# Emerging markets: где искать доходность

Какие EM-рынки и какие инструменты могут быть интересными для инвестора в ближайшее время — эти вопросы эксперты долгового рынка обсудили в рамках пленарной сессии «Инвестиционные идеи на рынках EM: оценка инвесторами и возможности для эмитентов» на XVII Облигационном конгрессе стран СНГ и Балтии, организованном группой компаний Cbonds. О состоянии развивающихся экономик, о том, как будут меняться фазы экономического цикла и как это повлияет на состояние долговых рынков, — в нашем обзоре Cbonds Review.

Ахиллесовой пятой рынков EM традиционно являлся платежный баланс. По словам **Валерия Вайсберга, директора аналитического департамента ИК «Регион»**, в пандемический период с существенным дефицитом платежного баланса столкнулась только одна страна — Турция. При этом у нее наблюдается серьезный дефицит бюджета. Как считает Валерий Вайсберг, ситуация с торговым балансом здесь будет решаться за счет туризма, а вот дефицит бюджета, скорее всего, исправляться не будет.

Если говорить о других странах рынка EM, то, например, у Индии с платежным балансом ситуация неплохая, но будет ухудшаться. То же самое можно сказать про ЮАР. В Бразилии высокие политические риски из-за смены президента-популиста на президента-социалиста.

— В Мексике, как и в России, приличная ситуация с бюджетом и позитивный платежный баланс. В России в этом году вообще уникальная картина — колоссальный профицит платежного баланса и, скорее всего, профицитный бюджет, и во втором полугодии Минфин будет занимать более осторожно, — уверен эксперт ИК «Регион».

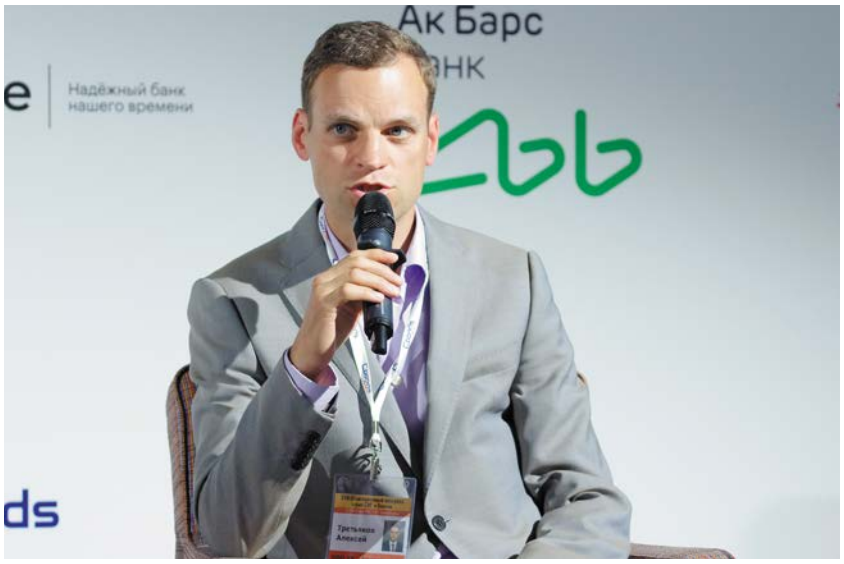
Что касается инфляции, то, по словам Валерия Вайсберга, Россия первой из стран в период пандемии стала открываться и получила фронтальный рост инфляции, который ЦБ теперь останавливает и одним из первых в мире начал ужесточать монетарную политику.

— Следом идет Бразилия, где инфляция тоже сильно отклоняется от цели. Плюс политические риски. Поэтому премия достаточно высокая. Но, скорее всего,

инфляционный импульс рамками этого года не ограничится. И все страны будут сталкиваться с ростом инфляции, они будут принимать цены, сложившиеся на внешних рынках, и продуцировать свою инфляцию за счет восстанавливающегося спроса, — считает Валерий Вайсберг.

За последние 10 лет еврооблигации EM были одним из лучших классов активов, напомнил **Алексей Третьяков, основатель и генеральный директор УК «Арикапитал».** Средняя доходность в долларах за этот период составила почти 6% годовых. Это дало возможность за 10 лет заработать более 70%.

По словам Алексея Третьякова, для сравнения, высокодоходные американские облигации принесли на несколько десятых процента меньше в годовом выражении.




А наиболее популярный ETF, инвестирующий в целом в глобальный рынок облигаций, за тот же период принес доходность в среднем 3.8%.

