

ЯНВАРЬ 2011



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

2011 год: переключение скоростей

Инвестиционные перспективы 2011 года



Финансовые рынки пережили несколько бурных лет. Если 2008 год ознаменовался самым глубоким падением рынков акций за несколько десятилетий, то 2009 прошел под знаком их стремительного восстановления. В 2010 году многие из этих рынков вновь переживали трудные времена и в основном не смогли превысить рекордные уровни 2007 года. Доходность облигаций, в целом, достигла исторических минимумов.

Мы ожидаем, что в 2011 году различия в темпах экономического роста между странами станут еще более заметными. Многие развивающиеся экономики вновь опередят развитые, хотя и не избегнут небольшого замедления роста. В крупнейших развитых странах восстановление будет сдерживаться принятием мер жесткой экономии, дальнейшим сокращением долгового бремени предприятий и населения и общей неуверенностью. Отчасти 2011 год будет напоминать 2010.

Тем не менее, и в 2011 году перед инвесторами открываются интересные возможности, подробному рассмотрению которых посвящен настоящий обзор. На наш взгляд, в сложившихся условиях предпочтение следует отдавать тактическим инвестициям, но отдельные группы активов привлекательны и для долгосрочных вложений.

Вильям де Вильдер,
управляющий директор по инвестициям на развивающихся
рынках BNP Paribas Investment Partners





Макроэкономический прогноз

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- **США: умеренный рост при низкой инфляции**
- **Еврозона: сохранение резких региональных различий**
- **Япония: опасность новой рецессии**
- **Развивающиеся рынки: успешное преодоление циклических трудностей**
- **Основные развитые экономики: неизменные процентные ставки.**

“Предсказывать очень трудно, особенно будущее”, – гласит знаменитый афоризм, приписываемый датчанину Нильсу Бору, лауреату Нобелевской премии по физике 1922 года. В этом отношении нынешний год ничем не отличается от прошлых. Неопределенность велика, но больше ли, чем раньше? Нет, не больше, если брать наиболее оптимистичный и наиболее пессимистичный прогноз экономического роста на 2011 год для США, еврозоны и Японии из сентябрьского обзора Consensus Economics: средняя разница между прогнозами меньше, чем в случае прогнозов на 2009 год, опубликованных в сентябре 2008, не говоря уже о прогнозах на 2010 год, опубликованных в сентябре 2009. Конечно, это не вполне надежный ориентир: в сентябре 2007 года разница между крайними прогнозами на 2008 год была минимальной за шесть лет, однако рост в США, еврозоне и Японии в 2008 году не оправдал даже самых скромных ожиданий.

Обратимся к другому, хорошо известному индикатору неопределенности: VIX, регистрирующему подразумеваемую волатильность опционов на Индекс S&P500. VIX сегодня все еще выше среднего показателя за относительно спокойное четырехлетие с 2004 по 2007 год, но намного ниже экстремально высоких значений, которых он достигал осенью 2008 года в разгар финансового кризиса или весной 2010 года во время неурядиц на европейском рынке суверенных долговых обязательств. Так почему же многие говорят о повышенной неопределенности?

Решающая фаза восстановления

Мы полагаем, что мировая экономика вступает в решающую фазу своего восстановления. Кризис потребовал изменения поведения экономических агентов, и эти изменения произошли. В США инвестиционная активность предприятий опустилась до самого низкого

уровня за последние 15 лет – и начала расти. Объемы жилищного строительства достигли исторических минимумов – и тоже стали расти, хотя здесь улучшение менее заметно. Сбережения населения в основном восстановились, так что теперь потребительские расходы могут увеличиваться пусть и медленно, но, по крайней мере, теми же темпами, что и доходы. Во многих странах произошли массовые увольнения, следствием которых стали высокие уровни безработицы, но в ведущих развитых экономиках занятость больше не сокращается (не наблюдается, правда, и ее заметного увеличения).

Прибыли и инвестиции американских корпораций, % ВВП



Источник: Datastream, BNPP IP

Прибыли предприятий значительно превышают минимумы рецессии. Прибыли американских корпораций, полученные на рынке США, увеличились почти вдвое, хотя остаются приблизительно на 10% ниже докризисного пика. Существенно выросли корпоративные прибыли и в других регионах мира. Сначала двигателем роста было неуклонное сокращение затрат, затем все более важную роль стало играть увеличение выручки. За ростом прибыли, как правило, следует увеличение корпоративных инвестиций, а за ним, с еще более тесной корреляцией, — повышение занятости.

Таким образом, рынок труда, возможно, находится на пороге восстановления. Однако рецессия 2008—2009 годов была необычной: она оказалась более глубокой и охватила больше стран, чем любая другая рецессия со времен Второй мировой войны. Кроме того, она сопровождалась самым острым финансовым кризисом за многие десятилетия, восстановление же было медленным и неравномерным. Наконец, кризис резко ухудшил состояние государственных финансов развитых стран, которым пришлось принимать меры жесткой экономии, чей отрицательный эффект МВФ оценивает приблизительно в 1,25% ВВП. Поскольку импульс, приданный мерами стимулирования экономики и пополнением товарных запасов, ослабевает, необходимо как можно скорее сделать следующий шаг на пути к восстановлению: более активно создавать рабочие места в корпоративном секторе. Пока этого не произойдет, призрак W-образной рецессии не перестанет тревожить финансовые рынки.

