Грузия-2020: обзор рынка облигаций

Ана НАЧКЕБИЯ
старший аналитик,
Galt & Taggart

Прошлый год ознаменовался резкими перепадами на финансовых рынках. Беспрецедентные экономические потрясения, вызванные пандемией COVID-19, ухудшили настроения участников рынка, что привело к массовой распродаже инструментов, поскольку инвесторы предпочитали переходить в надежные активы (казначейские облигации США, золото), одновременно продавая долговые обязательства развивающихся стран. В результате emerging markets испытали самые высокие темпы оттока капитала за всю историю наблюдений: в течение марта — апреля 2020 года отток капитала с развивающихся рынков составил примерно $100 млрд, по данным Института международных финансов. Отток капитала из стран Кавказа и Центральной Азии за тот же период, по расчетам МВФ, составил около $500–600 млн.

15 апреля 2021 года Грузия успешно разместила пятилетние еврооблигации на $500 млн. Купонная ставка по бондам определена на уровне 2.75%

Отток капитала ослабил местные валюты, усугубив кризис. Помимо этого, региональные экономики вынуждены были справляться с собственными национальными вызовами — резким падением цен на нефть для стран — экспортеров энергоносителей, прекращением туризма в Грузии, карабахским конфликтом, затрагивающим Армению и Азербайджан, массовыми протестами в Беларуси и нестабильностью в экономике Турции. И это лишь несколько примеров.

Массовая активная продажа, снижение цен на облигации привели к повышению ставок доходности: в марте — апреле 2020 года Украина (B/B3/B), Беларусь (B/B3/B), Грузия (BB/Ba2/BB) и Азербайджан (BB+/Ba2/BB+) имели худшие показатели в регионе. Примечательно, что сначала быстрые и масштабные действия ведущих центральных банков — ФРС и ЕЦБ подняли глобальные фондовые рынки (в частности, акции технологических компаний), а позднее сверхслабая денежно-кредитная политика и обильная ликвидность достигли развивающихся стран, включая страны региона. С летних месяцев прошлого года инвесторы начали покупать региональные еврооблигации, и к концу 2020-го доходность вернулась к уровню, предшествующему пандемии (некоторые изменения наблюдались лишь во время чрезвычайных событий в отдельных странах, а именно карабахского конфликта в сентябре, встряски в экономическом блоке Турции в августе и так далее).

ГРУЗИНСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Суверенные еврооблигации Грузии отражали рыночные тенденции: доходность резко выросла на 470 б. п., до 6.8%, к середине марта 2020 года и оказалась хуже, чем

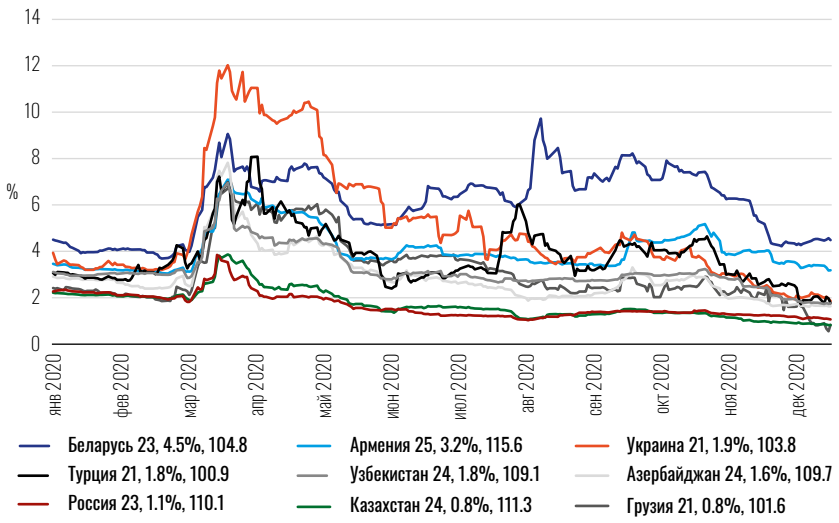

Рисунок 1
Доходность к погашению отдельных суверенных еврооблигаций

Источник: Bloomberg

В среднесрочной перспективе на международные рынки долговых инструментов будут выходить две грузинские корпорации — Грузинская железная дорога и Silknet

у конкурентов, из-за высокой зависимости от туризма. В связи с улучшением настроений в отношении рисков в летние месяцы доходность GEORGIA 21 начала снижаться, а спреды по сравнению со странами региона стали более узкими. К концу 2020 года средняя доходность GEORGIA 21 упала примерно до 0.8% с учетом близкого срока погашения еврооблигаций.

