Карина ЮДИЦКАЯ,
аналитик, Fusion Asset Management

МИНТоловая свежесть

Инвестиции в развивающиеся рынки, которые еще недавно являлись одной из ключевых идей для роста, сегодня оставляют все меньше возможностей для инвесторов. Одними из немногочисленных прибежищ пока остаются Мексика, Индонезия и Турция (МИНТ), которые сейчас представляются наиболее привлекательными для инвестиций как с точки зрения уровня левериджа в экономике, так и с точки зрения насыщенности рынка.

Разговоры про развивающиеся рынки и их инвестиционную привлекательность ведутся очень давно. Но все ли так радужно, как было год назад? 2013 год, вероятно, стал началом ухода инвесторов с emerging markets (EM). Это очень напоминает ситуацию 1994 года, закончившуюся в 1997 году азиатским экономическим кризисом. С 2001 года международные инвесторы влили в экономики развивающихся стран более $7 трлн. В конце 90-х причинами кризиса стал быстрый рост экономик «азиатских тигров», который способствовал массивному притоку капитала в эти страны, росту государственного и корпоративного долга, перегреву экономики и буму на рынке недвижимости. Скорее всего, и сейчас отток капитала с развивающихся рынков только начался.

В 2001 году, когда Китай вошел в ВТО, его вклад в мировой ВВП составлял 4%. Ожидается, что к 2016 году этот показатель достигнет 13%. Тем не менее уже сейчас очевидно, что основные факторы экономического роста, приведшие к чуду последних 15 лет, для развивающихся стран сошли на нет.

На это указывают и падающие темпы экономического роста стран EM, начиная с ожидаемых в 2014 году в России 1.5% (МВФ), индийского 1.8% и заканчивая бразильским 2.8%. Даже Китай, лидер среди стран БРИК, попал под общую волну. Это основная угроза для тех, кто следит за развивающимися рынками. Китайская экономика выросла на 7.7% в прошлом году и значительно опережает, например, Великобританию, показавшую рост 1.9%. Но это самый медленный рост экономики Китая за последние 14 лет.

В феврале ФРС США в очередной раз сократила программу количественного смягчения на $10 млрд в месяц, до $65 млрд. Это было второе сворачивание. Двойной удар по рынкам капитала развивающихся стран проявился одновременным снижением цен бумаг развивающихся рынков и обесценением локальных валют этих стран. Стоимость бумаг развивающихся рынков снизилась на 5% в течение года и на 12% в долларовом эквиваленте.

Действия центральных банков некоторых стран направлены на то, чтобы

остановить бегство капитала с развивающихся рынков. Турецкий центральный банк повысил процентные ставки с 4.5% до 10%. В конце января 2014 года Индия увеличила свои ставки с 7.75% до 8%, Южная Африка — с 5% до 5.5%. Однако эти шаги не смогли стабилизировать рынки.

ДЕНЬГИ УХОДЯТ С РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Менее чем за два месяца в 2014 году глобальные инвесторы вывели больше денег с рынков акций и облигаций развивающихся стран, чем за весь 2013 год. Отток капитала из фондов составил $4.5 млрд за одну неделю по состоянию на 12 февраля 2014 года. Суммарный отток за 2014 год составил $29.7 млрд, по данным Barclays Plc со ссылкой на агентство EPFR Global. При этом общий отток капитала из emerging markets в 2013 году достиг $29.2 млрд.

