



Роланд ВИЗНЕР,

советник инвестиционного комитета, Metatron Capital SICAV

КОГДА Я УПОМИНАЮ В ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ КРУГАХ О ТОМ, ЧТО МЫ ИНВЕСТИРУЕМ В АРМЕНИЮ, НА МЕНЯ, КАК ПРАВИЛО, СМОТРЯТ С НЕДОУМЕНИЕМ: «ЗАЧЕМ? ТАМ ЖЕ НЕЧЕГО ДЕЛАТЬ». ТАКОВА ТИПИЧНАЯ РЕАКЦИЯ. И ВСЕ ЖЕ ЭТО НЕ ТАК, ЕСЛИ ВЫ ТЕРПЕЛИВЫЙ ИНВЕСТОР.

Армения: в стороне от проторенных инвесторами троп

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Инвестиции в Армению в основном ограничены вложениями во внутренние гособлигации, номинированные в национальной валюте, а значит, стоит подробно рассмотреть макроэкономические показатели страны. В зоне внимания окажутся следующие ключевые параметры: инфляция, счет текущих операций и денежные переводы, динамика реального курса драма и резервы центрального банка.

Рост ВВП страны, по предварительным подсчетам, ускорился в 2011 году до 4.5% по сравнению с более низкими темпами 2010 года, составившими 2.1%. С точки зрения предложения самый значительный вклад в данный показатель внесли промышленность (за исключением строительства, по данным Национальной статистической службы Республики Армения) и сельское хозяйство. Рост промышленности превысил 12%, в основном благодаря добывающим и пищевым отраслям. Рост сельского хозяйства также составил более 12%, что стало существенным результатом после сокращения данного показателя более

чем на 15% в 2010 году. Со стороны спроса чистый экспорт увеличился на 17%, в то время как потребление в частном секторе выросло лишь на 3.6%, по оценке Центрального банка Армении.

Что касается инфляции, для инвесторов во внутренние облигации здесь складывается максимально благоприятная картина. Индекс потребительских цен Армении достиг пика в феврале и марте 2011 года, превысив 11%, чему способствовал мировой рост цен на продукты питания и засушливые погодные условия в регионе. Учитывая то, что около 50% корзины ИПЦ приходится на продукты питания, а пик цен на продовольствие остался позади, ожидалось, что инфляция вернется в рамки целевого диапазона Центрального банка Армении, установленного на уровне 4% плюс-минус 1.5%. В 2011 году среднегодовой показатель инфляции достиг 7.7%, при этом в декабре 2011 года инфляция составила 4.7% в год, а в марте 2012 года данный показатель снизился до 3% в год.

Почему так важен показатель инфляции? Для нас имеет значение реальная

доходность — разница между доходностью государственных облигаций и инфляцией. Летом 2011 года, когда мы впервые задумались о покупке местных облигаций, инфляция была двузначной, а купон по гособлигациям со сроком обращения 2.5 года составлял 13.25%. Это уже дало нам около 200–300 б.п. реальной доходности при прогнозируемом сокращении инфляции и дальнейшем увеличении реальной доходности. Сегодня, когда доходность двухлетних облигаций по-прежнему превышает 13%, а инфляция сократилась до 3%, вы получаете реальную доходность на уровне 10% (на конец апреля). Довольно впечатляющий показатель: вы не найдете такого в большинстве стран, в которые можно инвестировать, разве что в Сербии. Отсюда следует важный урок: в маленьких экономиках с высокой долей продуктов питания в корзине ИПЦ инфляция нестабильна. Более того, если для экономики также характерна высокая долларизация, изменение инфляции не обязательно вызывает сопоставимое снижение ключевых ставок, а значит, и не приводит к сдвигу кривой доходности вниз. Центральные банки в таких странах могут неохотно снижать ставки пропорционально сокращению инфляции, так как в экономике с высокой степенью долларизации меры денежно-кредитной политики менее эффективны (60% кредитов и 70% депозитов в Армении номинированы в иностранной валюте). Центральный банк Армении за период с февраля по апрель повысил ключевую ставку — ставку рефинансирования — на 125 б.п. с целью ужесточения денежно-кредитной политики в ответ на растущую инфляцию. ЦБА сохранял ее до сентября, когда ставка рефинансирования была снижена на 50 б.п. до 8%. С тех пор она не менялась.

