Евгений КОРОВИН,
руководитель отдела управления бумагами с фиксированной доходностью, управляющий директор, АО «Сбербанк Управление активами»

Лаура ХАЛИТОВА,
старший аналитик, АО «Сбербанк Управление активами»

Валентина ПАТРИКЕЕВА,
младший аналитик, АО «Сбербанк Управление активами»

Михаил КОВАЛЕВ,
помощник трейдера, АО «Сбербанк Управление активами»

Облигации развивающихся рынков: тихая гавань или ловушка для инвесторов?

Российский рынок еврооблигаций продемонстрировал впечатляющий рост с начала 2015 года и более не выглядит откровенно недооцененным. Доходности облигаций существенно снизились, а цены на многие бумаги приблизились к максимумам с 2013 года. Насыщение российского банковского сектора ликвидностью, снижение процентных ставок, а также сдержанный спрос на кредитование со стороны качественных заемщиков привели к существенному снижению депозитных ставок, в том числе и по валютным вкладам, до уровня инфляции в соответствующей валюте и даже ниже.

В данных условиях розничные и состоятельные российские инвесторы, традиционно работающие с инструментами с российским риском, обращают внимание на западные рынки. Высокая волатильность российского рынка в 2014–2015 годах еще раз на практике продемонстрировала важность диверсификации инвестиционных портфелей как по валюте, так и по географии, также способствуя росту интереса российских инвесторов к глобальному рынку облигаций.

Традиционные безрисковые государственные облигации сейчас сложно назвать привлекательными для инвестирования. В целях стимулирования экономической активности регуляторы развитых стран продолжают ультрамягкую денежную политику, удерживая ставки на исторически минимальных (Великобритания) или даже отрицательных (Еврозона, Япония, Швейцария) уровнях. Политика количественного смягчения, применяемая ЕЦБ, Банком Англии и ЦБ Японии для стимулирования экономики, пока не принесла существенных результатов. Это, в совокупности с низкими темпами инфляции, дает основания

полагать, что ставки останутся низкими еще в течение длительного периода времени. Новый раунд смягчения денежной политики со стороны ведущих ЦБ в 2016 году привел к падению доходностей государственных облигаций развитых стран до рекордно низких уровней. В результате объем долга, торгующегося с отрицательной доходностью, превысил $18 трлн[1], напоминая очередной «пузырь». Показателен пример Испании, где доходность пятилетних государственных облигаций за четыре года снизилась с 7.5% до 0.3% годовых при увеличении уровня долга с 68.5% ВВП до 99.2% ВВП[2].

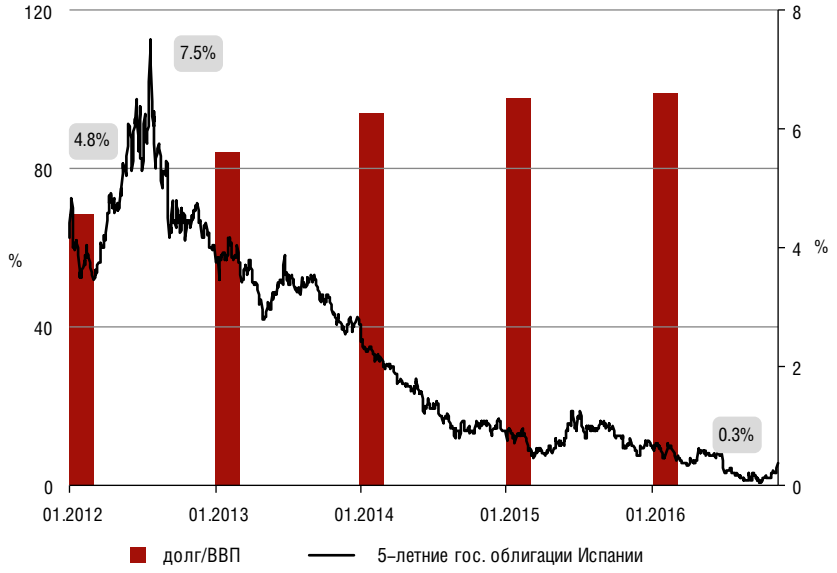
Всплеск волатильности на рынках после выборов президента США стал триггером для назревшей коррекции на глобальном рынке облигаций, но вряд ли приведет к радикальным изменениям текущей парадигмы. В отсутствие устойчивых темпов роста ФРС США вряд ли начнет агрессивно повышать ставку и даже если пойдет по этому пути в 2017 году, то скоро обнаружит, что экономика в рецессии.Это, в свою очередь, потребует разворота денежной политики в сторону смягчения и, возможно, возобновления программы количественного смягчения.

