

15 августа 2019

Панда-бонды стали популярным источником заемных юаней для зарубежных эмитентов.....2

Немецкий автоконцерн Daimler является крупнейшим эмитентом на рынке панда-бондов.....3

Основные мотивы эмитентов панда-бондов.....4

Разброс доходностей к погашению панда-бондов различных эмитентов существенно снизился за последний год.....5

ОК РУСАЛ — единственная на сегодняшний день российская компания, разместившая панда-бонды.....7

Главным препятствием для более активного развития рынка панда-бондов является ценовой фактор.....7

Ростислав Ерзин  
Младший аналитик, группа суверенных рейтингов и макроэкономического анализа  
+7(495) 139-0492  
rostislav.erzin@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ  
Алексей Чурилов  
Менеджер по внешним коммуникациям  
+7 (495) 139-0480, доб. 169  
media@acra-ratings.ru

## Рынок панда-бондов становится все более привлекательным для иностранных заемщиков

Рост объема размещения говорит о возрастающей популярности данного долгового инструмента

- **Рынок панда-бондов начал активно развиваться с 2015 года, и за последние пять лет общий объем долговых бумаг, размещенных иностранными заемщиками, составил 350 млрд юаней.** На сегодняшний день рынок панда-бондов по масштабу сопоставим с рынками долговых бумаг, номинированных в других азиатских валютах.
- **Крупнейшими эмитентами панда-бондов являются транснациональный автомобилестроительный концерн Daimler, а также правительства зарубежных стран и финансовые организации.** Большинство иностранных компаний на рынке панда-бондов имеют большой опыт размещения долговых бумаг, их доля за прошедшие пять лет достигла около 30%.
- **Основные цели, которые на данном этапе преследуют эмитенты панда-бондов, носят неценовой характер и обусловлены необходимостью диверсификации долговой базы и расчетов внутри Китая, а также интересом к продвижению имиджа в данной стране.** Среди других причин — необходимость финансирования крупных государственных проектов, в том числе связанных с реализацией инициативы «Один пояс — один путь», рефинансирования долга, поддержки национальных компаний и т. д.
- **Филиппины, в отличие от других эмитентов, выпустили панда-бонды во многом ввиду их более низкой цены по сравнению с долговыми бумагами, номинированными в национальной валюте.** Это может быть связано в том числе с низкой волатильностью обменного курса песо по отношению к юаню по сравнению с долларом США или евро.
- **Доходность к погашению панда-бондов имела существенный разброс в значениях вплоть до сентября 2018 года, однако позже относительно стабилизировалась.** Кроме того, наблюдается тенденция к конвергенции доходностей к погашению панда-бондов и димсам-бондов — данный показатель приближается к отметке 3,5%.
- **На сегодняшний день единственной российской компанией, разместившей панда-бонды, является ОК РУСАЛ.** ВЭБ.РФ, также рассматривавший возможность выпуска, отказался от размещения, так как посчитал его в сложившихся условиях нецелесообразным.
- **Основным препятствием для более активного развития рынка панда-бондов остается их сравнительно высокая цена.** Среди других возможных ограничивающих факторов — сложный процесс одобрения размещения китайскими регуляторами и относительно низкая ликвидность долгового инструмента.

## Панда-бонды стали популярным источником заемных юаней для зарубежных эмитентов

Панда-бонды — тип долгового инструмента, доступный исключительно компаниям, зарегистрированным за рубежом, при этом размещение долга происходит в материковом Китае. Димсам-бонды отличаются от панда-бондов тем, что они размещаются за пределами Китая.

Под иностранными компаниями подразумеваются не китайские компании, зарегистрированные за рубежом. Китайские компании, зарегистрированные за пределами страны («красные фишки»), упоминаются отдельно.

Компании, не зарегистрированные в Китае, могут получить заемный капитал в юанях в основном через размещение панда-бондов и димсам-бондов. Основное различие между этими долговыми инструментами заключается в том, что панда-бонды размещаются в материковом Китае, а димсам-бонды — за его пределами (см. табл. 1).