Сейчас ставка, скорее всего, отражает жесткую денежно-кредитную политику. Можно предположить, что, сохраняя положительную разницу между процентными ставками, ЦБА преследует две цели: усиление роли драма в экономике (дедолларизация) и сохранение валютных резервов. По оценке ЦБА, текущий уровень ставки рефинансирования оказывает «нейтральное влияние на инфляцию». Кроме того, по нашему мнению, в будущем более вероятно дальнейшее понижение ставки, а не ее повышение.

По оценке международных финансовых институтов, инфляция сохранится на уровне 4%, при этом я склонен быть осторожным и готов к волатильности. В

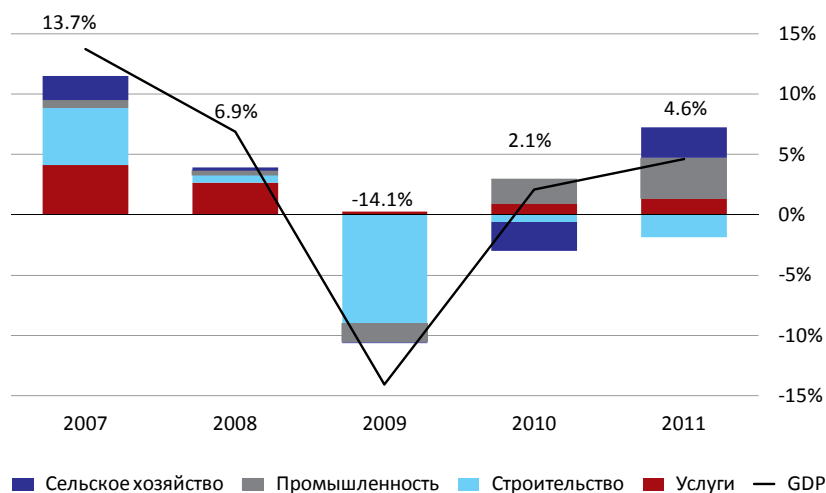
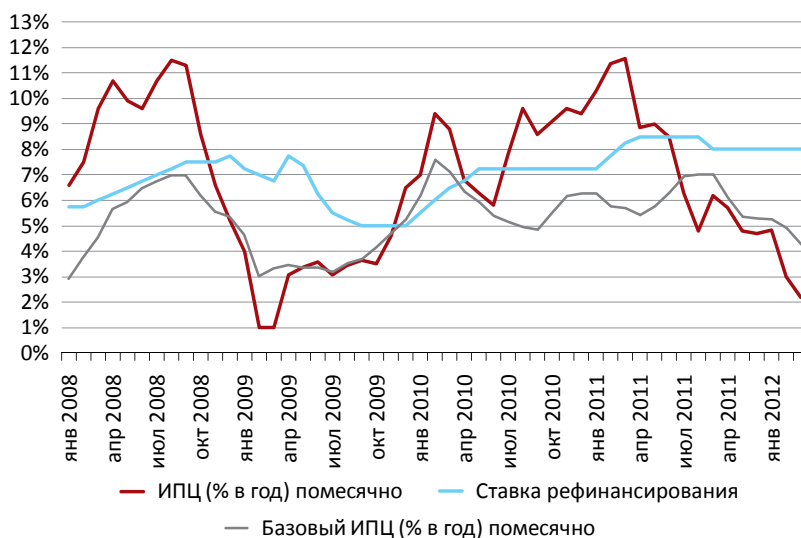


Рисунок 1
Вклад в рост ВВП
(предложение)

любом случае, высокий уровень carry по инвестициям в государственные облигации, номинированные в национальной валюте и предлагающие реальную доходность в 10%, предоставляет инвесторам весьма неплохую подушку безопасности.