С начала 2016 года развивающиеся рынки стали реципиентом притока дешевой ликвидности и наконец показали опережающую динамику относительно развитых рынков. По данным MIRAE Asset, за десять месяцев 2016 года приток в фонды облигаций развивающихся рынков составил около $36.6 млрд по сравнению с оттоком в размере около $26.4 млрд годом ранее.

Объем рынка облигаций развивающихся стран превышает $3.6 трлн, объем первичных размещений с начала года составил $0.5 трлн[3], что дает широкие возможности для создания диверсифицированного портфеля. Облигации развивающихся рынков предлагают существенную премию к депозитам и инфляции в соответствующих валютах. После опережающего роста российский рынок торгуется с дисконтом по доходности к развивающимся рынкам в целом.

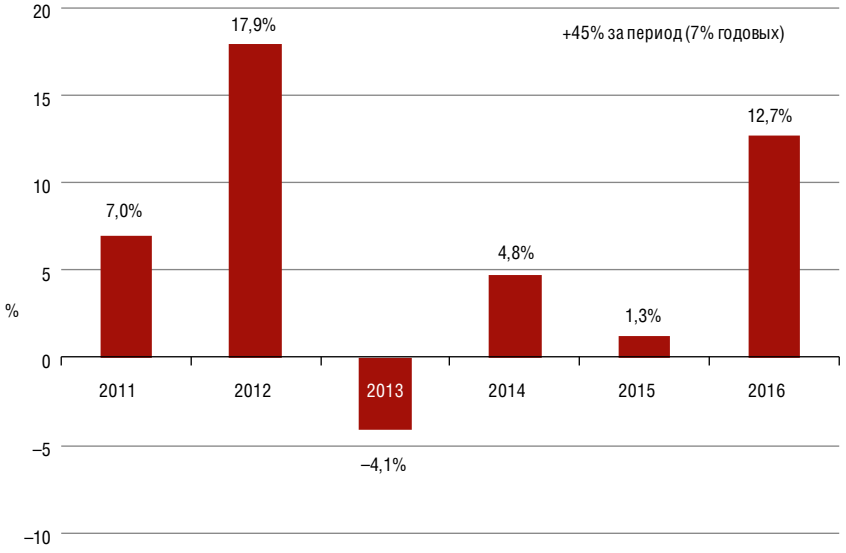
В целом мы разделяем оптимизм инвесторов в отношении развивающихся рынков. Макроэкономическая картина

Рисунок 1. Динамика доходности гос. облигаций и уровня гос. долга Испании



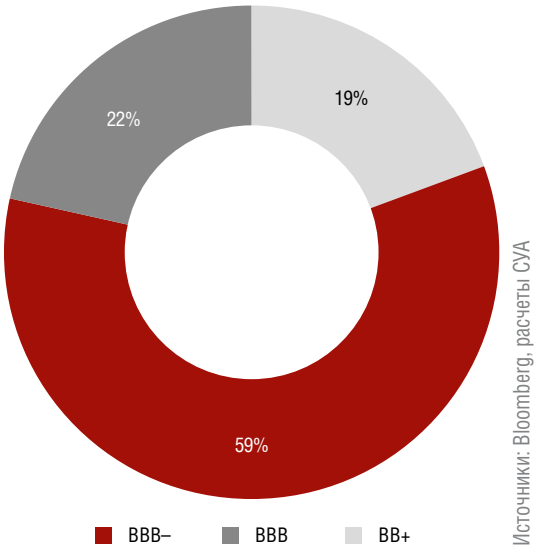
Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Динамика совокупного дохода облигаций развивающихся стран



