

# Emerging markets: временная коррекция или масштабный кризис?

## ПУБЛИЧНЫЕ ДЕБАТЫ

**Ч**то происходит на развивающихся рынках: временная коррекция или начало крупномасштабного финансового кризиса? В начале июля директор аналитического департамента «ЛОКО-Инвест», автор популярного Telegram-канала ММІ Кирилл Тремасов и генеральный директор УК «Арикапитал» Алексей Третьяков специально для Cbonds Review в рамках публичных дебатов поспорили о том, ждать ли новых потрясений на emerging markets или самое время искать возможности для покупок, какие рынки ЕМ в самой сильной зоне риска, какие fixed income-активы в текущей ситуации стоит покупать, что будет происходить с российской экономикой и финансовым рынком в ближайшее время и как инвесторам защитить свои вложения в текущих условиях.

**Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**  
генеральный директор  
УК «Арикапитал»



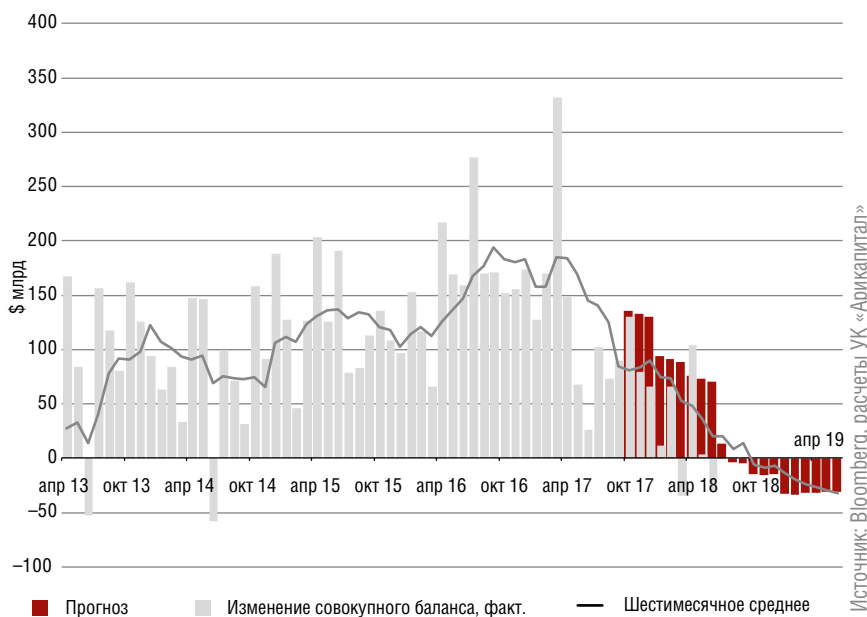
**Кирилл ТРЕМАСОВ,**  
директор аналитического департамента  
«ЛОКО-Инвест», автор популярного  
Telegram-канала ММІ

**Кирилл Тремасов:** Мы с Алексеем уже около двух лет дискутируем о том, закончился ли кризис развивающихся рынков и ждать ли новую волну. Я в последнее время выступаю в большей степени оптимистом, говоря, что самое худшее осталось позади. На мой взгляд, дно мы видели где-то в 2011 году, когда в Европе разразился долговой кризис, все emerging markets вошли в понижательную фазу, последующие 5–6 лет они очень сильно отставали от развитых рынков. В 2016 году все emerging markets устремились вслед за развитыми и фактически вернулись на максимумы 2008 года. Нынче рынки EM снова пошли вниз, эта тенденция сейчас затрагивает все активы развивающихся стран, но в моем понимании это все-таки коррекция, а не начало масштабного кризиса. Ты считаешь иначе?

**Алексей Третьяков:** Да, мне кажется, что мы сейчас не восстанавливаемся от кризиса, а, наоборот, находимся на пике очень длинного повышательного тренда, с которого дорога скорее вниз. Без лишних слов переходя к фактам, хотел обратить внимание на график, который, как мне кажется, является очень важным в этом году для долговых инвесторов. Речь идет об ежемесячном изменении баланса ведущих центральных банков. График показывает объем вливаний ликвидности в глобальную финансовую систему со стороны ведущих ЦБ: ФРС США, ЕЦБ, Банка Японии, Банка Англии и Швейцарского национального банка (см. рисунок 1. — *Ред.*).

Вот что мы видим: оказывается, цикл смягчения монетарной политики в глобальном масштабе не завершился в 2012–2013 годах, как полагают многие, связывая это с завершением программы количественного смягчения в США. Он продолжался вплоть до начала 2017 года, так как ЕЦБ и Банк Японии продолжали вливать ликвидность на рынки в объеме почти \$200 млрд в месяц.

Разворот этого тренда произошел во втором полугодии 2017 года, когда уменьшились объемы покупок ЕЦБ, Банка Японии, а ФРС США начала сокращение баланса. В 2008 году было два месяца, когда действия ведущих центробанков в совокупности приводили к изъятию, а не вливанию ликвидности в мировую финансовую систему. Это произошло раньше, чем мы прогнозировали. Отчасти это и объясняет, почему уже во втором квартале текущего года все активы стали чувствовать себя заметно хуже. Это вылилось не только в спад на развивающихся рынках, но и в расширение спредов по качественным американским корпоративным облигациям.