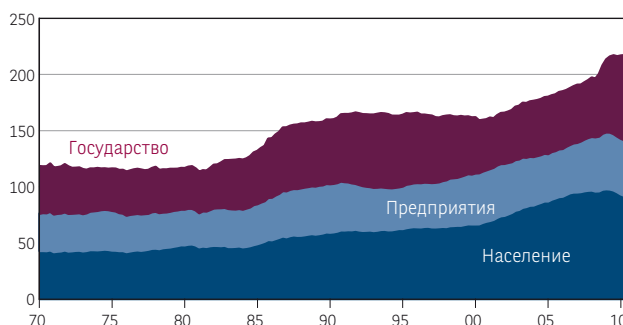
США: медленный рост, но без второго дна

Мы не считаем вероятным повторное скатывание экономики США в рецессию. Второе дно вообще явление редкое. Оно наблюдалось только в двух из 33 рецессий, пережитых американской экономикой с 1850 года, причем вторая (начало 1980-х) была создана искусственно: чтобы сдержать инфляцию, достигшую 14%, тогдашний президент ФРС Пол Волкер повысил процентные ставки почти до 20%.

Как правило, при начале восстановления экономики развивается эффект положительной обратной связи, в частности, между корпоративными прибылями и занятостью, о чем мы писали выше. Этот эффект усиливается, когда в цепь добавляется новое звено: рост потребительских расходов.

Однако опыт показывает, что для рецессий, сопровождающихся финансовым кризисом, как правило, характерна большая глубина и более медленное восстановление, чем для обычных рецессий. Действительно, текущее восстановление трудно назвать уверенным: во втором квартале 2010 года, спустя год после официального окончания рецессии, ВВП США все еще не достигал докризисных максимумов, чего не наблюдалось ни при одной рецессии с 1960-х годов. По данным научных исследований, в течение десятилетия, следующего за финансовым кризисом, экономика может расти на 1% в год медленнее, чем в десятилетие, предшествовавшее ему¹.

Долг разных секторов экономики США, % ВВП



Источник: Datastream, BNPP IP

Насколько долговое бремя увеличилось за время бума, настолько же оно уменьшается при схлопывании пузыря. На этот раз частный сектор США сумел несколько сократить размер своего долга по отношению к ВВП, хотя населению предстоит еще многое сделать для уменьшения долгового бремени. Однако успех был достигнут ценой стремительного увеличения государственного долга, т.к. рост доходов домохозяйств с минимальных уровней марта 2009 года был почти наполовину обеспечен увеличением социальных трансфертов и снижением налогов. Сегодня нетто-трансферты населению в США превышают сумму налогов, собираемых с физических лиц. В условиях повышенной экономической неопределенности население направило большую часть дополни-

1 См., напр., К. М. и В. Р. Райнхарт. "После падения". – Рабочий доклад Национального бюро экономических исследований, сентябрь 2010 г.

тельных средств, полученных от государства, на создание накоплений. Безработица, правда, почти не уменьшилась, но высокие уровни безработицы сами по себе не препятствуют восстановлению, иначе американская экономика никогда бы не оправилась от W-образной рецессии начала 1980-х годов. Безработица, однако, сдерживает рост зарплат, а домохозяйства, как обычно после рецессии, по-видимому, не будут готовы тратить свои сбережения на удовлетворение отложенного спроса, пока не ускорится создание новых рабочих мест.

На уровне федерального правительства меры жесткой экономии только начинают обсуждаться, но местные органы власти и правительства штатов уже были вынуждены сократить расходы и рабочие места, т.к. закон обязывает большинство из них не допускать разбалансировки бюджета.

Ввиду ослабевающего эффекта государственных мер стимулирования экономики и довольно скромного увеличения зарплат наиболее вероятным сценарием представляется медленный рост ВВП США.

Разделенная еврозона

Экономика еврозоны, традиционно отстающая в своем восстановлении от экономики США, в 2010 году показывает очень уверенную положительную динамику: рост значительно ускорился во втором квартале, а некоторые опережающие индикаторы продолжали улучшаться в третьем. Однако за высокими средними значениями скрываются глубокие различия между отдельными странами. Если Германия переживает настоящий экономический подъем, то Греция погрязла в рецессии, а Ирландию, возможно, ждет второе дно. Бельгийская и голландская экономики растут быстрее, чем еврозона в целом; французская, итальянская и португальская – медленнее. Рост в Испании после схлопывания пузыря на местном рынке недвижимости остается крайне вялым. По нашему мнению, эти различия исчезнут нескоро.

Экономические настроения в Еврозоне
(индекс, взвешенный по ВВП, январь 2000 г. = 100)



Источник: Datastream, BNPP IP

В числе медленно растущих оказались в основном экономики стран с наибольшим бюджетным дефицитом и наименьшей конкурентоспособностью. Впереди у них

годы жесткой экономии. Как члены валютного союза, не имеющие возможности обесценить национальную валюту, они могут восстановить конкурентоспособность, только ограничив рост зарплат или даже сократив их.

