Наталья ТОЧЕЛОВСКАЯ,
начальник брокерского отдела, банк SEB (Латвия)

Прибалтийский акцент

В 2013 году, уже третий год подряд, регион Балтии обещает стать самым быстрорастущим среди экономик ЕС[1]. Рост в Эстонии остается практически неизменным с 2012 года, тогда как в Латвии и Литве наблюдается некоторый спад активности. Однако в следующем году Латвия должна выйти на первый план с темпами роста на уровне 4.8 %, в то время как в Эстонии экономика вырастет только на 3.7%, а в Литве — на 3.5%. Рост балтийских экономик в 2013–2014 годах будет в основном обусловлен частным потреблением, хорошие перспективы также сулит экспорт: внутренние девальвации предыдущих лет обеспечили высокую конкурентоспособность местным производителям. В Эстонии, однако, вслед за повышением заработных плат растет и ценовое давление. Инфляция, которая, согласно прогнозу скандинавской группы SEB, должна замедлиться во всех трех странах, в Эстонии все еще останется выше 3%.

В Латвии полным ходом идет подготовка к вступлению в еврозону. В свою очередь, шансы Литвы присоединиться к зоне евро в 2015 году SEB оценивает как 50-процентные. Трудности у страны могут возникнуть в связи с попыткой быстро снизить уровень инфляции к весне 2014 года.

Все три балтийские экономики стимулируют внутреннее потребление, однако стоит учесть, что быстрый рост капитальных расходов, который наблюдался в Эстонии и Латвии на протяжении последних двух лет, резко замедлится. Капитальные расходы в Литве после небольшого спада в прошлом году, напротив, увеличатся.

Последние 3–4 месяца индикатор Европейской комиссии, указывающий на настроения бизнеса и домашних хозяйств, продолжал расти в Литве, но немного упал в Латвии и Эстонии. Спад в этих странах тесно связан с глобальным спадом в производстве. В то же время частное потребление остается более сильным.

После глубокого кризиса 2008–2010 годов частное потребление в странах Балтии постепенно восстановилось. Розничные продажи вряд ли можно назвать выдающимися, но они выглядят более здоровыми. В прошлом году рост продаж составил 3–8%. Во время перегрева экономики, в 2005–2007 годах, темпы розничных продаж увеличивались на 10–25 % в год, это стимулировало быстрый рост заработной платы и кредитования. Отложенное посткризисное потребление является важным фактором восстановления внутреннего спроса. Покупательная способность и желание потреблять также подпитываются увеличением доходов, постепенным снижением все еще высокой безработицы, низкими процентыми ставками. Государственные финансы находятся под контролем во всех трех странах, и дефицит бюджета в 2013 году, как ожидается, будет небольшим.

Несмотря на слабость западноевропейских стран и замедление роста в России, объем экспорта Балтии покажет весьма достойный рост. В этом и в следующем году экспорт Балтии будет расти темпами 5–9%, после замедления с высоких двузначных уровней в последние 2–3 года. По сравнению со многими другими странами это все еще неплохой показатель. Конкурентоспособность экспорта укрепилась благодаря

[1] Мнение аналитиков группы SEB, отраженное в последнем макроэкономическом обзоре Nordic Outlook: http://www.sebgroup.com/Documents/Hugin/documents/2013/20130521-seb-nordic-outlook-fight-against-economic-slowdown-escalates-en-1-httpcwshuginonlinecoms1208pr2013051703257xml.pdf?epslanguage=en.