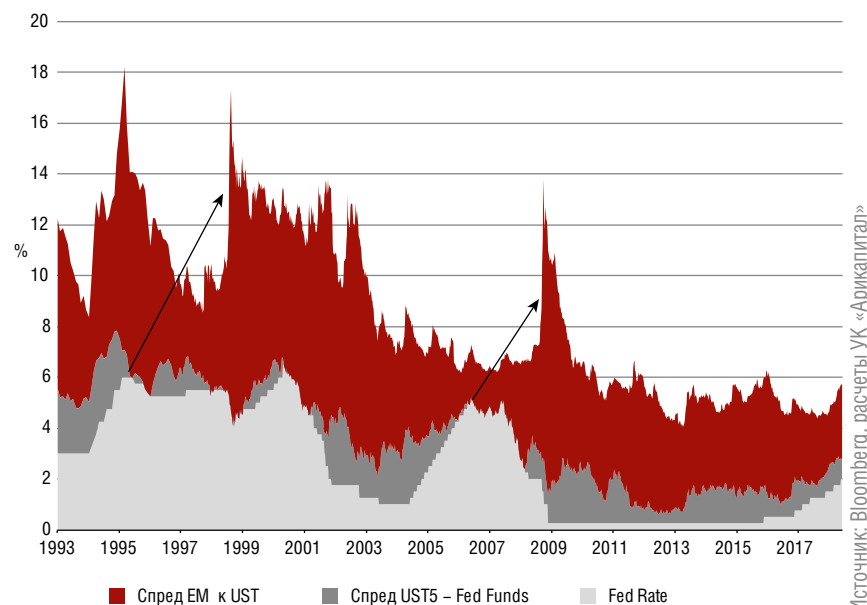


**Рисунок 1**  
Ежемесячное изменение баланса ведущих центральных банков

Если посмотреть на 25-летнюю историю индекса еврооблигаций Bloomberg Barclays EM, то можно увидеть, что между выходом ставки ФРС США на максимум и сильным кризисом на развивающихся рынках, как правило, происходила длительная задержка, она могла занять больше двух лет (см. рисунок 2. — *Ред.*).

И если treasuries очень быстро реагировали на повышение ставок, зачастую с опережением, то развивающиеся рынки, наоборот, с лагом. Первой их реакцией было сокращение премии за риск (так было в 1997 году, а потом в 2007 году), зато потом происходило непропорциональное, резкое расширение спредов еврооблигаций развивающихся стран и панический рост доходностей.

**Рисунок 2**  
Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Yield To Worst



В терминах спреда к US treasuries речь вообще шла как минимум об утроении спредов. При этом для восстановления рынкам EM требовалось значительно больше времени, чем развитым рынкам.

Сейчас расширение спредов по бумагам EM только начинается. А с учетом того, насколько перегретым был рынок развивающихся стран, мы на данном этапе считаем этот сегмент долгового рынка очень токсичным.

**Кирилл Тремасов:** Последние несколько месяцев довольно часто появляются комментарии аналитиков, которые сравнивают нынешнюю ситуацию на emerging markets с азиатским кризисом 1997 года. Ты тоже ждешь его повторения?

**Алексей Третьяков:** Я действительно во многом согласен с тем, что сегодняшняя ситуация на рынках отчасти повторяет не 2008 год, а 1997-й. К 2008 году развивающиеся рынки подошли в очень хорошей форме: спустя десятилетие растущих цен на commodities большинство крупных развивающихся стран накопили большие золотовалютные резервы, имели низкий уровень долга, фактически их экономики опирались не на долговое развитие. Поэтому поведение рынка облигаций в кризис 2008 года было во многом иррационально и очень быстро компенсировалось. Совсем другая ситуация складывалась в 1997—1998 годах: тогда азиатский кризис непосредственно для азиатских стран закончился довольно быстро, но он запустил цепочку кризисов на других рынках — российский кризис 1998 года, потом резкая девальвация в Бразилии в 1999 году, затем 2001 год и аргентинский дефолт и кризис...

Параллельно с этим происходили маленькие дефолты в большом количестве стран Латинской Америки, в Африке. Одной из причин кризиса стало то, что к 1997 году многие страны EM подошли с экстремальным уровнем долга — около 80—100% ВВП. И потребовались годы высоких цен на сырье и реструктуризации, чтобы ситуация выправилась.

А что мы видим сегодня? Даже относительно надежные страны, такие как Бразилия, Мексика, Южная Африка, у которых все еще высокие кредитные рейтинги и в целом адекватная политика, накопили уровень долга существенно выше, чем в 2008 году. Во многих регионах EM ситуация с уровнем долга сильно напоминает конец 90-х.

**Кирилл Тремасов:** Вот с этим я не в полной мере согласен. Готовясь к нашей дискуссии, я изучил базу данных МВФ и попытался сравнить, как выглядела долговая картина по развивающимся рынкам в 1997 году и как она выглядит сейчас. (см. таблицу 1 — *Ред.*)

Если помните, все проблемы в конце 90-х начались с Таиланда, именно крах таиландского бата запустил по цепочке девальвации валют развивающихся стран. Так вот, если вы посмотрите на параметры госдолга страны, то ничего критичного там не увидите, они довольно средние. Сейчас по большинству стран emerging markets объем госдолга выше. С этой точки зрения, нынешняя ситуация даже хуже, чем была в конце 90-х. Однако, на мой взгляд, оценивать только лишь размер госдолга, даже в соотношении с ВВП, не совсем корректно. Все дело в том, что за эти годы принципиально изменилась макроэкономическая картина, в первую очередь — инфляция, процентные ставки, кредитно-денежная политика развивающихся стран. Вообще ключевое структурное изменение, которое произошло в мире за эти 20 лет, — принятие нового стандарта кредитно-денежной политики. Ты, наверное, помнишь, эксперименты в 90-х. Сначала многие страны держали фиксированную ставку, это была популярная тема, которая закончилась печально, самый показательный пример — Аргентина. Потом популярной стала идея валютного режима *сигнелсы board*, когда денежная масса привязана к объему резервов.

