Фондовый рынок Армении: развитие вопреки

Владислав ИВАНОВ,
специалист отдела долговых рынков России и стран СНГ, Cbonds

За последние два года Армения пережила немало потрясений в основном политического характера, что не могло не сказаться на ее экономике и финансовом рынке. Однако, несмотря на конфликт с Азербайджаном и антиправительственные протесты, Армения сумела продемонстрировать существенный рост экономики и кратный прирост некоторых показателей финансового рынка, таких как внешнеторговый оборот и объем рынка облигаций.

Рост экономики страны превзошел прогнозы экспертов из Fitch и S&P и составил 7.8 % как по итогам 2023-го, так и 2024 года, что стало рекордным показателем среди стран ЕАЭС

КРАТКИЙ ОБЗОР ТЕКУЩЕГО МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПОЛОЖЕНИЯ И ФОНДОВОГО РЫНКА СТРАНЫ

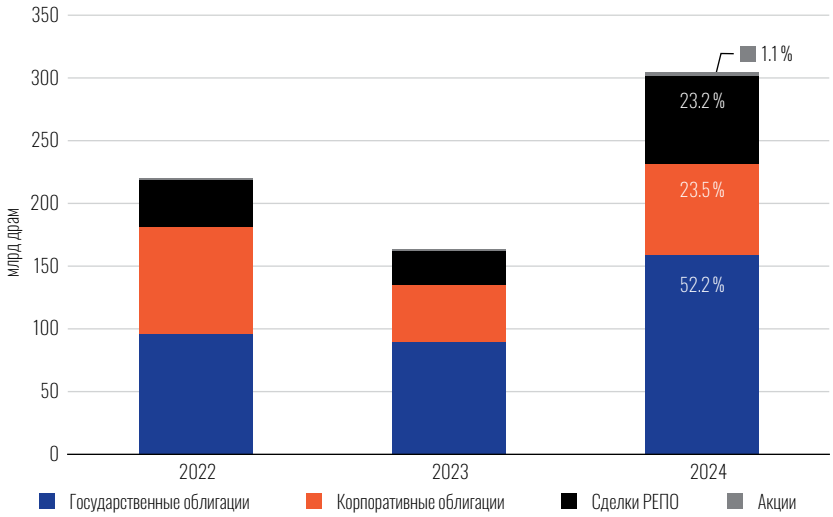
Летом 2023 года сразу два рейтинговых агентства — Fitch и S&P — повысили кредитный рейтинг Армении до уровня BB– со стабильным прогнозом, аргументируя свое решение примерно одинаково: экономика Армении смогла извлечь выгоды из импульса 2022 года, когда в стране был зафиксирован рекордный приток капитала и трудовых ресурсов из России. Отмечался рост числа рабочих мест и производительности труда, который сохраняется до сих пор, несмотря существенное снижение влияния миграции и притока российского капитала. Также в докладах агентств было отмечено позитивное влияние монетарной и фискальной политик, немалую роль сыграл рост реэкспорта в Россию, отраженный в кратном увеличении внешнеторгового оборота страны с $5.4 млрд в 2022 году до $8.4 млрд в 2023 году и рекордных $13.1 млрд в 2024 году (прирост в 2.5 раза за 2 года).

При этом оба агентства отмечают политические риски, связанные с конфликтом с Азербайджаном в Нагорном Карабахе и внутренними протестами на этом фоне, но считают, что влияние этих факторов не будет всеобъемлющим и длительным, а позитивные факторы будут преобладать.

Рост экономики страны превзошел прогнозы экспертов из Fitch и S&P и составил 7.8 % как по итогам 2023-го, так и 2024 года, что стало рекордным показателем среди стран ЕАЭС. В Кавказском регионе Армению по этому показателю обогнала лишь Грузия. При этом в стране устойчиво снижается инфляция, а вслед за ней Центральный банк Армении активно снижает ставку рефинансирования. С июня 2023-го по конец 2024 года ставка рефинансирования снижалась 13 раз и достигла уровня 7 % годовых при инфляции в 1.5 % по итогам 2024 года.