15 апреля 2021 года Грузия успешно разместила пятилетние еврооблигации на $500 млн. Купонная ставка по бондам определена на уровне 2.75%. Еврооблигации были встречены большим спросом со стороны инвесторов, объем заявок достиг $2 млрд. После формирования книги заявок доходность была определена на уровне 2.875%, что означает разницу примерно в 207 б. п. по сравнению с сопоставимыми казначейскими бумагами США и демонстрирует значительное улучшение кредитного риска. Сделка знаменует собой несколько важных для страны событий, а именно:

- обеспечение финансирования по самой низкой купонной ставке и доходности в истории Грузии;
- самую низкую доходность и ставку купона в долларах США для суверенного государства из региона СНГ.

Помимо суверена на международных рынках облигаций представлены несколько других эмитентов из Грузии, в частности два квазигосударственных предприятия — Грузинская железная дорога и Грузинская нефтегазовая корпорация. Последняя рефинансировала свои еврооблигации с помощью кредита ЕБРР. Кроме того, на рынке представлены два грузинских банка, котирующихся на лондонской бирже, — Банк Грузии (Bank of Georgia) и TBC Bank (с бессрочными нотами в обращении, помимо еврооблигаций). В обращении находятся также бонды двух корпораций (Georgia Capital и Silknet). В 2020 году к этому списку с первым в истории Грузии выпуском «зеленых» облигаций добавилась компания Georgian Global Utilities (GGU), дочерняя структура Georgia Capital. Компания специализируется на водоснабжении и возобновляемых источниках энергии в Грузии. Она разместила 5-летние еврооблигаций на $250 млн по ставке 7.75% (CGEOLN 25). С момента размещения в июле 2020 года доходность CGEOLN 25 оставалась относительно стабильной, облигации торгуются на уровне 7.5% с фиксированными спредами по отношению к бумагам материнской компании (GEOCAP 24).

Мы видим, что в среднесрочной перспективе на международные рынки долговых инструментов будут выходить две грузинские корпорации — Грузинская железная дорога и Silknet.

Еврооблигации Грузинской железной дороги на сумму $500 млн подлежат погашению в июле 2022 года. Компания активно работает с международными финансовыми институтами и инвестиционными банками для обеспечения финансирования. После вспышки пандемии доходность GRAIL подскочила до 7.9% годовых к концу марта 2020 года, в то время как спреды относительно облигаций других региональных железнодорожных компаний расширились (за исключением Украинской железной дороги). В связи с улучшением настроений инвесторов в летние месяцы 2020 года доходность GRAIL начала снижаться, и к концу 2020 года GRAIL торговались на уровне, предшествующем пандемии, — 3.1% годовых и 106.7% от номинала, в то время как спреды по сравнению с облигациями компаний-аналогов сузились (спред

по облигациям РЖД остается немного выше уровня до пандемии).