За последние 20 лет все это осталось в прошлом, сейчас большинство стран, за редким исключением, перешли к режиму инфляционного таргетирования. Кстати, мы были одними из последних, кто сделал это. И сейчас можно наблюдать позитивные плоды этой макроэкономической стабильности, которая подразумевает в первую очередь стабильно низкую инфляцию, низкие инфляционные ожидания, низкие процентные ставки и плавающий валютный курс. Именно гибкий валютный курс позволяет очень быстро экономикам, платежному балансу адаптироваться ко внешним шокам. За последние пять лет российский рынок мог убедиться в том, что это работает. Помните шок осени-зимы 2014 года, когда регулятор долго держал валюту и лишь в ноябре сдался, отпустив

рубль в свободное плавание. В следующем году экономика пережила спад на уровне -2.5%. Но уже в 2016 году, когда курс был абсолютно плавающий и нефть упала до \$27, мы не увидели никакой реакции на money market, ставки не взлетели. Мы наглядно убедились в том, что плавающий валютный курс — главный адаптирующий элемент. И то, что сейчас происходит с валютами EM, очень позитивный момент с точки зрения корректировки платежных балансов этих стран.

Теперь давайте посмотрим на чистые заимствования правительств EM к ВВП (см. таблицу 2). По сути, эти цифры показывают, является ли правительство чистым заемщиком, то есть изымает ресурсы из экономики, либо предоставляет ресурс, выступая чистым кредитором. Накануне азиатского кризиса страны EM имели положительную ситуацию с бюджетом.

Сейчас она ухудшилась, хуже всего дела обстоят у Бразилии. Зато Россия по этому показателю — одна из лучших. И наконец, взгляните на инфляцию — самый важный показатель (см. таблицу 3).

Что получается? За 20 лет изменение парадигмы макроэкономической политики привело к устойчиво более низким показателям инфляции. Мне кажется, что это устойчивый тренд. То же самое касается счета текущих операций: в 1996 году у Таиланда дефицит счета текущих операций составлял 8% ВВП. Именно из-за этого начались проблемы у большинства азиатских стран: в тот период они имели очень большой дефицит счета текущих операций. Сейчас эти показатели даже у самой проблемной Турции намного меньше. А в целом по развивающимся экономикам дефицит счета текущих операций практически нулевой.

Если проанализировать первый жесткий эпизод падения валют развивающихся стран, который начался в апреле текущего года, то можно заметить четкую корреляцию масштабов падения с рейтинговыми группами: то есть сильнее падали те, кто наиболее слаб с точки зрения рейтингов. В свою очередь, слабость рейтингов очень точно коррелирует с инфляцией счета текущих операций. Те страны, которые в последние годы уделяли мало внимания макроэкономической политике и где наблюдается наиболее высокая инфляция, оказались более уязвимыми. А вот что меня сильно

удивило, так это отсутствие корреляции с уровнем долга стран ЕМ: оценивая слабость той или иной валюты, инвесторы вообще не смотрели на уровень задолженности.

Но самый интересный момент — реальные курсы, то есть курсы национальных валют к доллару, скорректированные на размер инфляции. Реальный курс определяет структуру экономики, структуру экспорта/импорта, структуру внутреннего потребления, и именно от реального курса зависит счет текущих операций. Это макроэкономический закон, такой же как восход и закат солнца: ослабление валютного курса в реальном выражении улучшает ситуацию с current account, то есть увеличивает профицит, и наоборот. Если у вас завышенный реальный курс, то вы имеете большой дефицит счета текущих операций. Посмотрите на Индонезию: сейчас это одна из тех азиатских стран, которые оказались под сильным давлением. Она имеет довольно большой отрицательный счет текущих операций, связанный с тем, что страна покупает много инвестиционных товаров, у нее большая инфраструктурная программа. Между дефицитом счета текущих операций и реальным курсом существует устойчивая статистическая корреляция.

В 1997 году, в период азиатского кризиса, валюта Индонезии в реальном выражении девальвировала практически в 4 раза. Это была катастрофа посильнее, чем в России в 1998 году, когда рубль в реальном выражении девальвировал раза в два. Так вот, в Индонезии такая масштабная девальвация уже на следующий же год привела к огромному профициту по счету текущих операций, что, по сути, и стабилизировало экономику и обеспечило дальнейшее устойчивое восстановление. Сейчас, в моем понимании, в таких странах, как Турция (где валюта уже сильно упала), будет происходить примерно то же самое.

На мой взгляд, азиатские валюты уже прошли значительный путь девальвации: с 2011 года, то есть уже 7-й год, идет их устойчивое ослабление.

И это как раз тот механизм, который корректирует платежный баланс.

**Алексей Третьяков:** Как ты считаешь, почему в отдельных странах не происходит перехода номинальной девальвации в инфляцию? А вот Турция и Аргентина — пример стран, где очень быстро девальвация догоняет номинальное ослабление, а реальный курс остается практически на том же уровне.