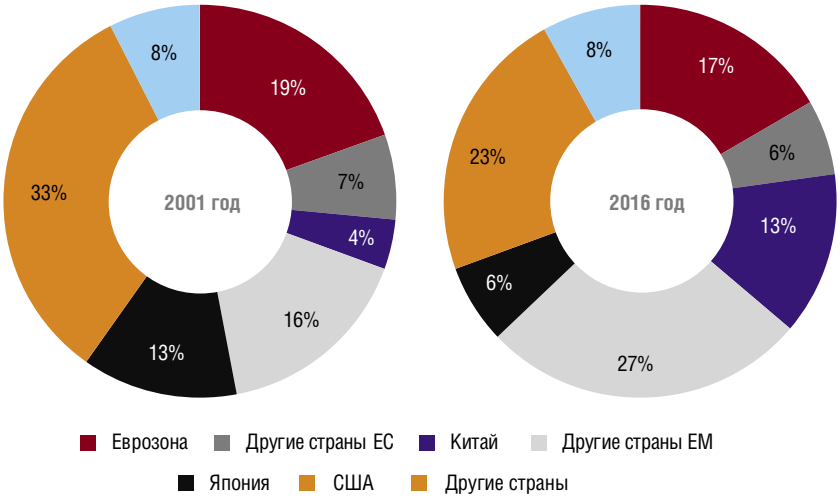
Очевидно, что отток капитала с рынков развивающихся стран в 2013–2014 годах не является обычным статистическим шумом. Мы находимся в самом начале волны, которая только сейчас начала возвращать $7 трлн, выведенных из США и Европы за последние 15 лет, обратно. Американский и европейский рынки являются достаточно глубокими и могут впитать в себя огромное количество ликвидности. Эффект перераспределения капитала виден в падении индекса акций развивающихся стран относительно индексов развитых стран. К примеру, половина объектов недвижимости в центре Лондона, стоимостью более 1 млн фунтов стерлингов, в 2013 году была куплена иностранными инвесторами. Институционалы реагируют гораздо медленнее частных инвесторов. Если тренд оттока капитала продолжится, то он заставит институциональных инвесторов пересмотреть модели распределения капитала. Это, в свою очередь, начнет новую волну перераспределения, похожую на азиатский кризис 1997–1998 годов. Деньги иностранных инвесторов покидали Азию в течение трех лет и в конце концов нашли пристанище в только что сформированном Европейском союзе в 2000 году.

РИСК НЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЕН

Рассматривая рынки развивающихся стран с точки зрения потенциального инвестора, в первую очередь надо обратить внимание на структурные риски в каждой стране. За последние несколько лет долг частного сектора стремительно увеличивался более чем на 15% в год, особенно в странах Азии. Частный долг превысил 100% ВВП во многих развивающихся экономиках, что сопоставимо с показателями развитых стран.

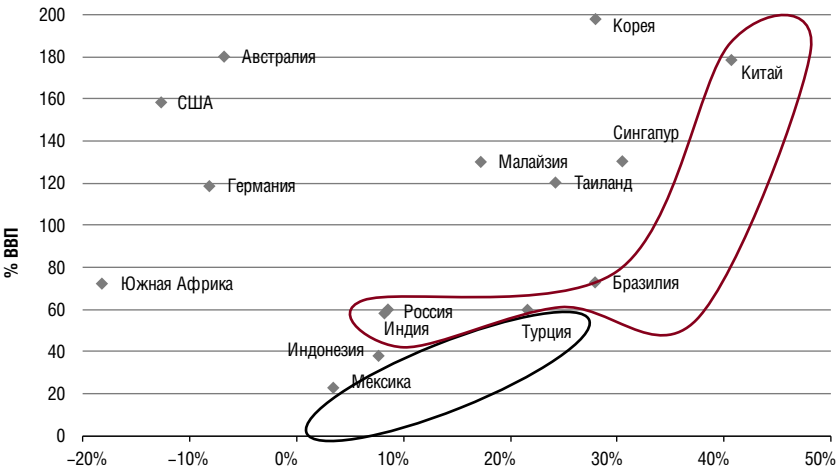
Долг домохозяйств большинства развивающихся стран также стремительно растет. Это ведет к дальнейшему замедлению экономического роста, так как домохозяйства, обремененные большим долгом, будут сокращать потребление. Чаще всего рост долгов домохозяйств происходил за счет инвестиций в сектор недвижимости, который несет в себе риски замедления экономики в случае значительного падения цен.