Рисунок 1
Объем торгов на AMX
по типам инструментов

Источник: Cbonds



На 2025 год прогнозируется снижение темпов роста экономики до 5–5.5 %, что соответствует внутренним возможностям страны, без учета внешнего спроса и капитала. Именно такой сценарий правительство и Центральный банк рассматривают как базовый. При этом зависимость от внешней торговли будет нарастать, а политическая напряженность в регионе продолжает создавать риски и может напугать некоторых иностранных инвесторов.

Фондовый рынок Армении также развивался ускоренными темпами за последние годы. В настоящий момент единственным оператором регулируемого рынка ценных бумаг Армении является Армянская фондовая биржа (AMX). На AMX осуществляются торги акциями, облигациями и еврооблигациями армянских эмитентов. Также на бирже осуществляются сделки с валютой и операции РЕПО. Контрольный пакет акций биржи (65 %) принадлежит Варшавской ФБ. В марте 2023 года AMX запустила для участников финансового рынка новую торговую площадку AMXTrader, которая предоставляет им возможность развивать и внедрять новые виды биржевых продуктов и инструментов. Платформа открыла физлицам доступ к транзакциям на первичном и вторичном рынках непосредственно на площадках биржи.

Расширяется также и внешнее сотрудничество Армении в сфере ценных бумаг. В 2023 году правительством Армении было согласовано и подписано соглашение о трансграничном доступе к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах — членах Евразийского экономического союза. С подписанием этого соглашения у армянских эмитентов появится возможность размещать и выпускать в обращение высоконадежные корпоративные ценные бумаги на любой из фондовых бирж союза. Другим примером международной интеграции стал допуск брокера Invia Investments к Казахстанской площадке ITS первым из зарубежных участников.

В настоящее время основу рынка ценных бумаг Армении составляют облигации. Они стабильно занимают большую долю объема торгов. За 2024 год на сделки с государственными и корпоративными облигациями в сумме пришлось порядка 75 % от общего объема торгов. Также порядка 23 % занимают сделки РЕПО, и всего 1.1 % составила доля торгов акциями. При этом совокупный объем торгов по сравнению с 2022-м увеличился в 2024 году на 40 % и составил порядка 306 млрд драмов (около $ 770 млн) (Рисунок 1).

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Облигации Министерства финансов Армении занимают на фондовом рынке страны ключевое место. По состоянию на конец 2024 года доля государственных облигаций в общем объеме долгового рынка составляла порядка 79 % (для сравнения в России этот показатель был равен 42 %).

Правительство Армении продолжает следовать политике увеличения доли внутренних заимствований путем активного привлечения государственных облигаций на внутреннем рынке страны в национальной валюте и сокращения объемов внешних заимствований.

По состоянию на 31.12.2024 в обращении находился 31 выпуск государственных облигаций на общую сумму порядка 2.26 трлн драмов (около $5.7 млрд) с датой погашения в широком диапазоне от 2025 до 2052 года.

Текущая доходность по этим бумагам находится в диапазоне от 9.2 до 10.3 %, кривая доходности имеет нормальный вид с ростом доходности на длинном участке кривой (Рисунок 2).

В настоящее время основу рынка ценных бумаг Армении составляют облигации

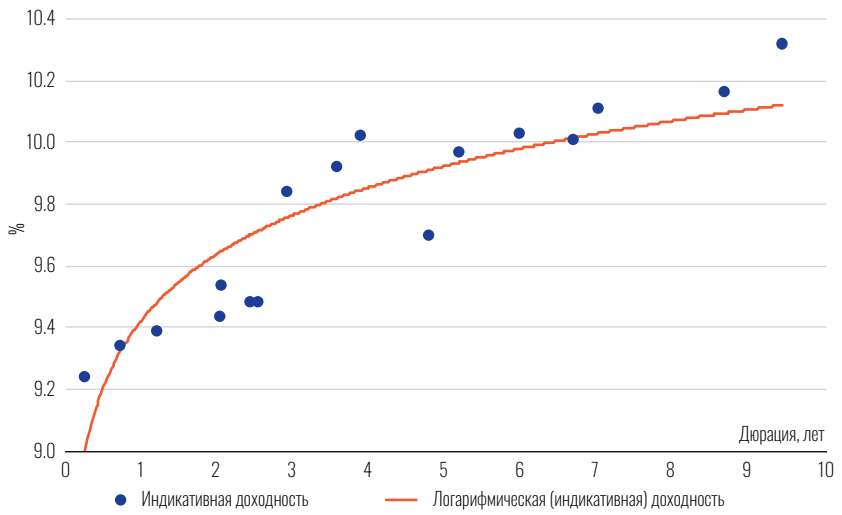


Рисунок 2
Карта доходности государственных облигаций Армении (логарифмическая кривая)