**Кирилл Трemasов:** Мне кажется, это исключительно вопрос структуры импорта.

| Валовый долг правительств (% от ВВП)     | 1996 | 1997 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|
| Индонезия                                | н/д  | н/д  | 28.9 | 29.6 |
| Вьетнам                                  | н/д  | н/д  | 58.2 | 58.4 |
| Малайзия                                 | 33.2 | 30.0 | 54.2 | 53.6 |
| Филиппины                                | 54.7 | 58.7 | 37.8 | 37.3 |
| Таиланд                                  | 15.2 | 40.5 | 41.9 | 41.6 |
| ASEAN-5                                  | н/д  | н/д  | 38.9 | 39.3 |
| Россия                                   | н/д  | н/д  | 17.4 | 18.7 |
| Бразилия                                 | н/д  | н/д  | 84.0 | 87.3 |
| Южная Африка                             | н/д  | н/д  | 52.7 | 54.9 |
| Турция                                   | н/д  | н/д  | 28.5 | 27.8 |
| Emerging market and developing economies | н/д  | н/д  | 49.0 | 51.0 |

Источник: МВФ

Сам посмотри: Россия после 2014 года снизила зависимость от импортируемого продовольствия, и последний эпизод ослабления рубля оказал очень ограниченное влияние на инфляционный фон. Конечно, в каждой стране свои нюансы, но теоретически стоимость импортируемых товаров — это один из ключевых факторов.

**Алексей Третьяков:** То есть если страна импортирует какие-нибудь инвестиционные товары или предметы роскоши, она может легко снизить импорт, а если импортирует нефть или продовольствие, то эти товары первой необходимости сразу переходят в инфляцию?

**Кирилл Трemasов:** Совершенно верно. Почему в этом году у многих развивающихся стран возникли проблемы? Потому что рост цен на нефть ускорился. И для тех стран, которые являются импортерами (как Турция, например), рост цен на нефть ускоряет инфляционную картину в стране в целом и мешает выправлению счета текущих операций. Потому что нефть не такой эластичный по цене товар, как другие.

Но ты верно подметил идею про инвестиционные товары: та же Индонезия летом объявила, что намерена сократить свою инфраструктурную программу, чтобы уменьшить объем инфраструктурного импорта и улучшить счет текущих операций. Это означает, что у проблемных стран есть еще и такой инструмент, чтобы влиять на макроэкономическую ситуацию в целом.

Понятно, что реальный курс увеличивает вашу конкурентоспособность: он сокращает

**Таблица 1**  
Показатель госдолг/ВВП  
в некоторых  
развивающихся странах

**Таблица 2**  
Чистые заимствования  
правительства/ВВП, %

| Чистые заимствования правительств (% от ВВП) | 1996 | 1997 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|
| Индонезия                                    | 1.0  | -1.0 | -2.5 | -2.5 |
| Вьетнам                                      | н/д  | н/д  | -4.7 | -4.7 |
| Малайзия                                     | 1.9  | 3.7  | -2.9 | -2.7 |
| Филиппины                                    | 0.6  | 0.4  | -0.3 | -0.5 |
| Таиланд                                      | 2.7  | -1.7 | -0.6 | -0.9 |
| ASEAN-5                                      | 1.5  | -0.1 | -2.1 | -2.2 |
| Россия                                       | н/д  | н/д  | -1.5 | 0.0  |
| Бразилия                                     | -5.4 | -5.6 | -7.8 | -8.3 |
| Южная Африка                                 | н/д  | н/д  | -4.5 | -4.2 |
| Турция                                       | н/д  | н/д  | -2.3 | -2.9 |
| Emerging market and developing economies     | н/д  | н/д  | -4.4 | -4.1 |

Источник: МВФ

Источник: МВФ

| Годовой уровень инфляции, %              | 1996 | 1997 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|
| Индонезия                                | 8.4  | 6.2  | 3.8  | 3.5  |
| Вьетнам                                  | 5.6  | 3.1  | 3.5  | 3.8  |
| Малайзия                                 | 3.5  | 2.7  | 3.8  | 3.2  |
| Филиппины                                | 8.3  | 5.7  | 3.2  | 4.2  |
| Таиланд                                  | 5.8  | 5.6  | 0.7  | 1.4  |
| ASEAN-5                                  | 7.0  | 5.4  | 3.1  | 3.2  |
| Россия                                   | 47.7 | 14.8 | 3.7  | 2.8  |
| Бразилия                                 | 15.8 | 6.9  | 3.4  | 3.5  |
| Южная Африка                             | 7.4  | 8.6  | 5.3  | 5.3  |
| Турция                                   | 80.2 | 85.7 | 11.1 | 11.4 |
| Emerging market and developing economies | 19.6 | 12.8 | 4.0  | 4.6  |

**Таблица 3**  
Инфляция в странах EM, %

■ ■ ■

КЛЮЧЕВОЕ СТРУКТУРНОЕ  
ИЗМЕНЕНИЕ, КОТОРОЕ  
ПРОИЗОШЛО В МИРЕ  
ЗА ПОСЛЕДНИЕ  
20 ЛЕТ, — ПРИНЯТИЕ  
НОВОГО СТАНДАРТА  
КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНОЙ  
ПОЛИТИКИ