В итоге мы имеем ситуацию, когда развивающиеся страны теряют свои основные преимущества, за счет которых они росли последние годы, при этом риски увеличиваются, делая инвестиции в эти страны менее привлекательными. Говоря о перспективах инвестиций в развивающиеся рынки, есть смысл рассматривать страны с наименьшим левериджем в экономике.



Источник: МВФ

Рисунок 1
Вклад различных стран в мировой ВВП в 2001 г. и 2016 г. (прогноз)



Источник: Societe General

Рисунок 2
Рост долга частного сектора в нефинансовом секторе в 2007–2012 гг.

В условиях экономической неопределенности и тенденций дальнейшего замедления мировой экономики такие страны будут иметь преимущество с точки зрения рисков падения внутреннего спроса. На данный момент можно выделить Мексику, Индонезию, Турцию, а также, возможно, Индию и Россию как развивающиеся страны, которые имеют преимущество низкого частного долга и долга домохозяйств.

Если рассматривать их по отдельности, бросается в глаза бывший лидер региона Бразилия — она имеет уровень частного долга 75% от ВВП. Этот показатель вырос на 30% в 2007–2012 годах. В Мексике к 2015 году рабочая сила должна стоить на 20% ниже, чем в Китае, следовательно, можно предположить рост нового производства в этой стране за счет перераспределения из стран с растущей стоимостью рабочей силы. Рост ВВП в Мексике в 2014 году ожидается на уровне 3%, тогда как в Бразилии этот показатель равен 2.3%. Следовательно, если рассматривать страны BRIC в сравнении с MINT, то последние выглядят более предпочтительно и с точки зрения рисков, и с точки зрения потенциала будущего роста.

Говоря о торговых идеях, привлекательным кажется ротация из бразильского риска в мексиканский, для инвесторов с фокусом на Латинскую Америку или, для спекулятивной игры, инициация спреда между локальным мексиканским и бразильским долгом. Интересным также является спред между Китаем и комбинацией Мексики и Турции.

КИТАЙСКАЯ ЭКОНОМИКА ВЫРОСЛА НА 7.7% В ПРОШЛОМ ГОДУ, НО ЭТО САМЫЙ МЕДЛЕННЫЙ РОСТ ЗА ПОСЛЕДНИЕ 14 ЛЕТ

РОТАЦИЯ ИЗ ЛОКАЛЬНОГО ДОЛГА

Тем не менее инвесторы уходят из развивающихся рынков. Даже из тех, где ставки и ожидаемые доходности достаточно велики. В ходе недавней волны ротации валюты Турции, России и Аргентины показали свежие минимумы. И хотя в среднесрочной перспективе высокие процентные ставки побеждают любые отрицательные настроения, сейчас нет смысла «собирать копейки перед бульдозером».

Сегодня для тех, у кого нет выбора — из-за регуляционных ограничений или особенностей инвестиционного мандата, — разумной кажется ротация из долговых обязательств в локальной валюте в долг в долларах при сохранении небольшого процента инвестиций в локальных акциях незахеджированными в местной валюте. Это своего рода недорогой колл-опцион на неожиданный разворот ситуации. Добавка к риску долговых инструментов валютного риска рациональна, если у инвестора положительный настрой на развитие инвестиционной конъюнктуры, а это, как было упомянуто выше, сейчас не базовый сценарий. Добавка валютного риска может быть сделана быстро и дешево через валютные оверлеи, если инвестор увидит, что конъюнктура рынка меняется.

Именно такую ротацию из локального долга в долларовый мы наблюдаем последние двенадцать месяцев. Недавнее первичное размещение турецких государственных облигаций, при котором размер заявок в пять раз превысил предполагаемый объем выпуска, является наглядным примером ротации. На это же указывает постепенная ликвидация книг локальных облигаций, оказывающая давление на негативное движение валют развивающихся стран.