Правительство Армении проводило в прошлом году довольно благоразумную налогово-бюджетную политику. В 2011 году дефицит бюджета сократился до 3.3% от ВВП по сравнению с 5% в 2010 году. Соотношение госдолг/ВВП существенно повысилось в 2009 году и продолжало рост в следующем году, в 2011 году оно оценивается на уровне 43%. Национальный закон о госдолге устанавливает потолок в 50% для соотношения госдолг/ВВП. С одной стороны, при росте ВВП примерно на 4% и инфляции на уровне около 4% объем госдолга должен увеличиваться, если правительство Армении продолжит платить двузначный процент по внутренним облигациям. С другой стороны, «дорогой» внутренний долг составляет небольшую часть в

Рисунок 2
ИПЦ, базовый ИПЦ и
ключевая ставка



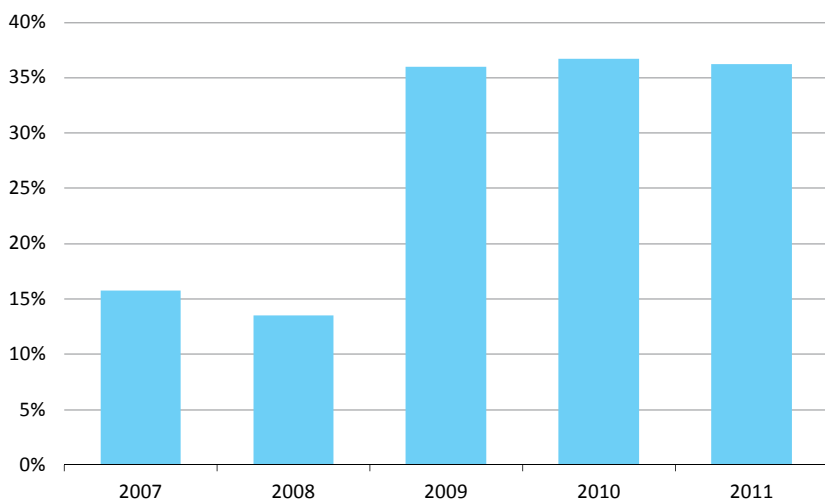


Рисунок 3
Валовой внешний долг / ВВП

объеме госдолга — около 14%. Внешние обязательства, занимающие основную часть в структуре госдолга, как правило, предоставляются Армении международными финансовыми институтами на льготных условиях, что делает обслуживание обязательств приемлемым. В то же время, внешний долг дешев для правительства только в том случае, если национальная валюта стабильна. Не стоит забывать о том, что любое ослабление национальной валюты приведет к увеличению стоимости внешнего долга и соотношения общий долг/ВВП.

При объеме экспорта в \$1.4 млрд и импорта в \$3.5 млрд дисбаланс между экспортом и импортом является ахиллесовой пятой при игре инвестора на валютном курсе. Стоит отметить, что динамика здесь положительная: в прошлом году экспорт вырос на 20%, а импорт — только на 8.8%. Возникающий разрыв закрывают денежные переводы из-за рубежа и прямые иностранные инвестиции. Армяне, работающие за границей, в 2011 году перевели домой \$1.3 млрд (+20%), а объем прямых иностранных инвестиций за 2011 год оценива-

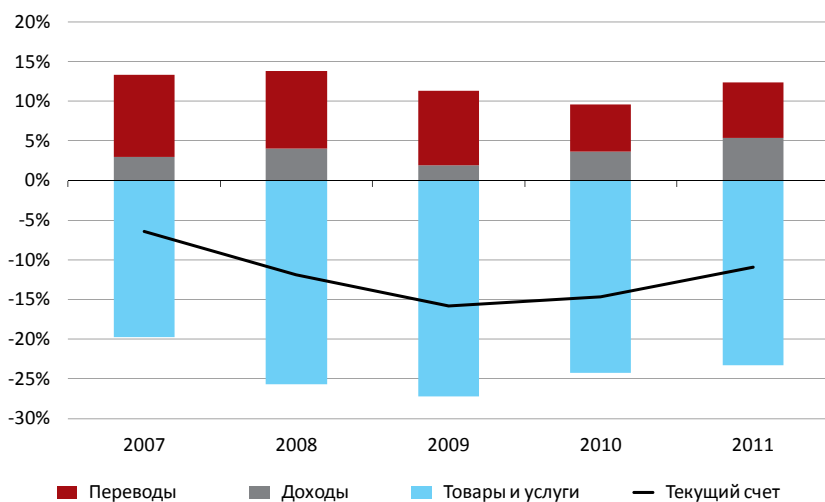
ется в \$650 млн. Так как большая часть переводов поступает из России, равно как и половина прямых иностранных инвестиций, внутренние государственные облигации Армении, номинированные в драмах, косвенно представляют собой ставку на Россию. Если Россия будет демонстрировать позитивную динамику, Армения должна следовать ее примеру, при этом доходности в Армении в два раза выше.