Таблица 1. Сравнение панда-бондов и димсам-бондов

	Панда-бонды	Димсам-бонды
Валюта	Юань	Юань
Рынок размещения	Материковый Китай	Остальной мир
Средняя дюрация	2,0 года	2,0 года
Средний срок погашения	3,9 лет	3,7 лет

Источник: Wind, Bloomberg

Несмотря на то, что рынок панда-бондов был официально учрежден в 2005 году, его бурный рост начался в 2015–м. С точки зрения исторического объема размещений (учитывая погашенные облигации) рынок панда-бондов превосходит рынок димсам-бондов (см. рис. 1), но уступает ему по совокупному размеру текущих обязательств (около 40 млрд против 78 млрд долл. США соответственно).

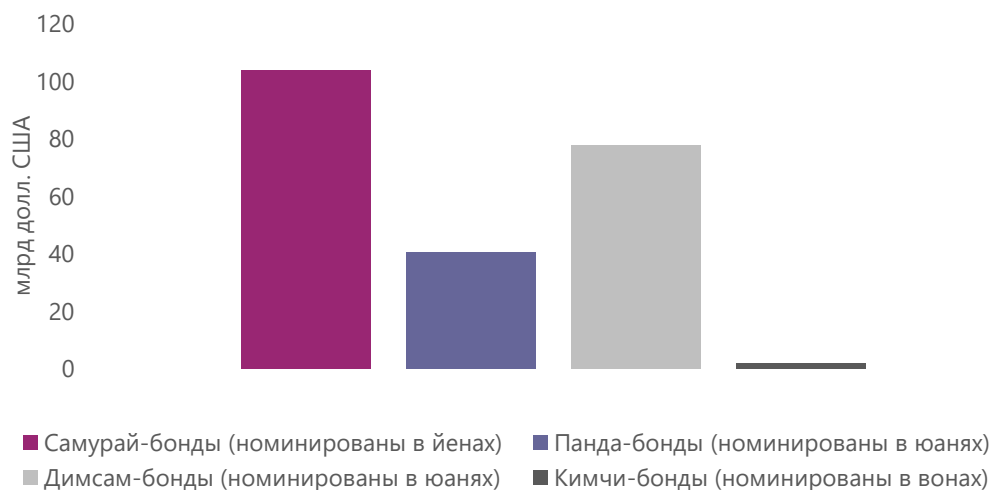
Рисунок 1. Исторический объем размещенных панда-бондов более чем на 50% превышает объем размещенных димсам-бондов



Источник: Wind

Безусловно, рынки панда-бондов и димсам-бондов нельзя сравнивать по объему с рынком долговых бумаг, номинированных в долларах (16 трлн долл. США) или евро (6,75 трлн долл. США), однако они сопоставимы с рынками облигаций в других азиатских валютах (см. рис. 2).

Рисунок 2. Рынок панда-бондов по совокупному объему текущих обязательств меньше рынка самурай-бондов и димсам-бондов, но превышает рынок кимчи-бондов