Источник: Cbonds

Всего в 2024 году правительство Армении провело 74 аукциона, на которых было размещено облигаций номиналом порядка 600 млрд драмов. Спрос со стороны инвесторов практически на 50% превысил предложение и составил более 1 трлн драмов, что свидетельствует о высоком уровне доверия и привлекательности армянского рынка для инвесторов. Стоимость заимствований в течение года была практически неизменной и составляла около 9.5%. Общий же объем государственных облигаций в обращении за 2 года вырос практически на 50%, с $3.85 млрд до $5.72 млрд (Рисунок 3).

Также в декабре 2024 года был проведен первый аукцион замены (switch auction), предполагающий размещение нового выпуска облигаций с одновременным частичным выкупом более старого выпуска на ту же сумму. В рамках первого подобного аукциона были выкуплены облигации, выпущенные в 2023 году, на сумму 5 млрд драмов.

Данный механизм, по словам представителей биржи, призван вывести из обращения неликвидные облигации и повысить привлекательность рынка для потенциальных инвесторов, предлагая им различные гибкие механизмы управления ценными бумагами.

В части политики управления внешним долгом Армения продолжает последовательно придерживаться стратегии сокращения его доли. В 2025 году был погашен один из трех выпусков еврооблигаций на сумму $500 млн, и сейчас в обращении осталось два выпуска с погашением в 2029 и 2031 годах общим объемом $1.25 млрд. Доходность по обоим выпускам находится в диапазоне 7.1–7.3%.

Такая политика позволяет достичь сразу несколько целей: рост общего уровня заимствований для покрытия бюджетных дефицитов и осуществления внутренних проектов и сокращение доли внешнего долга для минимизации валютного и прочих внешних рисков. По последним данным, 52% долга составляет внутренний долг и 48% — внешний (в конце 2022 года эти

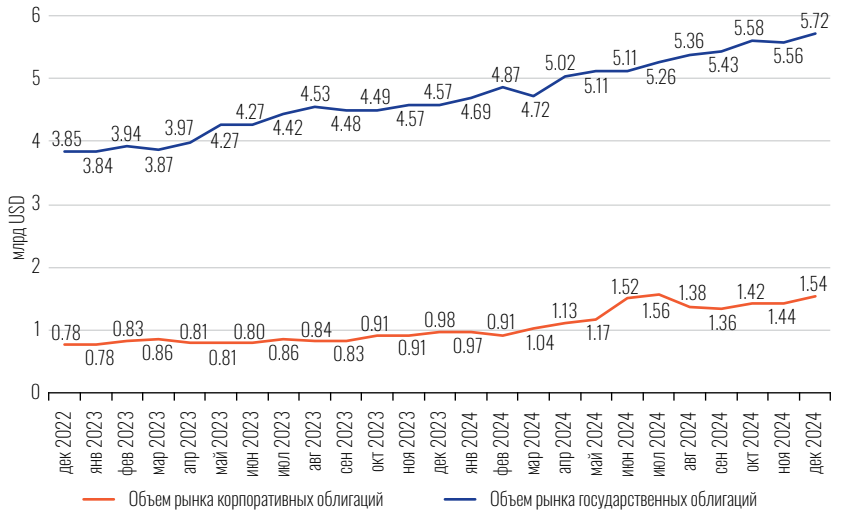


Рисунок 3
Объем рынка государственных и корпоративных облигаций Армении, млрд USD

Источник: Cbonds

показатели составляли 40 и 60 % соответственно).