Проблемы суверенного долга не разрешены и, вероятно, в 2011 году будут время от времени напоминать о себе. Между тем программы мер жесткой экономии почти всех стран-участниц еврозоны составлены исходя из таких темпов роста в 2011 году, которые превышают оценку, представленную в сентябрьском обзоре Consensus Economics. Следовательно, возникает вероятность того, что поставленные задачи не будут выполнены, и правительствам придется принимать дополнительные меры.

Основными двигателями восстановления экономики еврозоны до сих пор были рост экспорта и пополнение товарных запасов. Действие второго фактора в ближайшие кварталы, несомненно, ослабеет. Поддержку экспорту может оказать растущий азиатский спрос, который, однако, едва ли компенсирует замедление роста экспорта на американском направлении.

Япония: в трудном положении

Япония поначалу опережала большинство промышленно развитых стран в темпах восстановления экономики, во многом благодаря спросу на товары японского экспорта со стороны быстро растущих азиатских стран, особенно Китая. Кроме того, благодаря пакету стимулирующих мер правительству даже удалось убедить японских потребителей увеличить расходы. Однако, когда действие этих мер закончилось, а курс иены достиг 15-летнего максимума по отношению к доллару США (это случилось осенью 2010 года), восстановление прекратилось почти так же быстро, как и началось. Остались прежние проблемы: гигантский государственный долг, большой бюджетный дефицит и устойчивая дефляция. Банк Японии отреагировал на происходящее снижением процентной ставки с 0,1% почти до нуля, вливанием дополнительной ликвидности в банковскую систему и новой программой покупки активов. В рамках этой программы – одной из форм количественного смягчения – банк будет приобретать государственные облигации и иные инструменты, такие как коммерческие бумаги и даже бумаги инвестиционных фондов недвижимости и биржевых фондов. По нашему мнению, меры кредитно-денежной политики сами по себе не позволят экономике преодолеть стагнацию. Более важными препятствиями для ее оживления являются стареющее население и отсутствие необходимых структурных реформ, а в этих областях никаких сдвигов в 2011 году не предвидится.

Сохранят ли свою блестящую динамику развивающиеся рынки?

У нас почти нет сомнений в том, что будущее мировой экономики за развивающимися рынками. В Азии экономический рост обусловлен долгосрочными урбанизационными тенденциями, которые будут действовать в

течение еще многих десятилетий. Если 15 лет назад в Китае и Индии было 67 городов с населением более одного миллиона человек, то сегодня таковых насчитывается 134, а еще через 15 лет может стать 187. В менее крупных развивающихся странах разворачиваются те же процессы, хотя и не так ярко выраженные. Мы имеем дело с самоукрепляющимся трендом: более высокие доходы городского населения стимулируют переезд жителей сельской местности в города, а эта миграция, в свою очередь, способствует повышению среднего уровня доходов. Особенно важно то, что, как показывает статистика, в относительно бедных странах увеличение доходов приводит к экспоненциальному росту расходов на потребительские товары длительного пользования². Исходя из вышесказанного было бы опрометчиво недооценивать покупательную способность потребителей из развивающихся стран. Достаточно посмотреть на вклад китайских розничных продаж в мировую экономику, который с начала 2008 года составил \$50 млрд. Судя по этим цифрам, Китай сегодня является, безусловно, крупнейшим маржинальным потребителем. Согласно последним прогнозам ОЭСР, в течение ближайшего десятилетия в развивающихся странах, преимущественно азиатских, может появиться до 1,4 млрд. новых представителей среднего класса³.

Эти положительные структурные факторы будут действовать очень долго, однако мы не вправе пренебрегать факторами циклическими, которые вызывают некоторые опасения.

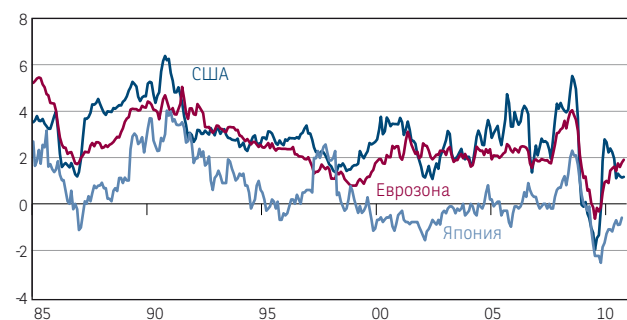
Перспективы развивающихся стран в текущей фазе цикла необходимо оценивать в сопоставлении с преобладающими оптимистичными рыночными ожиданиями. Прогноз роста развивающихся экономик в целом на ближайшие 12 месяцев составляет 6,2%, а латиноамериканских — 4,4%, причем последний показатель близок к самому высокому уровню за всю историю (причина — всеобщее оптимистичное настроение в отношении Бразилии). При определенно благоприятных долгосрочных тенденциях последние данные о торговом обороте и промышленном производстве в развивающихся странах, равно как и результаты опросов участников экономического процесса, свидетельствуют о том, что эти экономики сбавили ход.