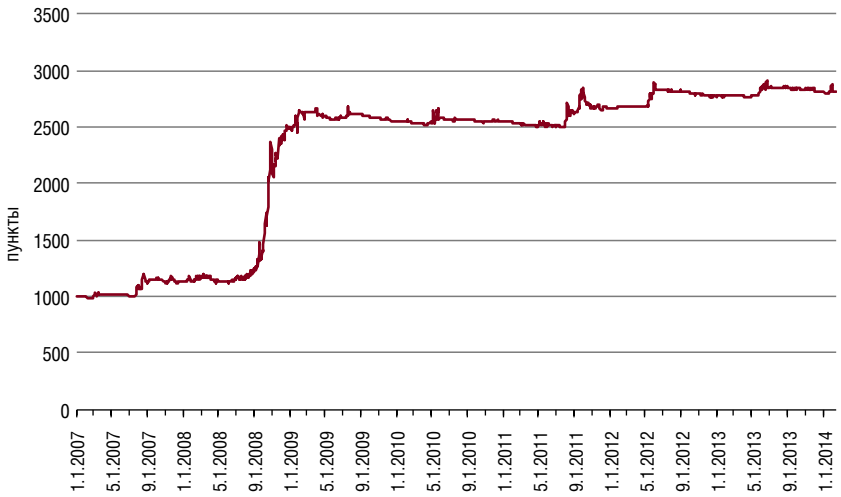
Следует помнить, что в большинстве рассматриваемых развивающихся стран валюты переоценены. Ожидаемое укрепление доллара приведет к еще большим потерям для иностранных инвесторов. На фоне того, что цены на долги и валюты развивающихся стран уже завышены, это может привести к довольно хаотичной коррекции.

Подведем итог: во-первых, предпочтительнее инвестировать в долговые обязательства, номинированные в долларах, а не в местной валюте; во-вторых, лучше инвестировать в долговые инструменты стран, рынки которых еще не перенасыщены, таких как Мексика, Индонезия или Турция.

АКТИВНЫЙ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ

Необходимо отметить, что вероятность резких, неожиданных разворотов на развивающихся рынках очень высока. Чтобы защитить себя от таких скачков,