— Останется ли рынок EM таким же успешным в будущем — это большой вопрос, — сомневается Алексей Третьяков. Он считает, что прошлый год был переломным. Хотя в целом период был неплохой — не было дефолтов за исключением отдельных локальных событий в Латинской Америке, впервые за много лет рынок еврооблигаций развивающихся стран оказался позади других консервативных сегментов. Высокодоходные американские облигации принесли повышенную доходность и сравнялись по доходности с еврооблигациями развивающихся стран, у которых в среднем кредитные качества выше.

— То, что выравнялись спреды по высокодоходным мусорным американским облигациям и EM-еврооблигациям, означает, что инвесторы стали воспринимать EM-сегмент как более рискованный, — сказал генеральный директор УК «Арикапитал». — Мы это видели на примере большого количества понижений кредитных рейтингов, которое произошло в прошлом году у Турции и Омана. Колумбия и Марокко потеряли рейтинг инвестиционного уровня. Постепенно весь сегмент EM мигрирует в сторону junk bonds.

Наиболее важная метрика, по мнению Алексея Третьякова, — отношение госдолга к ВВП. За прошлый год в среднем по развивающимся странам оно увеличилось с 47 до 59%. В середине 2000-х годов уровень 60% у МВФ считался критическим, когда страна рискует попасть в состояние дефолта. Но сегодня этого не происходит. Многие страны давно перешагнули эту планку — у Бразилии госдолг превышает 80%, у Египта подходит к 100%. Тем не менее инвесторы продолжают вкладываться в эти страны, и даже не идет никаких разговоров, что может произойти какая-то реструктуризация или дефолт.

Алексей Третьяков считает, что нужно подходить к EM-сегменту более осторожно.

— Если посмотреть на топ-10 стран, которые представляют индекс еврооблигаций развивающихся стран, то в них отсутствуют какие-то истории роста и улучшения кредитного качества. Мы видим гораздо больше идей в сегменте корпоративных облигаций развитых стран. Потому что инфляция для многих отраслей очень позитивная. Компании с умеренным уровнем долга за счет роста цен на продукцию могут увеличить прибыль, могут сократить свои долги и таким образом повысить кредитное качество, — заключил эксперт.

Основными рисками на рынке развивающихся стран **Константин Балабушко, эксперт по долговому рынку компании «Скай Бонд Групп»**, назвал темпы вакцинации. Они слабые и ниже в 2–2.5 раза в сравнении с развитыми странами. При этом темп восстановления развитых экономик идет быстрее, что спровоцирует, скорее всего, более раннее поднятие ставок и усложнит рефинансирование долга для развивающихся стран.

— Этот фактор будет давить, и один из самых сложных кандидатов на рынке — это Турция, — считает Константин Балабушко.

Еще один риск для стран EM — относительно низкий корпоративный уровень управления страной, уверен эксперт. Он составил хит-парад EM-рынков. Наибольший оптимизм по восстановлению вызывают Россия и Турция. Далее идут Индонезия и Мексика, а в аутсайдерах — Египет, Оман и Бразилия.

— Это больше технический рейтинг, нежели рекомендации к действиям и покупкам. Внимание я бы сфокусировал на Мексике и Индонезии. Причины в низком госдолге, возможности его обслуживать, профиците бюджета и улучшающейся динамике экономического роста. У инвесторов в первую очередь должны вызывать интерес бумаги сырьевых компаний. Эти компании, безусловно, чувствуют поддержку, им будет легче обслуживать свои долги. Чем дольше продлится цикл мягких ставок, тем лучше для них, — уверен Константин Балабушко.

Также он видит интерес в бумагах финансовых организаций и транспортных компаний, например индийской Adani Group, российской DME (аэропорт Домодедово) и турецкого порта Limak.

— Моя общая идея заключается в том, что сейчас экономика находится в режиме рефляции, то есть допустимо ее увеличить до 5%. Если по итогам 2–3 лет суммарно получится 2–2.5%, то это будет не критично. Мое ощущение, что ФРС с этим справится и сформирует плавный переход, — сказал Константин Балабушко.