Настораживает то, что впервые за десятилетие развивающиеся страны отстают от развитых в росте промышленного производства, и в начале 2011 года с этим, по-видимому, уже придется считаться. Впрочем, мы полагаем, что такое отставание окажется временным: его причиной может быть переход от чересчур быстрого восстановления экономики к более умеренному, но и более устойчивому росту. Временно замедлить подъем развивающихся экономик способно и такое само по себе здоровое явление, как смена парадигмы роста: его основным двигателем вместо экспорта становится внутренний спрос.

Денежная политика: когда начнется ужесточение

В обзоре, посвященном перспективам 2010 года, в числе факторов риска мы называли действия центральных банков по ужесточению кредитно-денежной политики. В прошлом время для него выбиралось не всегда удачно: история изобилует примерами того, как преждевременное ужесточение оказывалось губительным для восстановления экономики, а слишком позднее — разгоняло инфляцию или приводило к надуванию экономических пузырей. ФРС и ЕЦБ попытались начать ужесточение сверхмягкой кредитно-денежной политики зимой-весной 2010 года, прекратив действие некоторых нетрадиционных мер поддержки экономики и банковского сектора, принятых во время кризиса. Однако, поскольку впоследствии рост экономики США стал замедляться, ФРС сочла необходимым прибегнуть к новому способу стимулирования: покупке активов. ЕЦБ же был вынужден отказаться от планов по уменьшению объемов ликвидности, предоставляемой банковскому сектору, из-за кризиса на рынке суверенных долговых обязательств стран еврозоны, хотя ближе к концу года вновь предпринял попытку ужесточения политики.

Индекс потребительских цен, % к тому же периоду предыдущего года



Источник: Datastream, BNPP IP

Ясно одно: причиной ужесточения кредитно-денежной политики в США, еврозоне или Японии будет не инфляция. В США она, по мнению ФРС, даже слишком низка, и рост цен продолжит сдерживаться избытком свободных мощностей в экономике. Может, напротив, замаячить призрак дефляции, но и дефляционный сценарий мы не рассматриваем как базовый: снижение темпов роста заработной платы становится тем медленнее, чем ближе эти темпы к нулю, т.к. по ряду причин работодатели стараются избегать сокращения зарплат. Кроме того, почти перестал действовать один из факторов, обуславливавших низкую базовую инфляцию, — давление со стороны рынка жилья.

Если дефляция в США или еврозоне еще возможна в случае новых потрясений, то ускорение инфляции совсем маловероятно из-за значительного избытка производственных мощностей. Его размер оценить сложно, т.к. часть мощностей, учитываемых статистикой, могла

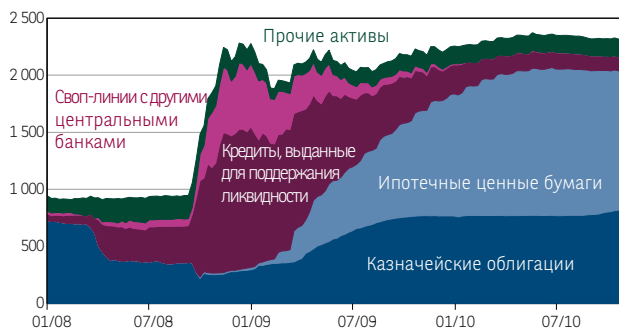
² "Рост среднего класса в Азии". — Азиатский банк развития, 2010 г.

³ Хоми Харас. "Становление среднего класса в развивающихся странах". — Рабочий доклад ОЭСР №285, 2010 г.

устареть или выбыть, но мы убеждены, что свободные мощности в экономике существуют и того роста, который ожидается в 2011 году, будет недостаточно для их полной загрузки. Что это означает для рынка труда, нетрудно понять: уровень безработицы в США и еврозоне, находящийся на циклических максимумах или вблизи их, едва ли начнет быстро снижаться.

Меры ФРС по ужесточению кредитно-денежной политики предусматривали прекращение покупки активов в конце первого квартала: к тому времени она приобрела долговых обязательств американского казначейства на сумму 300 млрд. долларов США, ипотечных облигаций на 1 250 млрд. долларов и долговых ценных бумаг федеральных агентств на 200 млрд. долларов. Однако ФРС не допустила сокращения своего баланса, объявив в августе, что реинвестирует средства от погашения казначейских обязательств и ипотечных ценных бумаг, чтобы избежать непреднамеренного уменьшения ликвидности.

Активы на балансе ФРС, трлн. долларов США



Источник: Bloomberg, BNPP IP

Приняв это решение, ФРС сразу начала говорить о возможности второго раунда количественного смягчения (известного под латинской аббревиатурой QE2). В первых числах ноября было объявлено, что до конца второго квартала 2011 года она направит до 600 млрд. долларов на покупку казначейских обязательств. Это шаг в сторону от прекращения мягкой кредитно-денежной политики, дающий нам основание полагать, что в 2011 году ФРС не станет повышать процентную ставку. По расчетам ФРС Сан-Франциско, если экономика будет расти в соответствии с прогнозами ФРС и инфляция останется низкой, а безработица будет сокращаться медленно, то до второй половины 2012 года необходимо поддерживать отрицательную процентную ставку. Поскольку номинальная ставка отрицательной быть не может, такое решение означает, что ФРС была бы рада искусственно "приподнять" инфляцию, чтобы уменьшить реальную ставку.

