Грегори СМИТ,
аналитик по рынку облигаций,
ИК «Ренессанс Капитал»[1]

Рынок суверенных еврооблигаций России и стран СНГ

Рынок суверенных облигаций России и стран СНГ демонстрирует хорошую динамику с начала текущего года, существенный спрос при ограниченном объеме новых размещений способствовал снижению спредов суверенных выпусков облигаций, находящихся в обращении. После того как в феврале свой дебютный выпуск разместил Узбекистан, объем рынка вырос до $79.6 млрд, а количество эмитентов — до девяти. При этом объемы торгов пропорциональны количеству и объему выпусков, а значит, Россия и Украина как самые крупные эмитенты торгуются активней всего.

Главным стимулом спроса на суверенные бумаги стран СНГ стало, на наш взгляд, смягчение денежно-кредитной политики ФРС. Для России и стран, тесно с ней связанных, опасения участников рынка относительно степени жесткости новых санкций снижаются, что обеспечивает поддержку еврооблигациям. Продолжающиеся торговые переговоры США (прежде всего с Китаем) и заявления на тему торговых войн негативным образом отразились на ожиданиях от развивающихся рынков в целом, однако мы считаем, что для региона СНГ это влияние было несколько мягче по сравнению, например, с еврооблигациями Африки.

Интересно, что евробонды России и Казахстана не демонстрируют столь сильной привязки к динамике цен на нефть, как это можно было бы предположить, исходя из структуры их экономики. Цена на нефть марки Brent снизилась почти на 23% с максимального значения $74/барр. до $60/барр. во втором квартале 2019 года, однако еврооблигации обеих стран демонстрировали в указанный период положительную динамику. Балансирующим фактором, вероятно, стало то, что с падением цен на нефть упали и доходности десятилетних казначейских облигаций США, что обеспечило спрос на бумаги этих двух стран, имеющих кредитные рейтинги инвестиционного уровня.

Активность в части размещения новых выпусков в 2019 году остается невысокой. В марте Россия разместила новый выпуск долларовых еврооблигаций на $3 млрд (погашение в 2035 году), а также провела доразмещение на сумму €750 млн в рамках еврового выпуска от декабря 2018 года (по-

[1] Перевод и редакция: Ольга Возьная, ИК «Ренессанс Капитал»

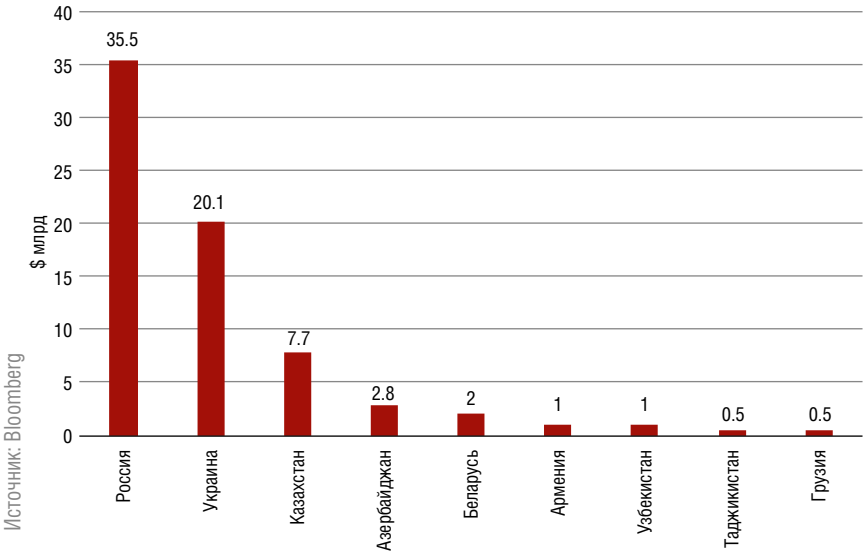
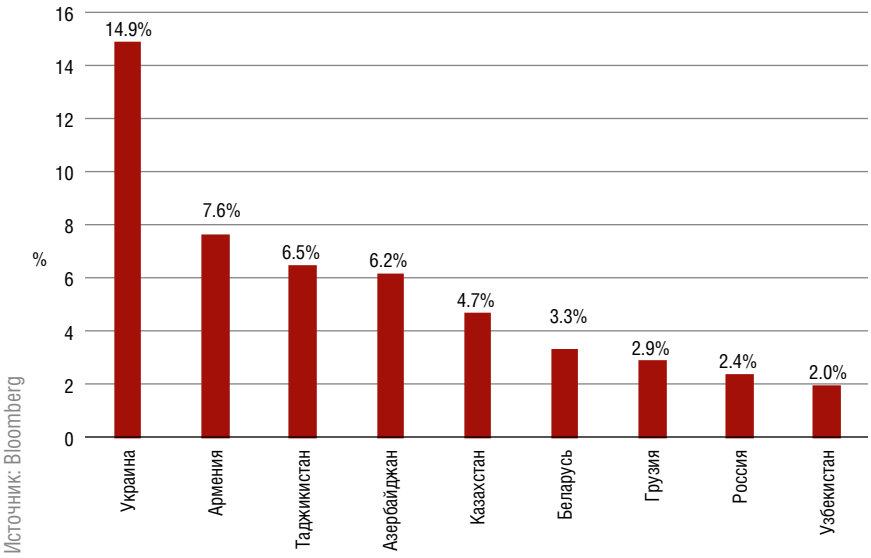