**Таблица 4**  
Баланс счета текущих операций в странах EM, % от ВВП

| Баланс счета текущих операций, % от ВВП  | 1996    | 1997 | 2017 | 2018 |
|--|---------|------|------|------|
| Индонезия                                | -2.7    | -1.5 | -1.7 | -1.9 |
| Вьетнам                                  | -8.2    | -5.7 | 4.1  | 3.0  |
| Малайзия                                 | -4.1    | -5.5 | 3.0  | 2.4  |
| Филиппины                                | -4.3    | -4.8 | -0.4 | -0.5 |
| Таиланд                                  | -8.0    | -2.0 | 10.8 | 9.3  |
| ASEAN-5                                  | -4.8    | -2.9 | 2.1  | 1.5  |
| Россия                                   | 2.6     | 0.0  | 2.6  | 4.5  |
| Бразилия                                 | -2.8    | -3.5 | -0.5 | -1.6 |
| Южная Африка                             | -1.1    | -1.5 | -2.3 | -2.9 |
| Турция                                   | -1.0    | -1.0 | -5.5 | -5.4 |
| Emerging market and developing economies | no data | -1.1 | -0.1 | -0.1 |

Источник: МВФ

импорт, увеличивает экспорт, то есть стимулирует экономику, дает толчок для экономического роста, а именно экономический рост — это главный фактор, который помогает решить все долговые проблемы. Вот еще почему я не верю в кризис долгов: потому что вижу достаточно уверенный экономический рост во всем мире. Пожалуй, главный риск в связи с этим несет именно Китай. Если там произойдет какое-то серьезное замедление, то долговые проблемы быстро начнут всплывать на поверхность. Но пока рост идет, а он должен идти, потому что у всех развивающихся стран валюты ослабли. Это очень важный стимулирующий эффект.

**Алексей Третьяков:** до сих пор ты говорил о странах юго-восточной Азии, которые действительно выглядят довольно стабильными. В этом я с тобой соглашусь. Но мне кажется, проблема заключается еще и в том, что долговой рынок сейчас существенно вышел за границы «нормальных» стран, у которых предсказуемая макроэкономическая политика, емкий внутренний рынок. Посмотрите на сегмент рынка distressed bonds: вы увидите там крупные выпуски еврооблигаций довольно небольших стран по их вкладу в мировую экономику (если не считать Турцию и Аргентину) — это Ливан, Эквадор, Замбия, Египет.

Получается, что большое количество мелких стран заняли на рынке облигаций сумму, непропорциональную своему ВВП. Именно там сейчас зачастую повторяются ошибки, которые проходили страны юго-восточной Азии в 90-х годах. Например, во многих странах Персидского залива

сохраняется фиксированный курс валюты: Саудовская Аравия, Кувейт, Катар, Бахрейн. Как раз попытка удержать фиксированный курс привела, например, Египет на грань дефолта, когда он был вынужден отпустить фунт и обратиться за помощью к МВФ.

Другой важный фактор устойчивости — емкость внутреннего долгового рынка. В странах Азии сформировался емкий внутренний долговой рынок, и заимствования на внутреннем рынке для государств зачастую практически бесплатны, потому что доходность облигаций не превышает инфляцию. Напротив, страны Африки, как правило, не имеют рынка внутреннего долга, а в долларах платят очень высокие ставки. Если в лучшие годы такие страны, как Замбия или Сенегал, занимали под 6–7% в долларах, то сейчас по их облигациям доходность выше 10%. Как бы быстро ни развивались эти страны, для них это просто запретительный уровень. Поэтому мне кажется, что сейчас надо остерегаться угроз дефолтов в мало заметных для инвесторов рынках.

**Кирилл Трemasов:** Разве эти страны могут служить серьезной угрозой глобальному рынку евробондов?

**Алексей Третьяков:** Я думаю, что здесь большой риск связан с образованием критической массы: дефолт одной такой страны, как Бразилия, равноценен дефолту пяти или десяти мелких стран. А африканские страны могут объявлять дефолты одна за другой.

Последние годы ситуация для инвесторов была благоприятной: часто срабатывало правило, когда ты покупаешь на дне и все восстанавливается. В памяти стерлись примеры, когда эта стратегия не работала, а покупка на дне оборачивалась дефолтом заемщика и инвесторы теряли всё. Если на развивающихся рынках начнутся дефолты, то будет усиливаться эффект contagion (заражения), когда инвесторы начинают отказываться от избирательного подхода в оценке страновых рисков. К примеру, российский рынок очень мало коррелирует с латиноамериканскими облигационными рынками. Последние два месяца индекс Bloomberg Barclays падал, а российские еврооблигации росли в цене. Но, мне кажется, эта корреляция может усиливаться, если начнутся дефолты.

**Кирилл Трemasов:** Ты считаешь, риски придут именно с frontier markets?

**Алексей Третьяков:** Да, некоторые из этих стран могут преподнести сюрприз. Один из самых явных кандидатов на дефолт, с моей точки зрения, — Аргентина. Такие страны, как Аргентина, проводят очень пассивную



политику, не реагируя на изменения глобальной конъюнктуры. Мне кажется, они воспринимают глобальный долговой рынок как такую копилку родителей, в которую можно запустить руку, взять столько, сколько нужно, оставив расписку: «Отдам, когда подрасту».