Мы сомневаемся, что количественное смягчение окажет важное влияние на экономику США. Основная цель QE2 — снизить доходность государственных облигаций. Поскольку в этом случае инвесторы начнут сокращать долю госбумаг в своих портфелях и переводить средства в другие инструменты, доходность корпоративных облигаций — мерило стоимости капитала — тоже должна

уменьшиться (возможно, начнется и рост акций). Однако доходность казначейских обязательств уже находится на исторически низких уровнях, и ее дальнейшее значительное снижение маловероятно. Еще сомнительнее, что, даже если оно произойдет, это хоть как-нибудь отразится на реальной экономике: главным препятствием к увеличению заимствований является, по-видимому, отнюдь не стоимость капитала. Едва ли большое значение будет иметь и дополнительная ликвидность, предоставленная в рамках QE2: у банков и корпораций достаточно свободных ликвидных ресурсов, а население не только не стремится привлекать новые кредиты, но даже уменьшает свою задолженность.

ЕЦБ в 2010 году предпринял две попытки отказаться от слишком мягкой кредитно-денежной политики. В начале года он приступил к ужесточению условий предоставления ликвидности банкам, заявив, что начнет выдавать кредиты на более короткий срок и по гибкой, а не по фиксированной ставке. Однако кризис, охвативший рынок суверенных долговых обязательств, вынудил ЕЦБ пересмотреть свои планы: ставки остались фиксированными, хотя сроки кредитования действительно стали короче, чем в 2009 году и в начале 2010. Быстрый рост экономики в летние месяцы убедил ЕЦБ, что теперь он может начать осторожно сворачивать стимулирующие программы. Банк заявил, что в первом квартале 2011 года, возможно, откажется от предоставления неограниченной ликвидности на своих аукционах.

Итак, ЕЦБ, по-видимому, готов понемногу ужесточать денежную политику, даже несмотря на то, что многие банки из периферийных стран еврозоны зависят от его кредитов. Однако, хотя ЕЦБ может частично пересмотреть условия предоставления ликвидности, кардинальных перемен в денежной политике мы не ожидаем. Банк, возможно, восстановит ограничения на объем кредитных ресурсов, размещаемый на проводимых им аукционах. Но официальная процентная ставка, по нашему мнению, повышена не будет, потому что темпы экономического роста и инфляция, вероятно, останутся низкими, а главное, потому что повышение ставок грозит таким укреплением евро, которое может спровоцировать финансовый кризис в периферийных странах.

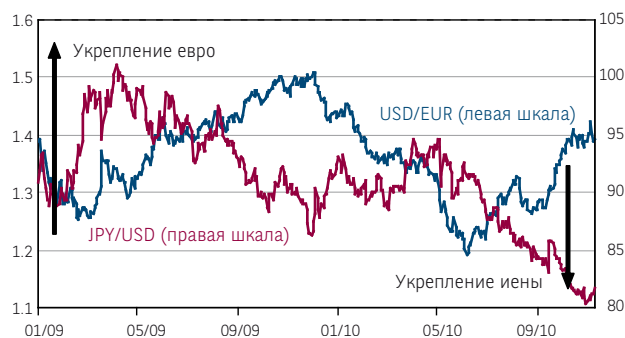
Валюты: политика слабого доллара

Официально США продолжают придерживаться политики сильного доллара, однако снижение его курса к евро и иене под влиянием QE2, вероятно, не вызывает неудовольствия американских властей. Сохранится ли слабость доллара в 2011 году?

Смена направления движения на валютных рынках может происходить очень быстро. Евро начинал 2010 год на едва ли не самом высоком уровне по отношению к доллару за всю свою историю, но весенний кризис на рынке долговых обязательств государств, входящих в еврозону, повлек за собой резкое ослабление единой европейской валюты, поставив под сомнение само ее

будущее. Когда для помощи кризисным странам было создано два фонда, а европейские банки в целом успешно прошли стресс-тесты, евро несколько восстановился. Его восхождение ускорило после того, как президент ФРС Бен Бернанке заговорил о QE2. Многие из того, что доллар отыграл по отношению к евро в первом полугодии, он растерял в июне-сентябре.

Обменные курсы валют



Источник: Datastream, BNPP IP

На наш взгляд, потенциал дальнейшего ослабления доллара ограничен. Во-первых, рынок учел эффект QE2 задолго до того, как стали известны параметры программы. Во-вторых, уже курс в 1,40 доллара США за евро опасен для экономики еврозоны, основным двигателем восстановления которой является рост экспорта. В 2011 году мы ожидаем замедления экономического роста как в США, так и в еврозоне, но, поскольку текущие темпы роста в последней в целом выше, замедление может иметь более ярко выраженные отрицательные последствия именно для евро. Это может найти отражение и в кредитно-денежной политике: не исключено, что ЕЦБ вновь откажется от попытки смягчить ее, тогда как величина QE2,

возможно, будет намного меньше, чем объем первой программы количественного ослабления. Если в результате разница в краткосрочных процентных ставках между еврозоной и США сократится, доллар укрепится по отношению к евро.