Взглянуть на более близкие для России рынки Узбекистана и Белоруссии предложил **Марк Рубинштейн, управляющий директор Ак Барс Банка.**

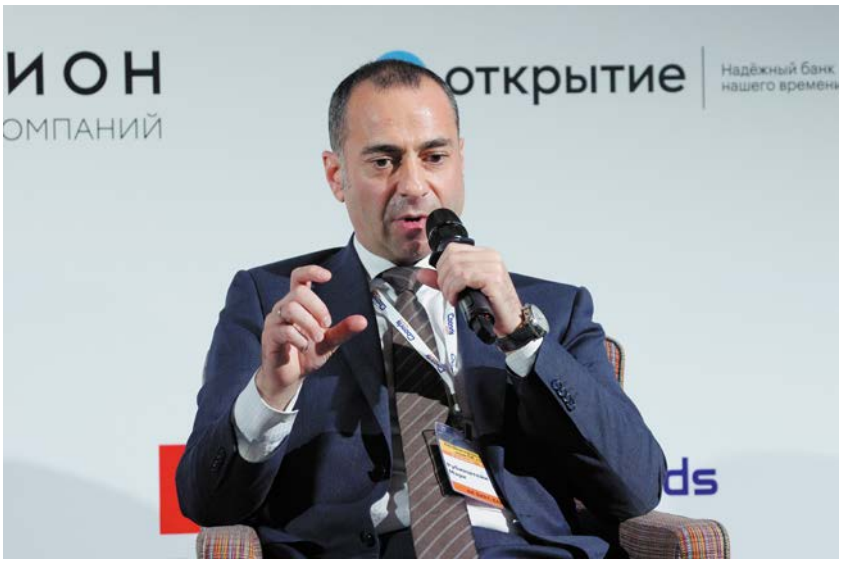
— Узбекистан сейчас — одна из самых ярких историй на постсоветском пространстве. В прошлом году только 28 стран из 198 показали положительный экономический рост, только 10 из них показали рост свыше 1.5%. У Узбекистана ВВП вырос в прошлом году как раз на 6%. В этом году разные оценки, Голден Сакс, например, ожидает 8%.

По словам Марка Рубинштейна, рост экономики страны подогревается ростом инвестиций, ростом внутреннего спроса, чему способствует положительная демография и низкая база, а также активные экономические реформы.

— Инвесторы это видят и ценят, поэтому деньги в узбекскую экономику идут очень активно через различные каналы, различные инструменты. 24 октября в Узбекистане состоятся президентские выборы. У нынешнего президента-реформатора только первый срок, он будет баллотироваться на второй, и, учитывая его очень высокую популярность, я думаю, исход будет достаточно очевиден. Ближе к выборам цены на узбекские облигации будут снижаться, что может стать хорошей возможностью для входа, — считает представитель Ак Барс Банка.

В Белоруссии, по его словам, есть возможности высокой доходности при высоком, но не запредельном уровне риска.

— Сейчас активно разыгрывается санкционная история, был принят четвертый




пакет, в который попали две крупные государственные компании — это МАЗ и БелАЗ, но продукция этих компаний в ЕС в основном не поставляется. Будут санкции против калийных удобрений и нефтепродуктов. Удобрения — одна из основных статей валютных доходов Республики Беларусь, в прошлом году было примерно $1.8 млрд. Но нужно отметить, что рынок сбыта удобрений — прежде всего азиатский регион и Латинская Америка, и поэтому санкции ЕС значительного ущерба не принесут. Рынок нефтепродуктов — более болезненная история для страны, около 25% нефтепродуктов поставляется в ЕС, другие рынки сбыта — это Украина, Россия и страны постсоветского пространства, — сказал Марк Рубинштейн.

Прямой запрет на продажу нефтепродуктов в ЕС будет неприятным с точки зрения наполняемости бюджета, но не критичным, уверен эксперт.

— В Белоруссии я не жду ни дефолта, ни реструктуризации в ближайшие год-два. Там может наступить дефолт в двух случаях: первый — если цены на нефть будут держаться в районе $20 в течение 2 лет, второй — если Белоруссия перестанет дружить с Россией. Ни первого, ни второго сценария на горизонте 2 лет я не вижу, поэтому считаю, что сейчас в белорусских бумагах избыточный дисконт. В отсутствие дополнительных санкций в перспективе нескольких месяцев будет восстановление небольшое, дальше на этих уровнях бумаги и останутся, — считает Марк Рубинштейн.

По его словам, ближайшие к погашению бумаги торгуются с доходностью ближе к 8%. Это очень хорошая возможность для заработка с таким понятным уровнем риска.

**В 2020 году только 28 стран из 198 показали положительный экономический рост, только 10 из них — свыше 1.5%, а ВВП Узбекистана вырос на 6%**