Индикатор	Эстония	Латвия	Литва
ВВП, % (2013*)	3.8	3.8	3.2
Инфляция**, % (2013*)	3.3	1.4	2.5
Уровень безработицы, % (2013*)	9.8	13.3	11.5
Текущий счет (дефицит) от ВВП (2013*)	–0.3	–2.4	–3
Ставка рефинансирования ЦБ, %	0.5	2.5	1

* Прогноз банка SEB

** Гармонизированный индекс потребительских цен (Harmonised Index of Consumer Prices)

Таблица 1
Основные макроэкономические индикаторы стран Балтии

внутренним девальвациям предыдущих лет. Реальные эффективные курсы валют также остаются достаточно стабильными еще со времен снижения заработных плат и цен в 2008–2010 годах. Но, как и прежде, стоит обращать внимание на тенденции высокого роста заработных плат и цен в Эстонии. В последние годы рост производительности труда в Эстонии отставал от темпов роста заработных плат. И только недавно появились первые признаки того, что производительность труда начала расти. Согласно ожиданиям банка SEB, заработные платы в Эстонии в этом году вырастут на 7–8% по сравнению с 3.5–4% в Литве и Латвии. Различия в росте зарплат частично объясняют уровни инфляции. В этом году инфляция остается под контролем в Латвии и Литве. В Эстонии инфляция также будет снижаться, но, несмотря на то что экономический рост остается ниже потенциального, вряд ли показатель инфляции опустится ниже 3.3%.

Рынок облигаций Балтии в представлении большинства инвесторов ограничивается еврооблигациями. У Латвии в обращении находится пять еврооблигаций: два выпуска, номинированных в евро (с погашением в 2014 и 2018 годах), и три долларовых выпуска с погашением в 2017, 2020 и 2021 годах.

У Литвы выбор внешних суверенных обязательств намного шире. Сейчас у страны в наличии восемь наиболее активно торгующихся бумаг: три бумаги номинированы в евро и будут погашаться в 2014, 2016 и 2018 годах; пять выпусков долларовые (погашение в 2015, 2017, 2020, 2021 и 2022 годах).

Интересно, что в Эстонии в принципе отсутствует рынок суверенных облигаций внутреннего и внешнего займа. Эстонский рынок облигаций представлен лишь тремя корпоративными облигациями, номинированными в евро. Эмитентами бумаг являются концерн Eesti energia (у него два выпуска — с погашением в 2018 и 2020 годах) и предприятие Elering с облигацией 2018 года. Однако стоит отметить, что после вступления Эстонии в Евросоюз эти три облигации получили достаточно большой приток долгосрочных вложений от западноевропейских фондов и на данный момент торгуются весьма активно.

Но гораздо более интересные события происходят последний год на латвийском рынке.

Позитивные макроэкономические показатели, а также тот факт, что Латвия станет 18-й по счету страной еврозоны, обеспечили популярность суверенным бумагам данного эмитента. Несмотря на общую картину низких доходностей, переход из категории «страна Евросоюза» в категорию «еврозона» значительно увеличивает потенциальный круг инвесторов в долговые бумаги Латвии. Как только появились первые сигналы о присоединении Латвии к еврозоне, началась скупка суверенных евробондов. Наибольший спрос инвесторов был сосредоточен в еврооблигациях Латвии, номинированных в евро: это помогло доходностям бумаг достигнуть невиданных ранее уровней. Стоит отметить, что в странах Балтии только Латвия и Литва имеют суверенные облигации, поэтому фактически лишь вступление Латвии в еврозону откроет экспозицию институциональным

РЫНОК ЛАТВИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ УЖЕ ОЦЕНИЛ НОВОСТЬ О ВСТУПЛЕНИИ СТРАНЫ В ЕВРОЗОНУ, ТЕПЕРЬ НА ОЧЕРЕДИ ЛИТОВСКИЙ РЫНОК