Мы также не ожидаем и сохранения высокого курса иены: поскольку японская экономика демонстрирует признаки слабости, местный Центробанк в ближайшее время будет придерживаться исключительно мягкой денежной политики. Иена скорее подешевеет, чем продолжит укрепляться, хотя обесценение будет ограниченным в силу уменьшения склонности инвесторов к риску, которая поддерживает японскую валюту.

Значительных изменений курса британского фунта к евро не ожидается. Осенью, когда рост британской экономики начал замедляться, а Банк Англии, казалось, готовил новый раунд количественного ослабления, фунт подешевел по отношению к доллару, однако публикация данных, свидетельствовавших о неожиданно быстром росте британской экономики в третьем квартале, убедила инвесторов, что внедрение новых стимулирующих мер будет отложено, и это способствовало укреплению фунта. Тем не менее, судя по значениям опережающих индикаторов, в ближайшие кварталы экономический рост значительно замедлится, а значит, Банк Англии все же примет некоторые меры. На первых порах это приведет к ослаблению фунта, но, скорее всего, небольшому, т.к. в текущем обменном курсе вероятность таких действий Банка Англии большей частью учтена. Вообще, желание многих стран ослабить свои валюты или, во всяком случае, не допустить их укрепления мы считаем главной угрозой росту мировой экономики в 2011 году.

В следующем разделе рассматриваются факторы, по причине которых наш прогноз на следующий год может не сбыться.





Почему наш прогноз может не оправдаться

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

- Более быстрый, чем ожидается, рост занятости в США
- Внушающее тревогу состояние американского рынка жилья
- Неопределенность, связанная с кредитно-денежной политикой
- Небывалые меры жесткой экономии в евро-зоне
- Возможное усиление протекционистских тенденций из-за дисбалансов мировой экономики

Начнем с причин того, что темпы роста мировой экономики могут превзойти наши ожидания. Как уже отмечалось, экономика вступает в решающую стадию восстановления, когда необходимые сокращения инвестиций, рабочих мест и потребительских расходов в основном произведены и корпоративные прибыли начали расти. Если, как обыкновенно бывало в прошлом, последнее приведет к формированию восходящей тенденции в инвестиционной активности и занятости, то в действие вступит новый фактор поддержки экономического роста, повышающий его устойчивость: увеличение потребительских расходов. В этом случае наш прогноз, в целом довольно консервативный, окажется слишком пессимистичным. Вероятно ли подобное развитие событий? История учит, что да, если речь идет о нормальных рецессиях, причинами которых являются рост инфляции и процентных ставок. Однако последняя рецессия таковой, по нашему мнению, не была, что заставляет опасаться более медленных темпов восстановления при более высокой неопределенности. В этих условиях корреляция между прибылями, инвестициями и занятостью будет ослаблена. Наш прогноз довольно скромного роста инвестиций и занятости подкрепляется снижающимися значениями индексов уверенности производителей во всем мире.

Однако больше мы видим тех факторов, в силу которых результаты могли бы оказаться хуже прогнозируемых. Во-первых, это состояние американского рынка жилья, на котором цены вновь снизились после того, как прекратилось действие налоговых льгот, и могут упасть

еще сильнее, что ударит по благосостоянию домохозяйств и уверенности потребителей. К тому же выясняется, что при выдаче ипотечных кредитов банки зачастую небрежно оформляли документы, а это может затруднить изъятие недвижимости нерадивых заемщиков. Кроме того, банкам, возможно, придется опять принять на свой баланс ссуды, проданные в составе пакетов секьюритизированных кредитов, что грозит новыми убытками. Мы склонны думать, что с этой новой напастью они справятся, но дополнительная неопределенность явно вредит рынку.

Во-вторых, кредитно-денежная политика. Если ФРС, Банк Англии и Банк Японии определенно тяготеют к принятию дополнительных стимулирующих мер, то ЕЦБ и центральные банки других развитых и развивающихся стран предпочли бы вернуться к сбалансированной кредитно-денежной политике или даже начать ее ужесточение (некоторые уже начали). Денежные власти США и еврозоны в прошлом не всегда действовали синхронно (ЕЦБ следовал за ФРС с определенным опозданием), но такого, чтобы одни из них повышали ставки, а другие понижали, не бывало с тех пор, как еврозона ввела единую кредитно-денежную политику. Теперь же члены правления ЕЦБ настроены на ужесточение, что может поднять евро на новые высоты по отношению к доллару, фунту и многим азиатским валютам и нанести ущерб экономическому росту в еврозоне. Что касается США, то успех нового раунда количественного смягчения вызывает сомнения. QE2 может немного ускорить рост, но в целом его результаты, как мы полагаем, разочаруют тех, кто надеется на значительное ускорение, тогда как ФРС в своем желании подтолкнуть инфляцию может переусердствовать и ускорить ее больше, чем нужно. Впрочем, это проблема скорее 2012 года.