Рисунок 1
Еврооблигации стран СНГ в обращении ($ млрд)

гашение в 2025 году). Украина доразместила долларовый выпуск от ноября 2018 года на $350 млн (погашение в 2028 году), а в июне 2019 года — 7-летний выпуск еврооблигаций на €1 млрд. Узбекистан в феврале разместил двухтраншевый дебютный выпуск в евро (погашение в 2024-м и 2029 годах) на общую сумму €1 млрд. Хороший спрос на еврооблигации и ограниченное их предложение обеспечили сужение спредов доходности. В сентябре 2019 года состоится погашение двух выпусков — Азербайджана и Украины на $174 млн и $661 млн соответственно.

Что касается планов на будущее, мы полагаем, что стоит ожидать размещения нового выпуска Россией. Есть вероятность, что еврооблигации разместит Казахстан, однако у него есть возможность обеспечить свои потребности внешнего финансирования за счет других инструментов.

Рисунок 2
Еврооблигации стран СНГ в обращении (% от ВВП)



По нашим прогнозам, 2019 год принесет появление на рынке новых эмитентов, однако в среднесрочной перспективе, на наш взгляд, Молдова является хорошим кандидатом для выхода на рынок.

ЕВРООБЛИГАЦИИ АРМЕНИИ

Армения демонстрирует высокую готовность реформировать экономику и меняться. В декабре 2018 года в стране состоялись парламентские выборы и сменилось руководство. Премьер-министр, представляющий альянс «Мой шаг», выиграл выборы, набрав 70.4% голосов.

Страна выработала план реформ, который получил поддержку МВФ. Кроме того, 17 мая 2019 года было подписано соглашение с МВФ о резервном кредите на сумму $248 млн сроком на три года. Соглашение носит предупредительный характер: средства будут расходоваться только в случае необходимости (например, внешних шоков для платежного баланса). Цель соглашения — поддержать переход к более динамичной, устойчивой и инклюзивной экономике.

У Армении хорошие перспективы роста в среднесрочной перспективе; в этом году, по нашим прогнозам, ожидается незначительное замедление роста ВВП до 4.6% по сравнению с 5% в прошлом. Макроэкономические показатели выглядят уверенно по сравнению со странами-аналогами, имеющими также кредитный рейтинг «B».

Соотношение госдолга и ВВП стабилизировалось в последние 4 года на уровне около 48%, что обеспечило рейтинг «B+» от кредитного агентства Fitch. Кроме того, проведенный недавно МВФ анализ кредитной устойчивости показал, что внешний долг Армении не чувствителен к резким движениям процентных ставок, поскольку подавляющая часть внешнего финансирования получена на льготных условиях. Единственный фактор риска связан с тем, что значительная часть этого финансирования номинирована в иностранной валюте, однако мы полагаем, что кредитная устойчивость может быть обеспечена за счет сохранения хороших темпов роста и соблюдения фискальных целевых показателей, за которыми следит МВФ.