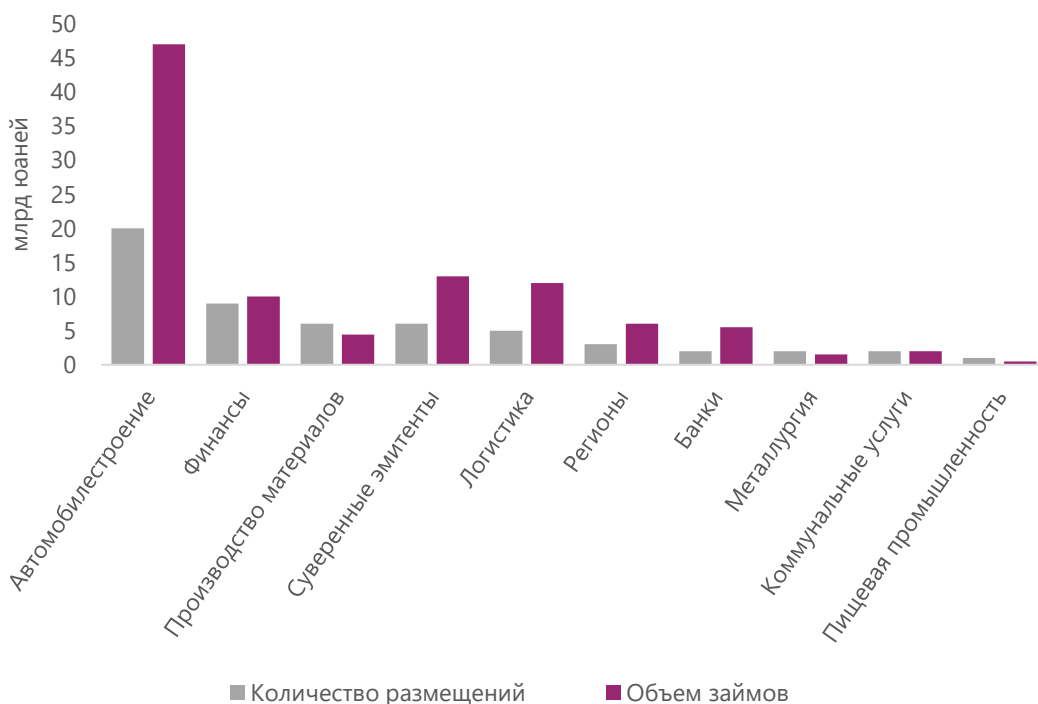
Источник: Bloomberg

### Немецкий автоконцерн Daimler является крупнейшим эмитентом на рынке панда-бондов

«Красные фишки» — это компании, учрежденные и зарегистрированные за рубежом (преимущественно на Каймановых островах, Бермудских островах или Британских Виргинских островах) и которые проходят листинг и размещают ценные бумаги на зарубежных биржах (как правило, в Гонконге, Нью-Йорке, Лондоне, Франкфурте или Сингапуре), при этом их производственные активы и бизнес в основном расположены в материковом Китае.

Основными эмитентами являются «красные фишки», доля которых в общем объеме размещения за последние пять лет составила 70%. Иностранные эмитенты также активно осваивают данный рынок, с каждым годом наращивая объем размещения: если в 2017 году их доля была равна 28,5% в общем объеме размещения, то в 2019-м она составила 49,2%. Крупнейшими эмитентами являются Daimler (см. рис. 3), а также правительства зарубежных стран (Польша, Венгрия, Филиппины и т. д.).

Рисунок 3. Daimler лидирует среди иностранных компаний по объему размещения за последние пять лет