Корпорация Silknet, ведущий оператор связи в Грузии, в апреле 2019 года вышла на международные рынки долговых инструментов и разместила 5-летние еврооблигации на сумму $200 млн по ставке 11% для финансирования приобретения компании Geocell (на тот момент крупнейшего оператора мобильной связи). С момента выпуска еврооблигации Silknet показали хорошие результаты: доходность упала до 7.7% к концу 2019 года. Однако после вспышки COVID-19 облигации Silknet показали худшие результаты среди корпоративных еврооблигаций Грузии: к концу марта 2020 года ставка доходности подскочила до 16% (цена упала до 86% от номинала). Кроме того, в марте — апреле расширились спреды по облигациям сопоставимых операторов связи в регионе. Например, спред по VEON почти удвоился и подскочил до 1000 б. п. в марте — апреле, спреды по облигациям сопоставимых турецких и украинских операторов также увеличились до 700 и 590 б. п. соответственно. Позже, с улучшением настроений инвесторов, ставка доходности SILKNET 24 начала снижаться, опустившись к концу 2020 года до уровня 7.7%, как и до пандемии. Улучшение продолжилось в I квартале 2021 года: к 21 марта ставка доходности снизилась до 7.3%, то есть до уровня, предшествующего пандемии COVID. Примечательно, что доходность к оферте call по облигациям Silknet (доход, который получает держатель облигации, если облигация удерживается до наступления первого срока погашения) ниже, чем доходность к погашению, что указывает на повышенную вероятность оферты call по еврооблигациям (облигации могут быть отозваны в период со 2 апреля 2022–2023 годов по ставке 105.5% от номинала).

ОБЛИГАЦИИ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ

В Грузии рынок суверенных облигаций в национальной валюте остается небольшим и не имеет ликвидности по сравнению с более развитыми аналогами. Доходность местных государственных облигаций Грузии четко следует за ключевой ставкой, которая с августа 2020 года составляет 8% (Национальный банк Грузии повысил ключевую ставку на 50 б. п. в марте 2021 года). Банки остаются крупнейшими держателями местных государственных облигаций Грузии, на их долю приходится 71% всех авуаров, нерезиденты держат около 11% всех государственных облигаций, находящихся в обращении. Стоит отметить, что в марте 2020 года доля нерезидентов упала с 16 до 13% и с тех пор составляла в среднем 11%, однако в номинальном выражении авуары нерезидентов с мая продолжали расти с 547.8 млн до 657.6 млн лари к концу 2020 года. Учитывая усиление инфляционного давления в Грузии и ожидаемое ужесточение денежно-кредитной политики, грузинские государственные облигации сохранят привлекательность для инвесторов.

В рамках стратегии Грузии по управлению государственным долгом правительство планирует уделять больше внимания развитию местных рынков капитала, что влечет за собой повышение ликвидности, прозрачности и предсказуемости рынка. Кроме того, правительство планирует увеличить долю внутреннего долга в среднесрочной перспективе, чтобы снизить уровень долларизации экономики. В этой связи следует отметить, что в 2019 году в Грузии была внедрена система пенсионного обеспечения второго уровня, объем которой достиг примерно 1.2 млрд лари к концу января 2021 года. Ожидается, что это окажет благоприятное влияние на развитие местных рынков капитала.

Локальный рынок корпоративных облигаций Грузии по-прежнему невелик. С 2014 года, после введения различных стимулов со стороны Национального банка Грузии (право на сделки РЕПО, налоговые льготы), количество корпоративных эмитентов на местных долговых рынках выросло. К концу 2020 года на местном рынке корпоративных облигаций насчитывалось около 18 уникальных эмитентов, в основном из сектора недвижимости и финансового сектора.

2020 год был отмечен незначительной активностью на рынке корпоративных облигаций Грузии. В течение года на локальном рынке было размещено три выпуска:

- в марте TBC Leasing привлекла 54 млн лари с помощью облигаций со сроком погашения 3 года и плавающим купоном в размере индекса TIBR 3M + 3.25% (что соответствует примерно 11.35% в лари на январь 2020 года);
- в августе Грузинская лизинговая компания (Georgian Leasing Company) пролонгировала свою кредитную линию на $10 млн (ставка купона — 7%), выпустив новую 2-летнюю облигацию под 7.5% годовых;
- в декабре одна из крупнейших компаний по производству вина и алкогольных напитков в Грузии, Kakhetian Traditional Winemaking (KTW), осуществила размещение облигаций на сумму $10 млн. Облигация имеет процентную ставку в размере 9% и срок погашения 2 года.

В Грузии рынок суверенных облигаций в национальной валюте остается небольшим и не имеет ликвидности по сравнению с более развитыми аналогами