Выделяемый Аргентине пакет помощи в размере \$50 млрд — абсолютный рекорд за всю историю МВФ. Ни разу фонд столько не одалживал развивающейся стране. При этом объем помощи, к сожалению, несопоставим с масштабом долговых проблем в стране и выглядит скорее как затыкание дыр. И наконец, в Аргентине отсутствует консенсус по вопросу о необходимости реформ для предотвращения долгового кризиса. Даже после того как МВФ объявил о предоставлении помощи, в парламенте на этапе обсуждения провалился один из законопроектов, связанных с сокращением государственных расходов. Ни население страны, ни правящая власть, ни оппозиция не готовы ничего менять.

Вполне возможно, уже осенью МВФ потребует от Аргентины фактического принятия законопроектов: если парламент их не примет, МВФ может заблокировать выделение следующего транша помощи. Это приведет к панической распродаже облигаций и к полному закрытию рынков капитала для Аргентины.

**Кирилл Тремасов:** Ты полагаешь, что эта паника распространится и на другие рынки?

**Алексей Третьяков:** В условиях ужесточения политики ФРС США и ЕЦБ негативное отношение к развивающимся рынкам будет только нарастать, они будут в целом коррелировать между собой, падать в цене и расти в доходности. При этом Россия может оказаться интересной инвестиционной возможностью, которую надо будет использовать, покупая на снижении цены и росте доходности.

**Кирилл Тремасов:** Как ты оцениваешь риск расширения санкций, покупая Россию? У тебя есть лимит на российских эмитентов, который могут попасть в санкционные списки?

**Алексей Третьяков:** Премия за санкционный риск в российских активах все еще сохраняется, ее можно использовать. Сейчас в отдельных эмитентах, таких как «Евраз», «ФосАгро», «Металлоинвест», «Полюс Золото», она составляет от 70 до 100 б.п. Хотя предугадать действия США в отношении санкций невозможно, я бы рекомендовал воспользоваться интересными возможностями на рынке корпоративных облигаций в отдельных именах.

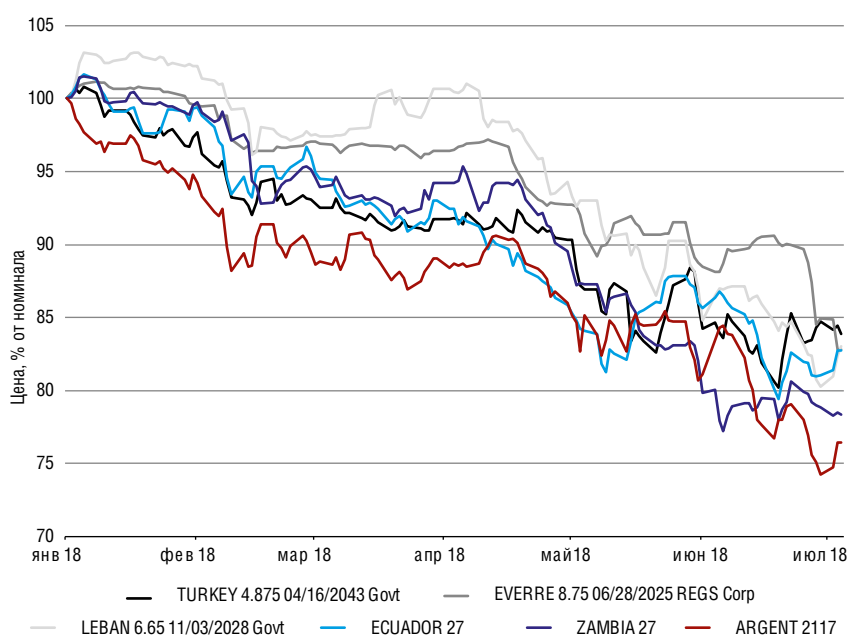
Более того, можно даже реализовать такую сложную арбитражную стратегию: купить облигации корпоратов с максимальным спредом и открыть позицию short по корпоративным облигациям, где премия за санкционный риск минимальна, например как в бумагах «Лукойла» или «Новатэка».

**Кирилл Тремасов:** Мы с тобой пока еще не поговорили о главном риске текущего момента — о торговых войнах. Ситуация настолько нестандартная и неожиданная, что многие инвесторы, как мне кажется, до сих пор не могут поверить в происходящее, даже после введения первых тарифов. Глобальная торговля — это ситуация win-win, где обе стороны выигрывают. Вы не найдете ни одного уважаемого экономиста, который поставил бы под сомнение этот тезис. И то, что крупнейшая мировая держава начала менять законы мировой экономики, выглядит просто абсурдно. Но этот риск нельзя недооценивать: мы уже сейчас видим пока еще не очень явные, но признаки охлаждения мирового экономического роста. Риск введения новых санкций действительно можно считать второстепенным по сравнению с риском обвала, который могут спровоцировать торговые войны, замедление мирового экономического роста. А я уже говорил, что один из базовых тезисов заключается в том, что именно рост решает все долговые проблемы и наоборот, именно спад резко обостряет ситуацию с долгами.

Но я по-прежнему остаюсь оптимистом и не верю в то, что худший сценарий реализуется. Я смотрю на мировую экономику позитивно и думаю, что рост

■ ■ ■  
СЕЙЧАС НАДО  
ОСТЕРЕГАТЬСЯ УГРОЗ  
ДЕФОЛТОВ В МАЛО  
ЗАМЕТНЫХ ДЛЯ  
ИНВЕСТИТОРОВ РЫНКАХ

Рисунок 3  
Distressed bonds



продолжится и в текущем, и в следующем году. При этом циклы в мировой экономике, конечно, никто не отменял. В ближайшие несколько лет мы определенно увидим циклический спад, правда, что станет его причиной, пока сказать сложно.