Если российские еврооблигации будут демонстрировать более слабую динамику (в силу снижения цен на сырье либо санкционных рисков), это, безусловно, будет оказывать давление на еврооблигации Армении, но в меньшей степени, чем, к

примеру, Беларуси или Таджикистана (чья экономика более тесно связана с Россией). В случае жесткой распродажи российских евробондов бумаги Армении могут пострадать, но местная валюта драм вовсе не обязательно последует за динамикой рубля с учетом улучшений в платежном балансе страны.

ЕВРООБЛИГАЦИИ БЕЛАРУСИ

Экономика Беларуси сохраняет тесную привязку к экономике России, но при этом растет немного быстрее. Восстановление и рост макропоказателей в 2018 году превзошли наши ожидания. Мы полагаем, что Беларусь и в дальнейшем продолжит выигрывать от улучшения качества экономического управления, развития взаимоотношений с Китаем и роста ИТ-сектора. Полагаем, что спреды еврооблигаций страны, чей совокупный объем составляет $2 млрд, имеют все шансы продолжить сужаться в текущем году.

Нужно отметить, что 90% госдолга страны номинировано в иностранной валюте, в том числе еврооблигации на сумму $2 млрд, так что кредитная устойчивость будет очень сильно зависеть от динамики обменного курса.

В 2018 году на долю России пришлось около 40% экспорта Беларуси. Россия обеспечила республике и около 40% прямых иностранных инвестиций. Беларусь также получает финансовую поддержку России: в 2019 году было подписано кредитное соглашение на сумму $ 600 млн для обслуживания белорусского долга. Такие тесные связи предполагают не только выигрыши, но и риски. Если экономический рост в России замедлится (в силу падения цен на сырье или новых санкций), это опосредованно будет влиять на рост белорусской экономики.

Мы полагаем, что размещения новых выпусков еврооблигаций Беларуси в 2019 году ожидать не стоит, и считаем, что страна выйдет на рынок с новым выпуском только в 2020 году.

ЕВРООБЛИГАЦИИ ГРУЗИИ

Грузия отлично справляется с проведением реформ и улучшением бюджетной дисциплины. Сильный банковский сектор, постоянное взаимодействие с МВФ и развитие туризма поддерживают кредитную историю Грузии. Кроме того, «долговая амнистия», профинансированная фондом Бидзина Иванишвили, в рамках которой были списаны долги более чем 600 тыс. граждан на сумму свыше $1.5 млрд, должна также поддержать внутренний потребительский спрос в течение следующих двух лет. По нашим прогнозам, рост ВВП Грузии будет на уровне 4.4% и 4.7% в 2019-м и 2020 годах.

ЕВРООБЛИГАЦИИ УЗБЕКИСТАНА

Мы считаем, что Узбекистан может стать лучшим примером трансформации среди стран СНГ на протяжении следующего десятилетия, в чем-то сопоставимым с успехом, которого добилась Грузия в 2000-х годах.

Еврооблигации страны, пожалуй, наиболее сопоставимы с Азербайджаном, Арменией и Грузией и в меньшей степени с Беларусью. Узбекистан выделяется из этого списка большим объемом ликвидных активов, а значит, сейчас стране не нужны деньги, чтобы выпускать для этого еврооблигации.

> ГЛАВНЫМ СТИМУЛОМ СПРОСА НА СУВЕРЕННЫЕ БУМАГИ СТРАН СНГ СТАЛО СМЯГЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ФРС

Размещение дебютного выпуска еврооблигаций — часть плана по налаживанию связей с внешним миром и стимулированию прямых иностранных инвестиций. Выпуск еврооблигаций также призван проложить путь на рынок заемного капитала узбекским корпоративным и квазисуверенным заемщикам.

Мы считаем Узбекистан перспективным регионом и оптимистично настроены относительно преобразований в экономике. Опасения вызывает рост условных обязательств в связи со сложностями, которые испытывают многие госпредприятия, а также тот факт, что доступ к рынку капитала приведет к активным заимствованиям на протяжении следующих пяти лет. Многие эмитенты, разместившие свои дебютные выпуски в 2012 году, выглядели поначалу привлекательными для рынка, однако после ряда размещений, роста внутренних заимствований и привлечение крупных инфраструктурных и коммерческих кредитов, опасения по поводу их кредитной устойчивости резко выросли.

Отметим также, что новый, дебютный выпуск Узбекистана пользовался высоким спросом при размещении, а потому потенциал роста у него сейчас ограничен.