В-третьих, бюджетная политика. Мы полагаем, что принимать меры жесткой экономии придется многим странам, в том числе США, где пока разногласия между Демократической и Республиканской партиями

не позволяют даже предположить, каковы будут эти меры. Больших перемен в 2011 году мы не предвидим: возможно некоторое сокращение бюджетных расходов, но оно не рассеет неопределенности, создаваемой гигантским бюджетным дефицитом. В свою очередь, в еврозоне принятых программ сокращения бюджетных расходов может оказаться недостаточно, т.к. они составлялись исходя из слишком оптимистичных прогнозов экономического роста. Европейский фонд финансовой стабильности сформирован, но условия предоставления кредитов неясны. Мы ожидаем в 2011 году временных всплесков рыночной волатильности при обострениях бюджетных проблем в еврозоне. В целом, по прогнозам МВФ, меры, направленные на ужесточение бюджетной дисциплины, могут стоить экономике еврозоны 1,25% ВВП. Никогда ранее бюджетные расходы не урезались так сильно. В прошлом некоторым странам удавалось довольно быстро приводить свои бюджеты в порядок, но это были в основном государства, способные отчасти компенсировать отрицательное влияние мер жесткой экономии увеличением экспорта в страны с растущими экономиками. Сегодня при медленном росте многих развитых экономик добиться оздоровления бюджетов будет, возможно, гораздо сложнее.

Наконец, валютный риск. Развитые страны, особенно США и Япония, были бы рады ослаблению своих валют, что позволило бы им поддержать экономический рост за счет увеличения экспорта, однако развивающиеся страны, со своей стороны, не желают упускать конкурентное преимущество, создаваемое дешевизной их валют. В начале ноября министры финансов и главы центральных банков стран «Большой двадцатки» обязались повысить гибкость обменных курсов и не совершать конкурентных девальваций, но это не помешало Китаю жестко контролировать курс юаня, а ФРС — затеять новый раунд количественного смягчения. Дисбалансы мировой экономики с трудом поддаются исправлению и при развитии событий по наихудшему сценарию могут привести к усилению протекционизма во всем мире.



Как будут вести себя рынки

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

- Перспективы рынков акций заслуживают осторожной оценки, наиболее интересны развивающиеся рынки
- Доходность облигаций в целом останется непривлекательно низкой
- Предпочтение следует отдавать корпоративным облигациям и долговым обязательствам эмитентов развивающихся рынков
- Высокая арендная доходность делает инвестиции в недвижимость привлекательнее вложений в сырьевые товары

Как в представленном выше базовом сценарии поведут себя рынки? По нашему мнению, 2011 год будет напоминать 2010: рынки акций будут колебаться в пределах широкого диапазона с ограниченным потенциалом снижения, причем развивающиеся рынки продемонстрируют динамику лучше, чем развитые. Однако, в отличие от 2010 года, основной прирост стоимости акций, скорее всего, придется не на первые месяцы года. Доходность долговых обязательств, вероятно, останется низкой, но даже минимальное ее увеличение способно значительно уменьшить доход от инвестиций в эти инструменты, среди которых, как следствие, мы отдаем предпочтение следующим трем группам облигаций: корпоративным, конвертируемым и выпущенным заемщиками с развивающихся рынков.

Акции: ограниченный потенциал роста

С начала 2010 года мировые рынки акций в целом колеблются в пределах широкого диапазона, хотя развивающиеся рынки пробили его верхнюю границу. Отчетность компаний оказывала скорее поддержку рынкам, чем давление на них, однако в течение года приступы экономического оптимизма чередовались с волнами пессимизма. Последствия финансового кризиса и мер, принимавшихся регулирующими органами для его преодоления, время от времени приводили к всплескам волатильности и кратковременным, но иногда болезненным распродажам.

Индексы MSCI World (без MSCI EM) и MSCI EM



Источник: Datastream, BNPP IP

На наш взгляд, текущие мультипликаторы не дают ни оснований избегать инвестиций в акции, ни сигналов к их покупке. Доля акций в инвестиционных портфелях сейчас, в целом, не очень велика, а в условиях медленного роста экономики угроза ухудшения качества корпоративных балансов ограничена. Тем не менее, мы полагаем, что развитым рынкам акций будет трудно преодолеть верхнюю границу текущего торгового диапазона.

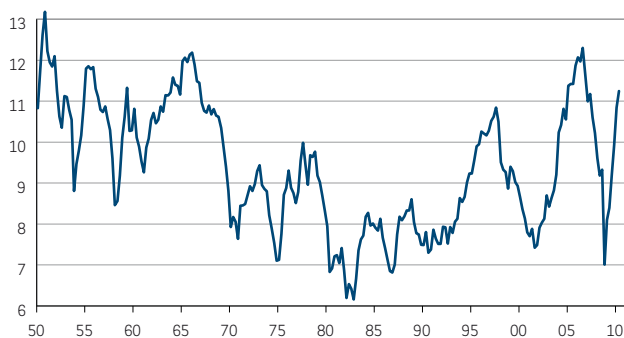
Во-первых, наш осторожный макроэкономический прогноз слегка неблагоприятен для акций. Несмотря на то, что ближе к концу года перспективы экономического роста, возможно, станут яснее и, если они окажутся неплохими, рынки получают некоторую поддержку, сомнения в устойчивости и итоговом качестве восстановления будут возникать снова и снова. Мало определенности в течение большей части 2011 года будет и в вопросах кредитно-денежной политики, включая сроки действия и общий объем программы количественного смягчения в США, а также различия в подходах к ужесточению политики, проводимой мировыми центральными банками.