Источники: Bloomberg, расчеты СУА

Рисунок 3
Структура облигационного рынка развивающихся стран по рейтингам, %



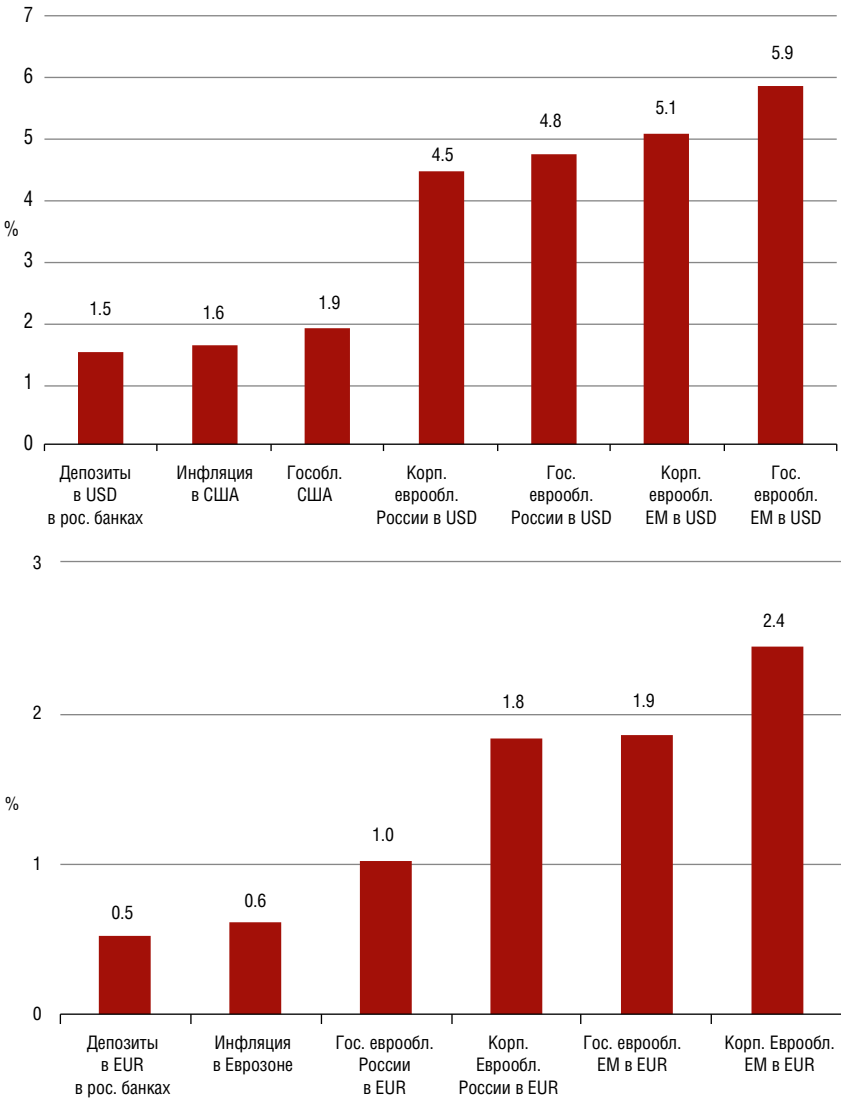
Источники: Bloomberg, расчеты СУА

[1] Источники: Bloomberg, расчеты СУА.

[2] Источник: Bloomberg.

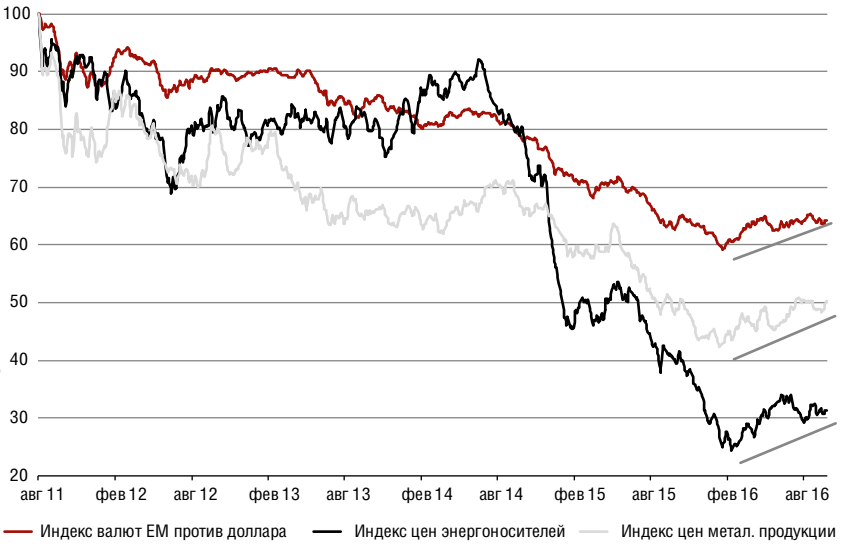
[3] Источники: Bloomberg, расчеты СУА.