Таблица 2
Выпуски еврооблигаций Латвии и Литвы в обращении

ISIN	Эмитент	Купон, %	Дата погашения	Доходность к погашению при продаже, %	Доходность к погашению при покупке, %	Рейтинг S&P	Объем эмиссии	Валюта
XS0863522149	REPUBLIC OF LATVIA	2.75	2020.01.12.	3.81	3.79	BBB+	1 250 000 000	USD
XS0189713992	REPUBLIC OF LATVIA	4.25	2014.04.02.	0.90	0.37	BBB+	400 000 000	EUR
XS0747927746	REPUBLIC OF LATVIA	5.25	2017.02.22.	2.89	2.79	BBB+	1 000 000 000	USD
XS0638326263	REPUBLIC OF LATVIA	5.25	2021.06.16.	4.10	4.06	BBB+	500 000 000	USD
XS0350977244	REPUBLIC OF LATVIA	5.5	2018.03.05.	2.12	1.97	BBB+	400 000 000	EUR
XS0212170939	REPUBLIC OF LITHUANIA	3.75	2016.02.10.	1.54	1.35	BBB	1 000 000 000	EUR
XS0327304001	REPUBLIC OF LITHUANIA	4.85	2018.02.07.	2.99	2.92	BBB	1 400 000 000	EUR
XS0541528682	REPUBLIC OF LITHUANIA	5.125	2017.09.14.	3.12	3.05	BBB	750 000 000	USD
XS0602546136	REPUBLIC OF LITHUANIA	6.125	2021.03.09.	4.08	4.07	BBB	1 500 000 000	USD
XS0739988086	REPUBLIC OF LITHUANIA	6.625	2022.02.01.	4.26	4.22	BBB	1 500 000 000	USD
XS0457764339	REPUBLIC OF LITHUANIA	6.75	2015.01.15.	2.22	2.03	BBB	1 500 000 000	USD
XS0485991417	REPUBLIC OF LITHUANIA	7.375	2020.02.11.	3.85	3.84	BBB	2 000 000 000	USD
XS0435153068	REPUBLIC OF LITHUANIA	9.375	2014.06.22.	0.79	0.55	BBB	500 000 000	EUR

инвесторам (с критериями вложения в страны еврозоны) на данный регион.

Позитивно также улучшение кредитного рейтинга страны агентством Standard & Poor's в начале июня до уровня BBB+. Агентство подчеркнуло, что вступление в еврозону не только снизит валютные риски банковского сектора (кредиты выданы в евро, а доходы населения в латах), но и откроет финансовому сектору страны доступ к ресурсам Европейского центрального банка.

Латвийское государство активно пользуется улучшением своей кредитоспособности в глазах инвесторов и продолжает рефинансировать свой долг по более привлекательным ценам. Стоит выделить два достаточно важных для латвийского долгового рынка события последнего полугодия: создание системы первичных дилеров на рынке внутреннего долга страны и первый значительный выпуск корпоративных облигаций нефинансового сектора.

Начиная с февраля этого года Казначейство Латвии стимулирует первичный и вторичный рынок внутреннего долга страны благодаря системе первичных дилеров. Пять местных банков (четыре из них имеют скандинавские корни) регулярно обеспечивают ликвидность в сегменте внутреннего долга страны. Тем самым они создают кривую доходностей внутреннего долга Латвии, а также поддерживают вторичный рынок. Можно с уверенностью сказать, что после вступления Латвии в еврозону у рынка внутреннего суверенного долга, который на данный момент привлекает лишь местных инвесторов, появится более широкая аудитория. И хотя внутренние выпуски существенно уступают по объему отдельным выпускам еврооблигаций, потенциальное количество инструментов для инвесторов существенно расширится.

Работающий рынок суверенного долга страны, согласно многим академическим исследованиям, является важной базой для развития сектора корпоративных облигаций. В Латвии после долгого затишья на рынок корпоративных облигаций вышел один из самых ожидаемых эмитентов: крупнейший балтийский продавец электроэнергии Latvenergo. На данный момент компания выпустила пяти- и семилетние облигации на сумму почти $100 млн евро — объем эмиссии указывает на то, что выпуск был локальным. Однако, создав себе идеальную репутацию на балтийском рынке облигаций, Latvenergo при желании сможет повторить опыт эстонских соседей в выпуске еврооблигаций (я уже упоминала выше о выпуске еврооблигаций эстонской компании Eesti energija).