ЕВРООБЛИГАЦИИ РОССИИ

Макроэкономические показатели России, на наш взгляд, достаточно устойчивы. При этом настроения участников рынка в отношении России заметно улучшились в 2019 году, но неопределенность по поводу санкций США сохраняется.

Несмотря на замедление роста ВВП в 1-м квартале (0.5% г/г), наш прогноз по итогам 2019 года составляет 1.2% и ускорение до 2.4% в 2020 году, когда мы рассчитываем увидеть эффект от пенсионной реформы, а также национальных проектов, которые подразумевают значительный объем госинвестиций (25.7 трлн рублей до 2024 года). Признаки восстановления темпов роста мы могли наблюдать уже во 2-м квартале 2019 года: промышленное производство выросло в апреле на 4.6% г/г (самый высокий показатель с мая 2017 года). Мы ожидаем, что инфляция после ускорения в 2019 году на фоне повышения НДС вернется к целевому показателю 4% в 1-м квартале 2020 года.

Бюджетное правило помогает изымать нефтяные сверхдоходы и направлять их в Фонд национального благосостояния, в результате чего резервы превысили внешний долг в конце 2018 года. По состоянию на 1 апреля они оценивались в $487 млрд и $468 млрд соответственно, и мы ожидаем, что этот разрыв только продолжит расти на протяжении оставшейся части года.

Неопределенность вокруг возможных новых санкций в 2019 году сохраняется. Введение ограничений на операции с суверенным долгом может серьезно навредить росту экономики. Но даже в этом случае рецессии не ожидается, хотя рубль и российские активы, безусловно, попадут под удар.

ЕВРООБЛИГАЦИИ КАЗАХСТАНА

19 марта Нурсултан Назарбаев объявил об уходе с поста президента, на котором он пребывал с 1990 года. В результате внеочередных президентских выборов 9 июня президентом избран преемник Назарбаева Касым-Жомарт Токаев; сам Назарбаев возглавит правящую партию и Совет безопасности, а старшая дочь Назарбаева назначена председателем Сената Казахстана.

Мы ожидаем, что рост ВВП по итогам 2019 года составит 2.9% (при цене на нефть $65/барр.). Существует также вероятность снижения процентной ставки. Мы полагаем, что страна сможет поддерживать темпы роста на текущих уровнях, и положительно оцениваем ее макроэкономические показатели.

Несмотря на то что на рынке в обращении находятся еврооблигации на сумму $7.7 млрд (номинированные в долларах и евро), их ликвидность ниже, чем можно было бы ожидать, поскольку локальные инвесторы, в том числе пенсионные фонды, являются крупными держателями облигаций в иностранной валюте.

ЕВРООБЛИГАЦИИ АЗЕРБАЙДЖАНА

После нескольких непростых лет макроэкономические показатели Азербайджана начинают улучшаться. Экономика наконец адаптировалась к новым уровням цен на нефть, и МВФ прогнозирует, что в 2019 году экономика вырастет на 3.4%. Государственные финансы находятся в хорошей форме: профицит бюджета в 2019 году, по оценкам МФВ, составит 4.4% ВВП, а ЗВР и имеющиеся активы обеспечивают хорошую защиту от внешних шоков.

Несмотря на определенные улучшения, структурные сложности сохраняются, в том числе сильная зависимость от экспорта нефти. Большим препятствием для прогресса является отсутствие развитого финансового рынка, но мы видим потенциал для улучшения.

Существовавшие проблемы в банковском секторе были в большей части разрешены. Сейчас его капитализация составляет 15%, а введенное в 2016 году страхование вкладов обеспечивает стабильность и доверие к банковскому сектору. Дедолларизация сектора также продолжается: доля депозитов в валюте снизилась до 64%, кредитов — до 40%. Кредитный портфель, вероятно, продолжит расти на протяжении 2019 года. Но даже после расчистки банковского сектора доля проблемной задолженности остается высокой и составляет около 20%. Мы полагаем, что развитие банковского сектора может сдерживаться нехваткой качественного спроса на кредиты в национальной валюте.

На рынке в обращении находятся еврооблигации Азербайджана на общую сумму $2.8 млрд. На наш взгляд, бумаги имеют очень узкий спред к кривой доходности России и других эмитентов-аналогов.