Рисунок 4. Сравнение доходности активов развитых и развивающихся рынков



Источники: Bloomberg, расчеты СУА

Рисунок 5. Динамика цен на сырьевые товары



Источник: Bloomberg

выглядит достаточно привлекательно: развивающиеся страны имеют более низкий уровень госдолга по сравнению с развитыми странами, цены на товары сырьевой группы относительно стабилизировались в 2016 году после снижения на протяжении 2011–2015 годов, обесценение валют развивающихся стран позволило снизить затраты и повысить конкурентоспособность экспортеров, повышенные процентные ставки в противовес укреплению доллара привлекают глобальных инвесторов.

Экономический рост в развивающихся странах показывает оживление, и ожидаемые темпы роста ВВП развивающихся стран выше, чем развитых стран и России, чему способствуют прошедшая девальвация и приток иностранного капитала.

Политические риски на развивающихся рынках остаются одним из факторов, обуславливающих повышенную премию за риск. Тем не менее не стоит их переоценивать, поскольку многие юрисдикции (например, Бразилия, Турция) уже прошли или проходят через серьезные политические и/или геополитические кризисы, которые заложены в текущие котировки, что создает привлекательные возможности для покупки. Высокая диверсификация портфеля по географической структуре также позволяет существенно снизить риски по портфелю в целом.

В сценарии развития текущей коррекции на глобальном долговом рынке облигации развивающихся стран в меньшей степени чувствительны к динамике процентных ставок в развитых странах. Если экспансивная бюджетная политика США приведет к существенному ускорению инфляции, это будет способствовать росту цен на сырьевые товары и сужению премии за риск развивающихся рынков, тем более что на большинстве рынков ситуация выглядит более комфортной, чем в начале «паники сокращения QE» (taper tantrum) в 2013 году.

Отметим, что в погоне за доходностью на растущем рынке инвесторы снижали требования к риску покупаемых инструментов, а также, инвестируя через ETF (биржевые инвестиционные фонды), становились обладателями облигаций, риски которых не до конца понимали (в том числе глубоко субординированных банковских облигаций, бумаг эмитентов третьего эшелона и т.п.) Последние эпизоды с суверенными

облигациями Мозамбика и бессрочными облигациями Standard Chartered хорошо иллюстрируют данные риски.

Поэтому при выборе между нулевыми ставками «защитных» гособлигаций, высоким кредитным риском и/или высоким рыночным риском длинной дюрации необходимо придерживаться принципа золотой середины.

Для частного инвестора вложение средств на глобальных рынках сопряжено с рядом трудностей, таких как отсутствие детального знания рынков, недостаточная прозрачность и ликвидность рынка, более объемные минимальные лоты по сделкам с бумагами, трудоемкость кредитного анализа эмитентов и прочее.

Избежать этих трудностей позволяет обновленная валютная линейка облигационных продуктов АО «Сбербанк Управление Активами», включая ОПИФ «Сбербанк — Глобальный долговой рынок» с новой активной стратегией, и продукт «Валютный доход», включающий разнообразные стратегии доверительного управления, ориентированные на российский и развивающиеся рынки, в иностранных валютах[1].