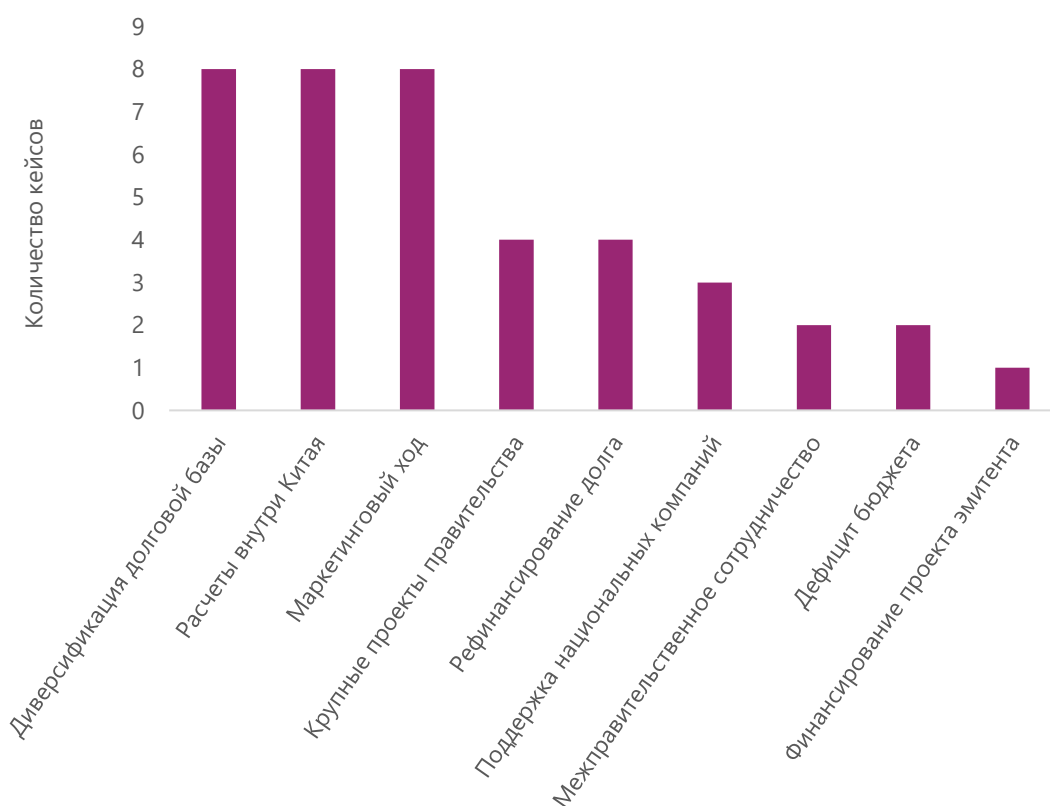
См. подготовленное АКРА исследование [«Краткое описание китайского рынка облигаций»](#) от 28 февраля 2019 года.

Источник: Wind

## Основные мотивы эмитентов панда-бондов

Исходя из данных, имеющихся в открытом доступе, а также заявлений представителей самих эмитентов, некоторые финансовые институты, включая Asian Development Bank, National Bank of Canada и Mizuho, разместили панда-бонды в целях диверсификации источников финансирования, правительства таких стран, как Польша, Япония и т. д., — для улучшения своего имиджа в Китае и налаживания двусторонних отношений, компании реального сектора экономики (Daimler, Trafigura) — для получения наличной валюты при расчетах в Китае. Среди других не менее важных соображений — необходимость реализации крупных проектов, в том числе связанных с инициативой «Один пояс — один путь», поддержка национальных компаний и продвижение межправительственного сотрудничества (см. рис. 4).

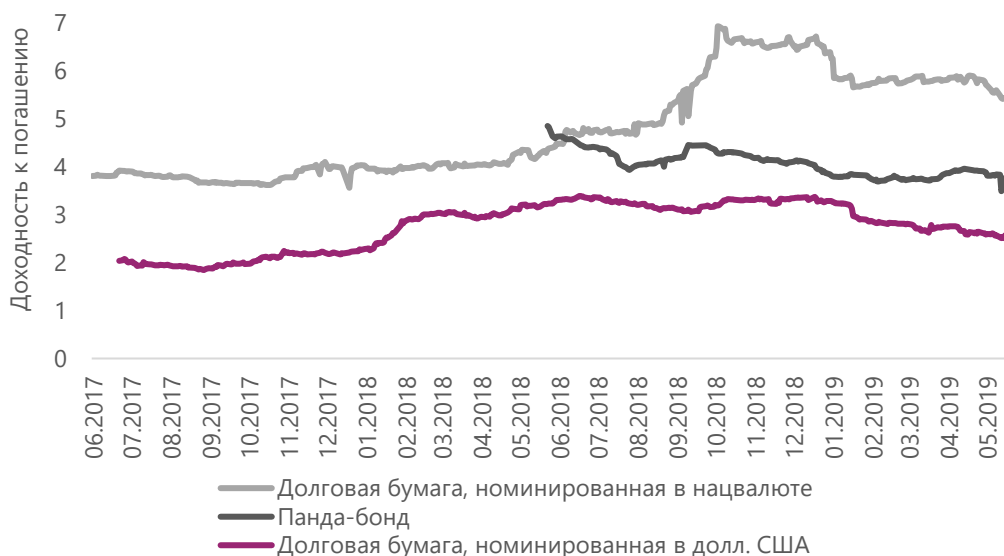
**Рисунок 4. Диверсификация долговой базы, потребность в наличности и желание повысить престиж в КНР являются главными мотивами эмитентов**