ЕВРООБЛИГАЦИИ УКРАИНЫ

Наш базовый сценарий для Украины на 2019 год не предусматривает дефолта, несмотря на призывы олигарха Игоря Коломойского (тесно связанного с новым президентом) отказаться от программы МВФ и объявить дефолт по внешнему долгу; президент отверг подобные идеи.

МВФ прогнозирует, что темпы роста ВВП Украины составят 2.7% в 2019 году и 3.0% в 2020 году. Цифры эти не сильно впечатляющие, однако с учетом демографических тенденций (ожидается, что население Украины будет сокращаться на 0.4% ежегодно вплоть до 2050 года) это подразумевает ежегодный рост ВВП на душу населения на 3.7%, что лучше, чем у Азербайджана, Беларуси, Казахстана, России или Таджикистана, но хуже, чем у Армении, Грузии, Молдовы и Узбекистана. Стране необходимо наращивать инвестиции в процентном отношении от ВВП, в особенности в инфраструктуру, а для улучшения долгосрочного роста также требуется проведение земельной реформы.

На рынке находится в обращении четырнадцать выпусков еврооблигаций Украины на общую сумму $21.2 млрд, номинированные в долларах и евро. Это обеспечивает бумагам ликвидность более высокую, чем у любого другого эмитента среди стран СНГ, за исключением России. Риски ухудшения ликвидности, однако, присутствуют, поскольку уже в сентябре 2019 года предстоит погашение выпуска на $661 млн, а в 2020–2021 годах — выпусков еще на $1.4 млрд. При этом доходность по еврооблигациям Украины заметно снизилась в 2019 году с двухзначных уровней в начале года.

ЕВРООБЛИГАЦИИ ТАДЖИКИСТАНА

Мы с осторожностью смотрим на единственный выпуск еврооблигаций Таджикистана ($500 млн, погашение в 2027 году), в основном по той причине, что это единственная страна за пределами Африки, где ВВП на душу населения составляет менее $1000, а доход на душу населения равен всего 8% того же показателя в России.

Экономика в значительной степени опирается на денежные переводы, в частности, из России: общая сумма переводов составляет 40% ВВП Таджикистана. Это означает, что любые изменения в кредитном качестве и экономике России будут неизбежно сказываться на динамике местной валюты и еврооблигаций Таджикистана (погашение в 2027 году), которые демонстрируют высокую чувствительность к движениям рынка.

Для страны характерны определенные кредитные риски. Из общей суммы внешнего долга, которая составляет $2.9 млрд (39% ВВП), примерно 40% приходится на китайский EximBank. Существует давний расчет на то, что валютные доходы от экспорта золота и электроэнергии Рогунской ГЭС помогут стране обслуживать свой внешний долг.

По недавним сведениям, запуск второго агрегата Рогунской ГЭС откладывается. Если проект будет полностью реализован к 2033 году, как запланировано, это обеспечит стране значительный приток валютных доходов и потенциал дальнейшего роста.

Информация, содержащаяся в данной статье, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном сообщении, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является офертой на заключение сделок с финансовыми инструментами.

АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО
КОММЕРЧЕСКАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ
ФПК «ГАРАНТ-ИНВЕСТ»

ИНВЕСТИЦИИ В КОММЕРЧЕСКУЮ НЕДВИЖИМОСТЬ МОСКВЫ

Эмитент: АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант–Инвест» владеет и управляет портфелем коммерческой недвижимости в Москве, осуществляет инвестиционную программу по приобретению торговых объектов и их редевелопменту. Рейтинг BBB+(RU) (АКРА).

Многолетняя стабильность деятельности обеспечивается устойчивым денежным потоком от более чем 430 арендаторов — ведущих зарубежных и российских ритейлеров. Компания демонстрирует постоянный рост, за 7 лет выручка увеличилась в 2,4 раза, стоимость активов в портфеле компании за 15 лет выросла в 20 раз. Посещаемость торговых центров составляет 36,7 млн человек в год.

Облигационный выпуск **4B02–05–71794–H–001P**
2–й уровень листинга, Сектор роста (Московская биржа)
6 млрд руб. — размер выпуска
5 лет — срок обращения
12% годовых — ставка купона
3 месяца — купонный период
Погашение облигаций — частями, ежеквартально, начиная с 05.07.2020

+7 (495) 650–90–03
www.com-real.ru

Не является публичной офертой. Реклама.