Рисунок 3
Рост индекса HFRG Russian Guardia



Источник: Bloomberg

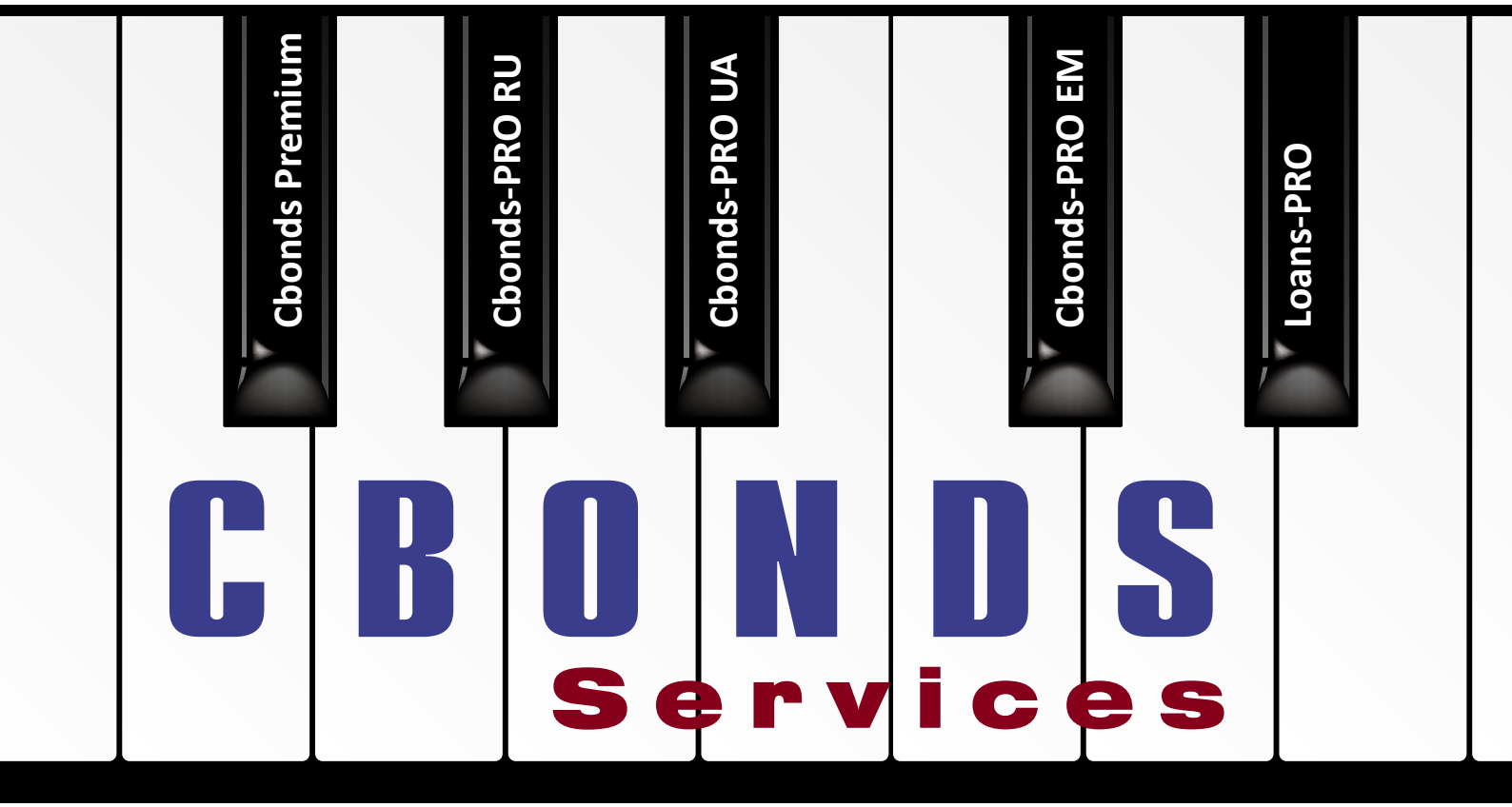
необходимо обращать пристальное внимание на ликвидность активов, а также на диверсификацию портфеля. Хотя второе средство не самое действенное в случае развивающихся рынков, так как все активы находятся в одной инвестиционной связке и при резких обвалах рынка пострадают одновременно.

Единственный по-настоящему действенный способ уберечь свои активы на emerging markets — уделить внимание защитным компонентам. Они не должны допустить просадки портфеля в периоды стресса на финансовых рынках, кроме того, они способствуют росту в нестабильные периоды. Среди игроков на финансовом рынке существуют компании-эксперты, специализирующиеся на защитных стратегиях.

Альтернативным способом является покупка индексного структурного продукта, включающего в себя защитную компоненту. Например, HFR Inc — мировой лидер в построении динамических индексов — создал инвестируемый индекс HFRG Russia Guardian, продукты на который доступны многим мировым банкам. Данный индекс способствует достижению значительного роста в периоды финансовой нестабильности на российском рынке активов.

HFRG Russia Guardian Index относится к «семейству» HFRG-индексов, которые отражают динамику рисков, связанную с определенным географическим регионом или с определенной группой активов.

Подводя итог рассуждениям, можно сделать вывод, что инвестиции в развивающиеся страны в последнее время становятся все менее интересными сами по себе. Тем не менее, если инвесторы решили поддерживать аллокацию активов в emerging markets, страны МИНТ являются наиболее привлекательными. На это указывают и макроэкономические показатели, и технические факторы, среди которых уровень левериджа в экономике страны и насыщенность рынка.



В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, Emerging Markets и Европы

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

на правах рекламы