Источник: Wind, новостные источники

В этом контексте выделяются Филиппины, выпустившие панда-бонды в первую очередь из-за их ценовой привлекательности по сравнению с займами в национальной валюте. Правительство Филиппин с середины 2018 года дважды выпустило панда-бонды, руководствуясь их более низкой ценой по сравнению с долговыми бумагами в нацвалюте, которая лишь немного превышает цену долларовых облигаций (см. рис. 5). Это может быть связано в том числе и с низкой волатильностью обменного курса песо по отношению к юаню (годовое стандартное отклонение за последние 30 лет — 1,3), что контрастирует с аналогичным показателем по отношению к долларам (11,6) и евро (7,9). Среди других соображений при размещении — стремление диверсифицировать долговую базу и повысить престиж страны в Китае. Нельзя исключить, что в обозримой перспективе других потенциальных эмитентов также может привлечь ценовая привлекательность панда-бондов по сравнению с облигациями в нацвалюте, обусловленная в том числе более низким валютным риском.

Рисунок 5. Доходности к погашению панда-бондов лишь немного выше аналогичного показателя для долговых бумаг, номинированных в долларах



Источник: Bloomberg

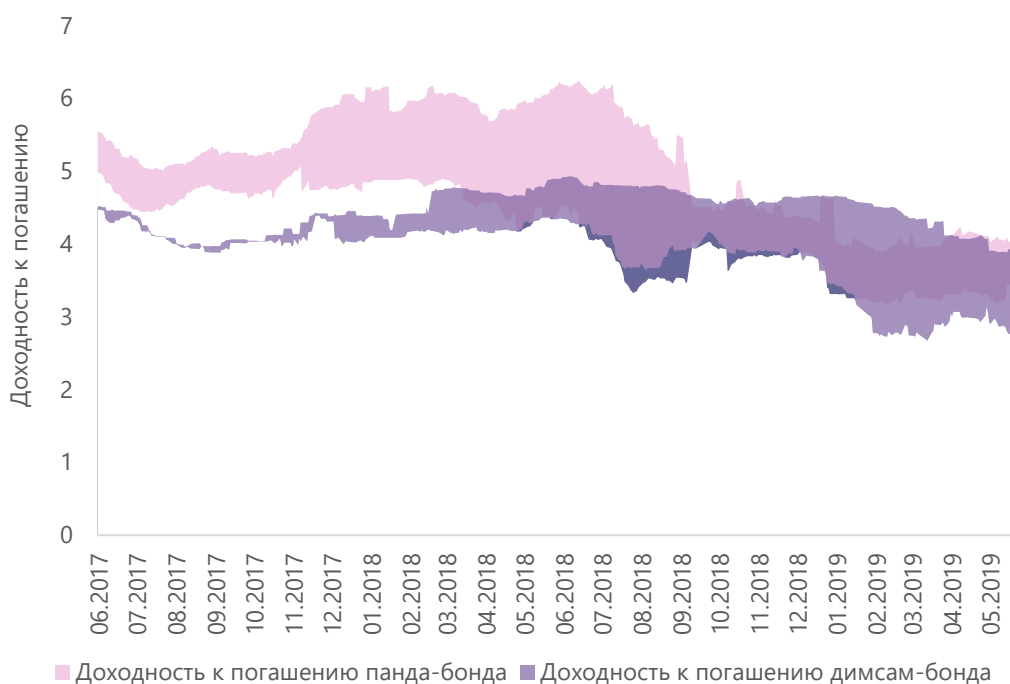
### Разброс доходностей к погашению панда-бондов различных эмитентов существенно снизился за последний год

