынка ЛВО



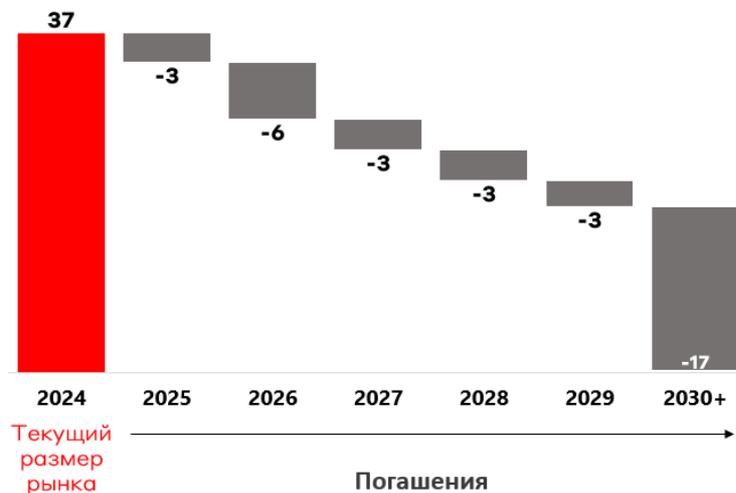
После мая 2024 года замещающие облигации начали снижаться. Мы считаем, что это связано с рядом факторов:

- Существенный рост рублёвых ставок сделал рублёвые инструменты привлекательными.
- Сокращение валютных пассивов (в долларах и евро) у российских банков.
- Введение санкций на НКЦ и отсутствие доверия у инвесторов к обменным курсам от Банка России.

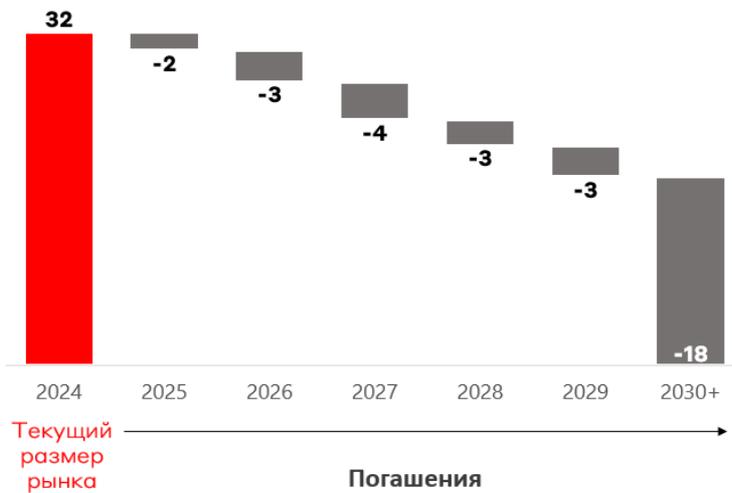
Как быстро может исчезнуть навес

Спекулятивный навес еврооблигаций Минфина после замещения может быть поглощён рынком в течение I квартала 2025 года. По нашим оценкам, в 2025 году будет погашено валютных облигаций на \$5 млрд (без учёта CNY и субординированных облигаций). Это будет топливом для реинвестирования (получив средства от погашения, инвесторы будут вкладывать их в другие валютные выпуски) и стимулом для охоты за доходностью.

Структура погашения корпоративных валютных облигаций, млрд \$



Структура погашения еврооблигаций Минфина, млрд \$



Взгляд А-Клуба

Мы полагаем, что замещение суверенных еврооблигаций окажет умеренное влияние на рынок. Но основное опасение вызывают действия частных и институциональных инвесторов, которые покупали бумаги во внешнем контуре. С другой стороны, у таких «спекулянтов» возникает вопрос: если продать эти облигации, то во что вкладывать полученные средства, ведь перечень валютных инструментов для реинвестирования ограничен. А значит, объем продаж будет не более \$2–2,5 млрд.

По нашему мнению, наибольший эффект оказывают ожидания, а не сами действия. Декабрь будет одной из лучших точек входа в валютные облигации, номинированные в долларах. Все вероятные инфраструктурные риски уже реализовались, а в будущем находить привлекательные инструменты для реинвестирования в «твёрдых» валютах будет всё сложнее.

Алексей Хайхан, старший инвестиционный аналитик

А-Клуб