**Алексей Третьяков:** На мой взгляд, ситуация с торговыми войнами с точки зрения инвестора в emerging markets является проигрышной при любом раскладе. Возможный спад экономического роста в Китае крайне негативно отразится на всех развивающихся странах. Даже если произойдет чудо и риск эскалации торговых войн будет снят, это не отменит того, что инвесторы уже начали закладывать сценарий ухудшения глобальной экономики, судя по динами-

ке доходности 10-летних treasuries. Мне кажется, рост доходности и расширение спредов медленно продолжится. В конечном счете это будет иметь чуть более растянутый во времени негативный эффект для развивающихся долговых рынков.

**Кирилл Трemasов:** В этом году про эффект «плоской кривой» не написал только ленивый. Это одна из самых обсуждаемых тем у аналитиков. В 2006 году это сработало: через несколько месяцев после того, как кривая стала немножко инвертированной, начался кризис. Но если мы посмотрим на ту же историю с плоской кривой в 90-е годы, то увидим, что после уплощения кривой экономика росла еще несколько лет, причем заоблачными по нынешним меркам 4%-ми темпами. Поэтому уплощение кривой вовсе не означает начала кризиса завтра. Да, это серьезный сигнал ухудшения конъюнктуры. Ведь почему кривая уплощается? Что такое длинные ставки? В макроэкономике стоимость длинных денег — это баланс инвестиций и сбережений. Если у вас высокий инвестиционный спрос, то есть экономика растет, длинные ставки двигаются вверх, если экономика начинает охлаждаться, то рынок treasuries чувствует это одним из первых. Инвестиции не находят применения, растет спрос на сбережения, соответственно, длинная ставка идет вниз.

**Алексей Третьяков:** Согласен с тем, что паника вокруг кривой US Treasuries преждевременная. Пока кривая уплощается, это еще ни о чем не говорит. Вот другое дело, если она станет инвертированной, это точно можно трактовать как риск рецессии. Но пока что тренд сокращения спреда между длинными и короткими treasuries говорит о том, что переход кривой в инвертированную может произойти не раньше 2019-го или даже 2020 года.

**Кирилл Трemasов:** Еще одна тема, где много неизвестных, — нефть. Ситуация с нефтью и реакция Трампа на нее для меня выглядит еще поразительней и удивительней, чем ситуация с торговыми войнами. Как можно ожидать низких цен на нефть, если ты выдавливаешь с рынка крупнейшего игрока — Иран? Чудес-то не бывает.

Мне все это немножко напоминает первую половину нулевых годов, когда уже все признали факт сланцевой революции и наблюдали, как растет добыча сланца. И только руководители Газпрома заявляли, что это fake, а не технология. А добыча фактически удвоилась, но цены на нефть очень долго держались на прежнем уровне, во многом благодаря «арабской весне».





Сейчас ситуация более сложная: потенциал сланца приближается к некоему пику, удвоить объемы, как в начале 2010 года, уже точно не получится. Максимум — 1–2 млн баррелей. Но это кардинально не изменит баланс спроса и предложения на рынке нефти. Особенно с учетом тех проблем, которые есть в Венесуэле и которые нарисовались в Иране. Поэтому если и ждать от нефти сюрпризов, то я бы скорее ставил на какие-то панические выносы наверх.

В целом, мне кажется, текущий уровень цен действительно устраивает абсолютно всех. И у России возникнут серьезные проблемы, если нефть уйдет выше \$100, это будет не меньший шок, чем резкое падение цены. Уже сейчас Россия лошадиными темпами наращивает резервы. С учетом той валюты, которую Минфин скупил на рынке, объем резервов уже составляет около \$105 млрд. Если конъюнктура сохранится, то к концу следующего года резервы подойдут к пиковым значениям, которые были в 2008 году, — около \$225 млрд. Что делать с этими деньгами в условиях стагнирующей экономики? Сейчас это никак не способствует экономическому росту.

**Алексей Третьяков:** Мне кажется, у нас разные взгляды на стоимость нефти и на курс рубля. Я как раз вижу существенные риски падения цены нефти. Во-первых, сейчас на рынке снова образовался очень сильный разрыв между спотовыми и форвардными ценами. На мой взгляд, это объясняется тем, что очень давно не было сокращения спроса на нефть. Аналитики уже как данность воспринимают то, что мировой спрос на нефть растет быстрыми темпами каждый год. Но, как показал шок 2008 года, даже небольшое и временное сокращение спроса на нефть может привести к очень резкому падению цены. Если допустить, что торговая война между США и Китаем эскалирует или в США подойдет к концу цикл активного экономического роста, наступит пуск даже мягкая рецессия, цены на нефть могут упасть довольно сильно.

Еще один важный фактор: ситуация на рынке commodities в целом. Цены на железную руду упали уже больше чем на 20%, на медь — почти на 20%. То есть сегмент промышленных commodities подает явные негативные сигналы. Поэтому, оценивая перспективы рубля, неверно обращать внимание исключительно на спотовые цены на нефть. Да, соглашусь с тем, что рубль может быть несколько недооценен и есть небольшой потенциал укрепления. Но если



цены на нефть начнут снижаться, я не исключаю, что до конца года мы еще увидим обновление локальных минимумов рубля.