Анализ доходности к погашению панда-бондов различных иностранных эмитентов, проведенный на основе выборки бумаг с трехлетним сроком погашения, показал существенный разброс в значениях в период с декабря 2017 года по сентябрь 2018-го. Тем не менее после этого доходность бумаг относительно стабилизировалась, и разброс начал постепенно сокращаться. Анализ доходности к погашению димсам-бондов на основе выборки бумаг с пятилетним сроком погашения показал обратную динамику — начиная с июля 2018 года разброс в значениях стал увеличиваться. Столь узкие спреды могут объясняться тем, что основные иностранные эмитенты обоих типов долговых бумаг уже многократно размещались на международных площадках, соответственно, рыночная оценка их риска невелика. Кроме того, большинство эмитентов имеют высокий кредитный рейтинг, присвоенный им китайскими рейтинговыми агентствами. Основной объем погашения по телу долга еще не произошел (см. рис. 7) — прецедентов дефолта к настоящему времени нет.

На сегодняшний день наблюдается тенденция к конвергенции доходности к погашению обоих типов бумаг — данный показатель приближается к отметке 3,5% (см. рис. 6). Это может быть связано с увеличением ликвидности и растущей открытостью китайского финансового рынка в целом для иностранных участников. В этом контексте показателен недавний допуск иностранных рейтинговых агентств на внутренний рынок рейтингования Китая.

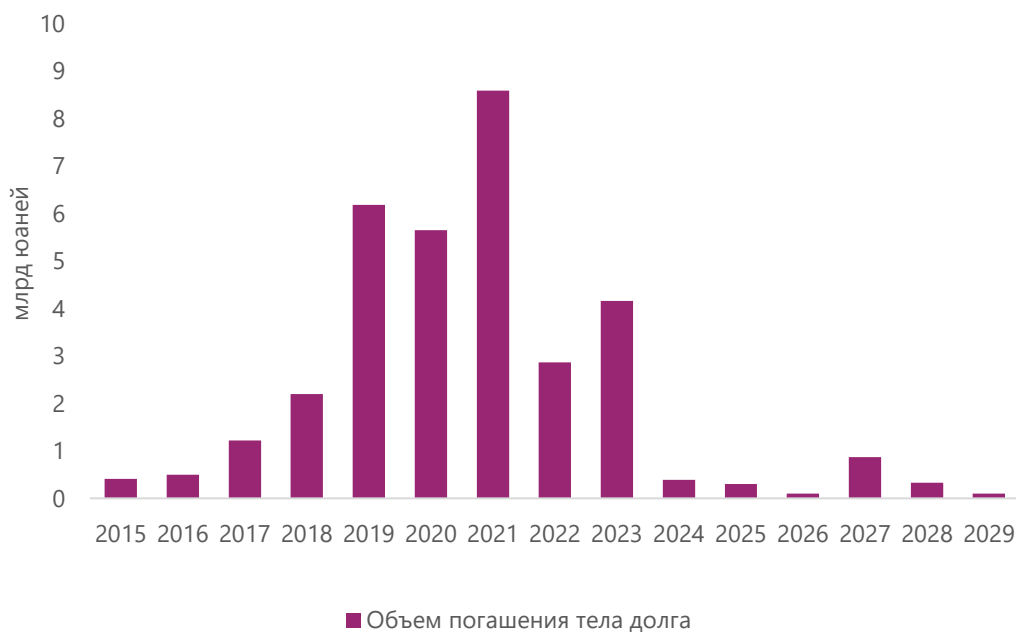
В будущем возможны два основных сценария развития рынка панда-бондов. Первый предполагает сохранение небольшого разброса в доходностях и их средних значений при условии отсутствия дефолтов по займам, второй — увеличение данных параметров в случае дефолта некоторых заемщиков, в частности «красных фишек».

Рисунок 6. Динамика доходностей к погашению панда-бондов и димсам-бондов иностранных компаний



Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Основная масса погашений по панда-бондам всех типов эмитентов приходится на 2021 год



Источник: Wind

## ОК РУСАЛ — единственная на сегодняшний день российская компания, разместившая панда-бонды

В 2017 году российский производитель алюминия ОК РУСАЛ дважды разместил панда-бонды: 20.03.2017 — на 1 млрд юаней, 04.03.2017 — на 500 млн юаней, что является сравнительно незначительным объемом на фоне других эмитентов. Основным мотивом компании при размещении заключался в стремлении укрепить присутствие на внутреннем рынке Китая и продолжить развивать сотрудничество с азиатскими партнерами.