Благодаря номинальному ослаблению курса драма и тому, что инфляция в Армении ниже среднего показателя по странам-партнерам, реальный эффективный курс драма несколько снизился (на 5% в 2011 году по статистике ЦБА). Таким образом, Армения не должна испытывать риски ослабления национальной валюты с точки зрения реального эффективного курса.

Центральный банк Армении декларирует, что контроль над инфляцией является его главной задачей; тем не менее, банк время от времени проводит интервенции на валютном рынке, чтобы сгладить волатильность, а также предоставить валюту или вывести с рынка ее избыток. С начала этого года до середины апреля ЦБА проводил валютные интервенции шесть раз, продав за этот период \$36.7 млн. Таким образом, можно назвать валютный режим драма регулируемым плавающим курсом. Валютные резервы в прошлом году колебались между \$1.6 млрд и \$2 млрд, медленно снижаясь с пикового значения, достигнутого в сентябре, до \$1.65 млрд в марте 2012 года. Если сокращение резервов летом продолжится, это станет предупреждающим сигналом. На данный момент резервы покрывают объем импорта за пять-шесть месяцев, что не дает повода для серьезных опасений. В прошлом году драм номинально обесценился на 6% по отношению к доллару США, что с точки зрения инвесторов сравнимо с carry на уровне 13% и более по инвестициям в локальные облигации. Я полагаю, ЦБА захочет и сможет управлять курсом драма, сохраняя в этом году тенденцию к некоторому его ослаблению в соответствии с инфляцией. Фактором риска для данного сценария является замедление темпов экономического роста в России, что приведет к сокращению объемов денежных переводов в Армению.

Таким образом, потенциальные инвесторы в инструменты, номинированные в драмах, могут сделать следующие выводы: уровень инфляции благоприятен для таких операций; счет текущих опе-

Рисунок 4
Составляющие счета текущих операций



раций является слабым звеном, но он пока сокращается; денежные переводы растут; темпы снижения номинального обменного курса драма должны сохраняться на уровне ниже доходностей по облигациям. Следите за реальным курсом и резервами Центрального банка.

В среднесрочной перспективе для Армении важно продолжать идти по пути реформ. В отчете Всемирного банка Doing Business-2012 Армения значится в первой десятке стран-реформаторов, она поднялась в рейтинге сразу на шесть позиций до 55 места, и это не предел. Стране необходим рост конкуренции и сокращение монополий, снижение роли государства и больше свободы в ведении бизнеса. Выборы 6 мая подскажут будущее направление Армении.

И последний, но не менее важный момент. Государство с таким географическим положением, как Армения, отнюдь не выигрывает от недружественных или враждебных отношении с парой-тройкой своих соседей. Негатив в отношениях с Турцией имеет столетнюю историю, восходящую к геноциду армянского народа, а нерешенный конфликт с Азербайджаном в Нагорном Карабахе также является тлею-



щим очагом напряженности, возникшим 20 лет назад. Со стороны кажется, что перспективы экономической выгоды должны возобладать над старыми обидами, тем не менее, я понимаю и уважаю право нации на самоопределение и национальное достоинство. Армения могла бы стать более процветающей страной при условии продолжения реформ, направленных на улучшение делового климата, а также в случае изменения отношений с соседями. ©

Рисунок 5
Реальный эффективный курс драма, ежемесячно (1.1.2005 = 100)
Рост означает реальное укрепление драма

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info

Информационная услуга Cbonds по рынку облигаций

PROфессиональные возможности рынка облигаций