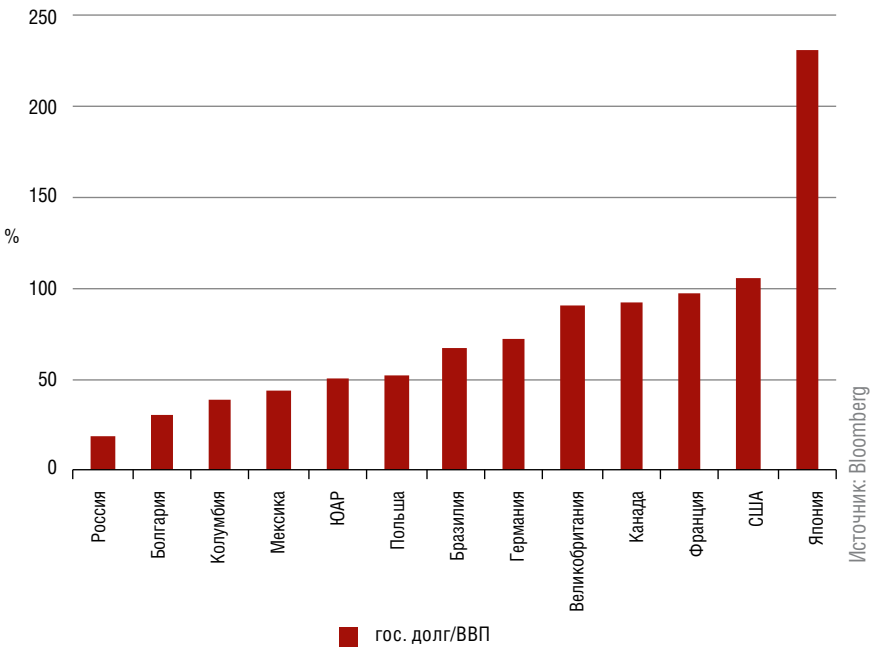
Выпуски облигаций добавляются в портфель после тщательного анализа. Эмитенты ценных бумаг должны соответствовать следующим критериям:

- умеренный или низкий суверенный кредитный риск;
- кредитные рейтинги эмитента от международных рейтинговых агентств не ниже уровня BB-/Ba3;
- фокус на реальные сектора экономики, устойчивая бизнес-модель;
- устойчивая структура акционеров и фактор господдержки.
- рост выручки и повышение рентабельности деятельности;
- положительный чистый денежный поток;
- умеренная долговая нагрузка, не превышающая целевого ориентира (чистый долг/EBITDA = 3.0).

При этом выпуски облигаций должны удовлетворять следующим параметрам: объем выпуска $200-300 млн, старшие выпуски, комфортная структура долга, обороты торгов по бумаге и спреды между котировками на покупку и продажу, позволяющие максимально эффективно осуществлять сделки.

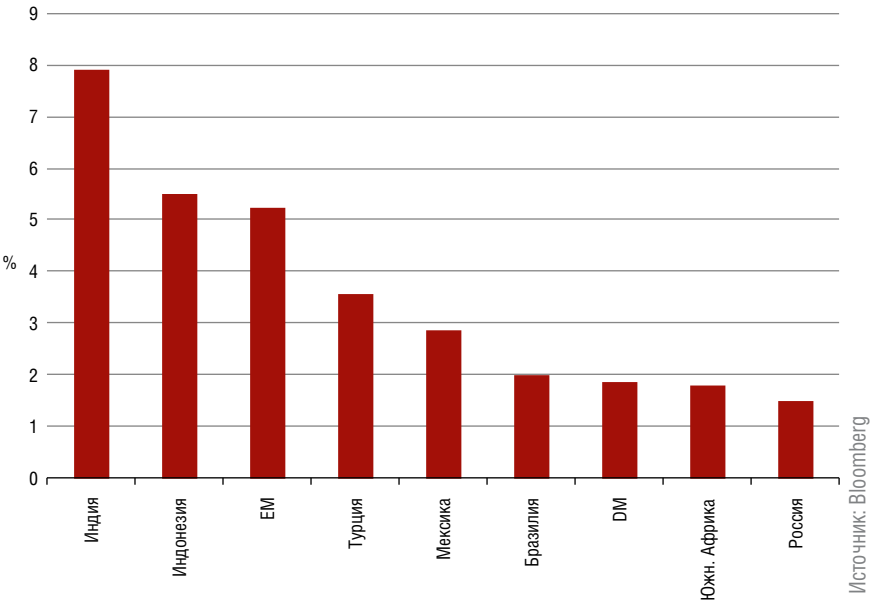
[1] www.sberbank-am.ru.

Рисунок 6. Уровень государственного долга стран EM и DM



Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Прогноз темпов роста ВВП в 2018 году



Источник: Bloomberg

Таблица 1. Примеры ценных бумаг, включенных в инвестиционный лист

Рейтинг	Бумага	Страна	Доходность, %
BBB–	Petroleos Mexicanos, 2021	Мексика	4.7
BBB–	Braskem Finance Ltd, 2021	Бразилия	5.0
BB+	AngloGold Ashanti Holdings PLC, 2020	ЮАР	4.3
BB	ArcelorMittal, 2021	ЕС и США	4.4
BB–	Vale Overseas Ltd, 2021	Бразилия	4.9

Источник: Bloomberg