Таблица 2. ОК РУСАЛ: два размещения на Шанхайской фондовой бирже

	Март 2017 года	Сентябрь 2017 года
Эмитент	ОК РУСАЛ	ОК РУСАЛ
Тип размещения	Частное размещение	Частное размещение
Рейтинг международного агентства (Fitch)	B+	B+
Рейтинг китайского агентства (China Chengxin)	AA+	AA+
Объем выпуска	1 млрд юаней	500 млн юаней
Срок погашения	3 года	3 года
Купон	5,5%	5,5%
Место размещения	Шанхайская фондовая биржа	Шанхайская фондовая биржа

Источник: Bloomberg

## Главным препятствием для более активного развития рынка панда-бондов является ценовой фактор

С точки зрения цены панда-бонды и димсам-бонды пока не могут конкурировать с долговыми обязательствами, номинированными в евро или долларах, размещение которых обходится нефинансовым и суверенным эмитентам, нуждающимся в долговом финансировании, гораздо дешевле.

По мнению АКРА, ожидать, что рынок панда-бондов в обозримой перспективе сможет стать альтернативой для займов в долларах и евро, не стоит. Помимо ценового фактора, его более активному развитию препятствует ряд обстоятельств. К примеру, для размещения панда-бондов необходимо разрешение китайских регуляторов, для которых основным критерием является кредитоспособность эмитента. Это, в свою очередь, может оказаться серьезным препятствием для потенциальных эмитентов, которые до этого мало заявляли о себе на международном долговом рынке. Если для часто размещающихся компаний процесс получения одобрения занимает всего несколько месяцев, то для малоизвестных, но при этом кредитоспособных эмитентов, он может растянуться на годы.

*Bloomberg Liquidity Assessment является мерой ликвидности, которая учитывает такие параметры, как объемы торгов, волатильность цен и ценовые показатели ценных бумаг.*

Возможно, это связано с тем, что китайское правительство заинтересовано в высоком кредитном качестве заемщиков на данном рынке и крайне опасается дефолтов. Низкий уровень ликвидности (большая часть инвесторов представлена китайскими коммерческими банками) также негативно сказывается на цене и, следовательно, популярности данного долгового инструмента среди потенциальных эмитентов. Мера ликвидности, предложенная Bloomberg, равна 45,84 для панда-бондов и 31,18 — для димсам-бондов, в то время как для долговых бумаг, номинированных в долларах и евро, данный показатель равен 67,92 и 67,06 соответственно. Кроме того, потенциальным эмитентам до недавнего времени необходимо было получить кредитный рейтинг китайского рейтингового агентства, однако с внесением поправок в соответствующие нормативы данное требование стало необязательным.

При этом зарубежным эмитентам может быть выгоднее получить рейтинг, присвоенный именно рейтинговым агентством Китая, поскольку он отражает оценку их кредитоспособности по национальной шкале в национальной валюте. Характерно, что на сегодняшний день среди эмитентов, выпустивших панда-бонды, только правительство Британской Колумбии не имеет рейтинга китайского рейтингового агентства.

Согласно ожиданиям АКРА, рынок панда-бондов продолжит расти, поскольку все больше компаний, ведущих операционную деятельность в Китае, а также суверенных эмитентов, заинтересованных в продвижении своего имиджа и налаживании сотрудничества с КНР, для достижения этих целей могут воспользоваться данным типом долгового инструмента.



(С) 2019

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Садовническая набережная, д. 75  
[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Только в случае распространения информации о присвоенном кредитном рейтинге и прогнозе по кредитному рейтингу любым способом, обеспечивающим доступ к ней неограниченного круга лиц, данный кредитный рейтинг и прогноз по кредитному рейтингу входит в сферу регулирования Центрального банка Российской Федерации.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.