**Кирилл Трemasов:** Согласен, но только в том случае, если продолжится отток капиталов с emerging markets. В моем понимании нефть сейчас вообще не определяет динамику рубля, они просто идут в разные стороны. Все дело в том, что происходит масштабный отток капиталов с развивающихся рынков. И при таком сценарии рублю действительно дорога только в одну сторону. Если до конца года отток сменится притоком и это совпадет еще и с сезонным улучшением профицита счета текущих операций, то мы еще сможем наблюдать чудеса резкого укрепления российской валюты. 

Фото Михаила БОГАЧЕВА



Обеспечьте своих инвесторов интерактивными возможностями, используя новейший сервис!



**Cbonds Bond Map** — это ежедневно обновляемый виджет с картой выпусков облигаций и еврооблигаций и их аналитическими показателями: доходностью и дюрацией

**Кривая доходности эмитента**

**Cbonds Bond Map**

Удобство



Отображение всех основных параметров в одном рабочем окне

Информативность



Наглядная информация об актуальных выпусках

Актуализация данных



Автоматическое обновление всех параметров с серверов Cbonds

Простая интеграция



Настраиваемая цветовая схема для соответствия Вашему корпоративному стилю

Стоимость от 96 000 р. в год

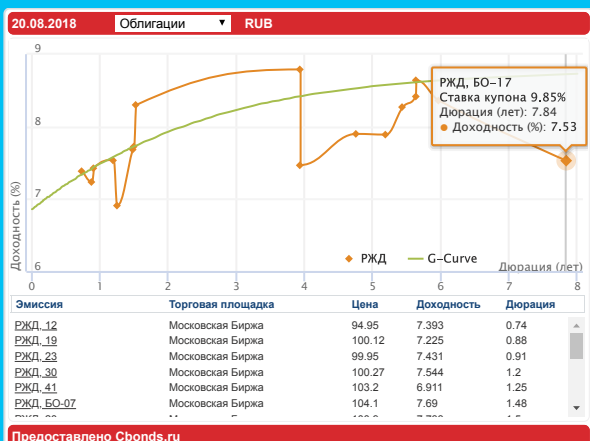


Возможен индивидуальный дизайн: нестандартная цветовая схема, изменение размера столбцов, разработка мобильной версии вашего виджета и др.

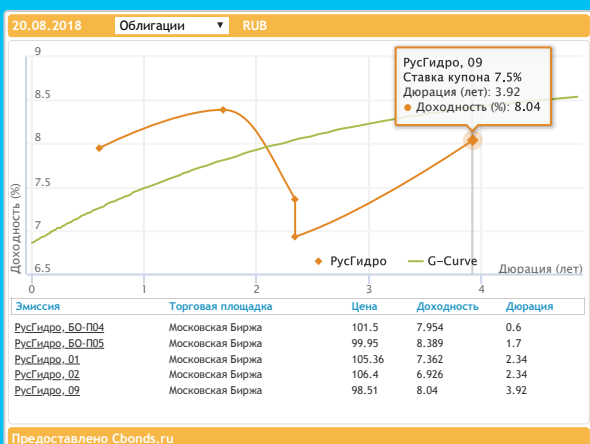
Для получения подробной информации обращайтесь к Касаткиной Элле  
тел. + 7 (812) 336 97 21, доб. 112, [ek@cbonds.info](mailto:ek@cbonds.info)

Благодаря данному виджету информация для инвесторов о всех выпусках компании будет наглядно представлена на вашем сайте

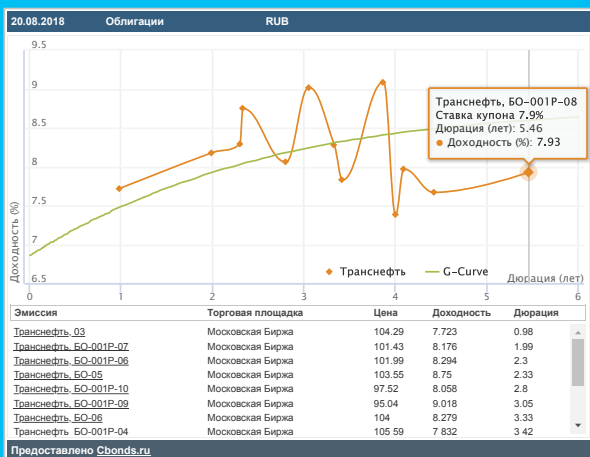
СЕРВИСОМ  
УЖЕ ПОЛЬЗУЮТСЯ:



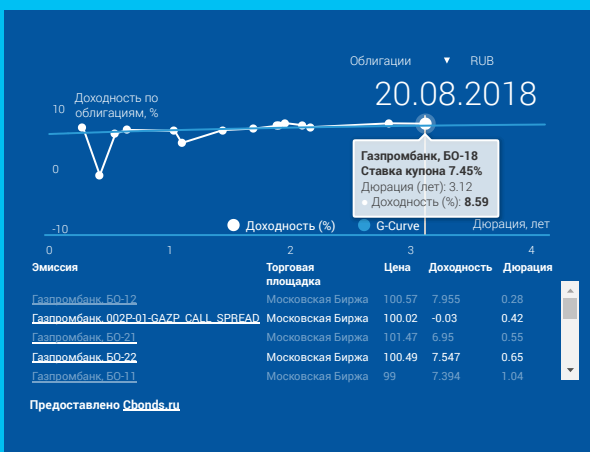
 Российские железные дороги



 РусГидро



 ТРАНСНЕФТЬ



 ГАЗПРОМБАНК