При этом устойчивый рост ВВП позволяет наращивать объем заимствований в пределах законодательного ограничения госдолга в 60 % от ВВП. По итогам 2024 года этот показатель сформировался в пределах 50 %.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На рынке корпоративного долга наблюдаются те же тенденции, что и на рынке государственных облигаций: общий объем рынка растет, расширяются возможности для выхода компаний на рынок, но при этом сокращается доля внешних заимствований.

По итогам 2024 года в обращении на AMX находилось 156 выпусков облигаций 21 эмитента общим объемом порядка $1.5 млрд. Примечательно, что более половины (52 %) всех выпусков, а именно 81 ед., были номинированы в долларах США, а 67 выпусков или около 43 % — в армянских драмах. 8 выпусков было представлено в евро.

Основными эмитентами на рынке являются компании финансового сектора страны. На долю банков и микрофинансовых компаний приходится более 80 % от числа выпусков и порядка 74 % от объема рынка. Также крупным игроком на облигационном рынке являются Электрические сети Армении.

За 2 года темп прироста объема рынка был выше, чем у государственных облигаций, — рынок вырос практически в 2 раза, с $0.78 млрд до $1.54 млрд, причем основной рост пришелся на 2024 год. Несмотря на это, доля корпоративного сектора всё так же остается небольшой и едва превышает 20 % (Рисунок 3).

Правительство Армении, однако, не оставило без внимания этот сегмент и стремится развивать рынок корпоративных облигаций. Одной из мер помощи частному бизнесу является программа поддержки предприятий, намеренных выйти на рынок публичного долга с выпуском облигаций, номинированных в национальной валюте, реализуемая совместно с ЕБРР. Данная программа была запущена в декабре 2024 года и еще не успела отразиться на фактических объемах рынка, однако положительный опыт реализации программы в Грузии позволяет с оптимизмом смотреть на перспективы развития этого сегмента рынка.

Для эмитентов облигаций (и акций), номинированных в армянских драмах, со сроком обращения не менее 36 месяцев предусмотрены субсидии для покрытия расходов, связанных с получением рейтинга от международного агентства, листингом на бирже и обращением облигаций в течение первых трех лет.

Развивается также и рынок ESG-облигаций, хотя и на примере единичных кейсов. Так, летом 2024 года состоялось размещение зеленых облигаций Электрических сетей Армении на сумму $30 млн. Привлеченные средства планировалось направить на развитие в стране возобновляемых источников энергии.

Другим примером успешного кейса ESG-облигаций стало размещение трех выпусков облигаций устойчивого развития Telecom Armenia в декабре 2024 года. Общий объем выпусков составил порядка $75 млн, а якорным инвестором выступила IFC. Средства, привлеченные в рамках этих выпусков, будут направлены на расширение сетей связи и развитие инфраструктуры станций зарядки электромобилей Team Energy.

Рынок корпоративных еврооблигаций по состоянию на конец 2024 года был представлен одним выпуском Ардшинбанка на сумму $300 млн, который был погашен в январе 2025 года.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Экономика Армении сумела извлечь долгосрочные преимущества из кризиса 2022 года и сейчас показывает одни из лучших темпов роста ВВП в регионе и лучшие среди стран ЕАЭС. В дальнейшем стране прогнозируют замедление темпов роста экономики и развитие в основном за счет внутреннего спроса и собственных ресурсов.

Трудная политическая ситуация последних лет не оказала существенного влияния на макроэкономику и фондовый рынок страны, и летом 2023 года Армения повысила свой кредитный рейтинг, чем доказала привлекательность экономики как для внутренних инвесторов, так и для внешнего наблюдателя.

В сфере рынка государственных ценных бумаг правительство продолжает придерживаться курса на сокращение влияния внешних факторов путем наращивания доли внутренних заимствований и стимулирования рынка капитала, оставаясь при этом в рамках законодательного ограничения госдолга в размере 60 % от ВВП.

Корпоративный рынок хоть и показывает опережающие темпы роста, до сих пор занимает небольшую часть облигационного рынка страны. Внедряемые правительством совместно с международными институтами программы призваны улучшить ситуацию и подтолкнуть компании к выходу на публичный рынок.

Рынок корпоративных еврооблигаций по состоянию на конец 2024 года был представлен одним выпуском Ардшинбанка на сумму $300 млн, который был погашен в январе 2025 года