Рынок латвийских облигаций уже оценил новость о вступлении страны в еврозону, теперь на очереди литовский рынок. Неясность по поводу выполнения Маастрихтских критериев этой последней не вступившей в еврозону страной Балтии, а также наличие у нее самого большого в регионе рынка еврооблигаций будут стимулировать спекулятивные сделки с суверенным долгом страны. При этом сценарий на рынке облигаций Латвии во многом будет являться ориентиром для поведения инвесторов в Литве. Уже сегодня анализ доходностей еврооблигаций Латвии и Литвы стал основным инструментом для многих инвесторов в регион.

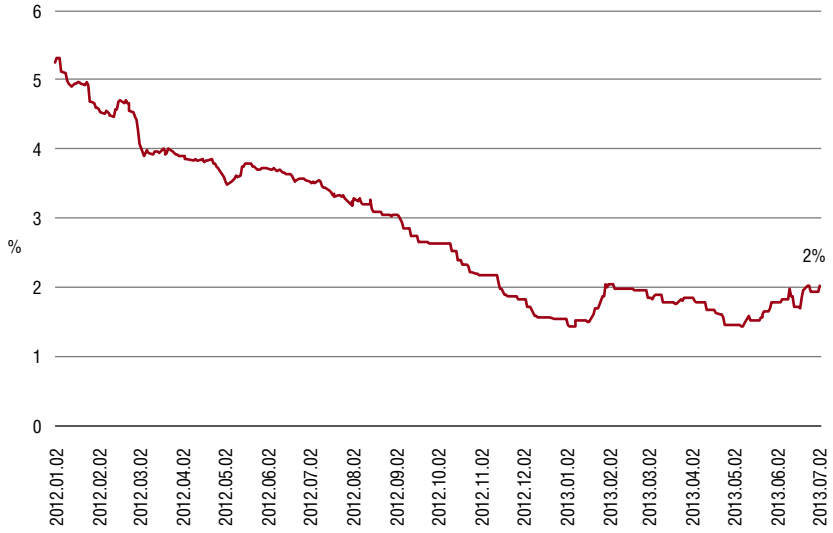

Рисунок 1
Доходность к погашению при покупке еврооблигаций Latvia-18

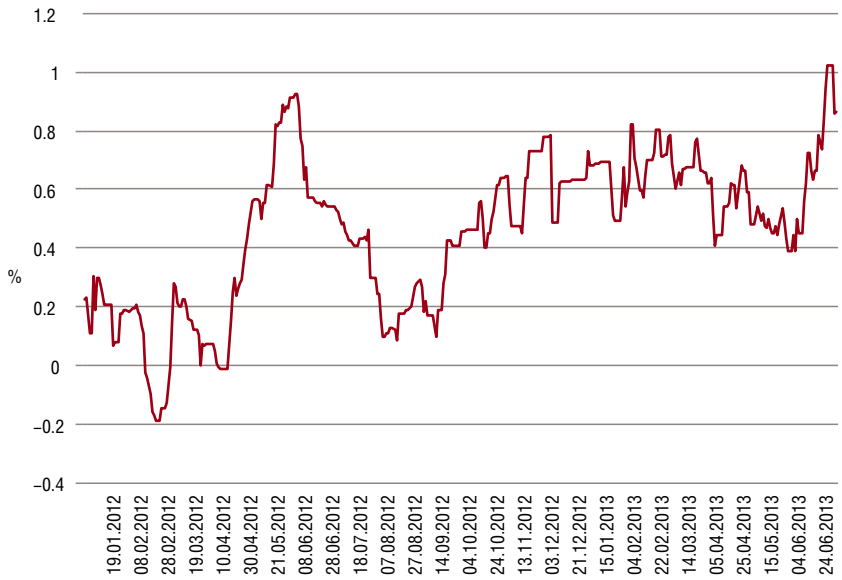

Рисунок 2
Разница между доходностью к погашению при покупке еврооблигаций Latvia-18 и Lithuania-18