Во-вторых, поддержка, оказываемая рынкам хорошей отчетностью компаний, на наш взгляд, будет постепенно ослабевать. Мы полагаем, что консенсус-прогноз корпоративных прибылей слишком оптимистичен. В целом по предприятиям, включенным в Индекс S&P500, ожидаемый рост прибыли составляет 14% в 2011 и в 2012 году. Прогноз основан на допущении, что продажи будут расти на 6% в год, а маржа продолжит увеличиваться. Посмотрим, так ли это. По нашему мнению, экономика будет расти приблизительно на 2% в год, а инфляция будет составлять 1—2%. Это соответствует номинальному росту ВВП на 3—4%, что ниже прогнозируемых темпов увели-



чения продаж, лежащих в основе консенсус-прогноза. Однако компании, представленные в Индексе S&P500, как правило, растут несколько быстрее, чем экономика в целом (это компенсируется тем, что, например, в государственном секторе темпы роста ниже среднего). Следовательно, рост продаж на 6% достигим. Иное дело – увеличение маржи. Согласно данным US National Income and Product Accounts, маржа сегодня значительно превышает минимумы конца 2008 года. Более того, идет ли речь о прибылях вообще, или только о прибылях, полученных на американском рынке, или, наконец, о прибылях только нефинансовых компаний, маржа сегодня в основном превышает свое долгосрочное среднее значение. Главным двигателем роста прибылей стало уменьшение затрат: массовые сокращения численности персонала привели к значительному увеличению производительности труда и снижению удельных затрат на его оплату.

Прибыли американских корпораций, % ВВП



Источник: Datastream, BNPP IP

Однако дальнейшего развития эта тенденция не получит. Действительно, уже во втором квартале 2010 года производительность труда в США снизилась вследствие роста удельных затрат на оплату труда, а недостаток инвестиций, характерный для послекризисного периода, может ограничить увеличение производительности в будущем. Поскольку медленный рост экономики в 2011 году, вероятно, будет сопровождаться небольшим увеличением занятости, мы полагаем, что расходы будут расти приблизительно так же, как и выручка от продаж. Между тем прибыли компаний очень чувствительны к изменению маржи, а значит, могут не оправдать ожиданий, если маржа увеличится меньше, чем подразумевается консенсус-прогнозом.

Наконец, негативное влияние может иметь ужесточение регулирования, включая повышение нормативов достаточности капитала финансовых организаций и, возможно, увеличение ставки налогов или расширение

базы налогообложения. В целом, мы ожидаем, что в 2011 году инвестиции в акции принесут абсолютный доход, не превышающий 10%, а поскольку волатильность ввиду серьезности и самой природы стоящих перед мировой экономикой рисков может быть довольно высока, доход с поправкой на риск окажется не слишком привлекательным. Кроме того, на рынке, быстро меняющем направление движения, инвесторам нужно быть всегда готовыми перестроить свои позиции. В группе развитых рынков акций у нас нет четких региональных предпочтений. Конечно, изменения, реальные или мнимые, в кредитно-денежной или бюджетной политике приводят к резким колебаниям обменных курсов и могут влиять на динамику одних региональных рынков относительно других. Так, в последнее время из-за укрепления евро и иены европейские и японские рынки показывали результаты хуже, чем американский, но все может измениться, если ЕЦБ начнет проявлять большую склонность к сохранению мягкой кредитно-денежной политики или если количественное смягчение в США не даст ожидаемых результатов. Своевременное принятие правильных тактических решений позволит воспользоваться этими колебаниями, но может не повлиять на относительный доход от инвестиций в отдельные рынки по итогам года.

Более перспективными представляются акции компаний из развивающихся стран. В первые месяцы 2011 года они, возможно, будут чувствовать себя не слишком уверенно в силу циклических факторов и дальнейшего ужесточения денежной политики в некоторых странах группы. Краткосрочные риски создает и отмечавшийся в последние месяцы значительный приток средств на эти рынки. Однако возобладавать должны положительные долгосрочные структурные факторы, включая опережающие темпы экономического развития, урбанизацию (стимулирующую спрос на товары длительного пользования) и постепенную смену модели роста: смещение акцента с внешнего спроса на внутренний. Если развивающимся странам удастся без ущерба для быстрого роста обуздать инфляцию, это может придать им дополнительную привлекательность. Наконец, благоприятно для них и то, что в валютной структуре индексов акций развивающихся стран преобладают недооцененные азиатские валюты. Примечательно, что если корреляция между ростом экономик развивающихся и развитых стран в последние годы ослабла, то корреляция между их рынками акций даже усилилась. Повторим: мы ожидаем, что развивающиеся рынки акций превзойдут развитые, причем, возможно, весьма значительно, ввиду ограниченного потенциала роста последних.



Государственные облигации: безрисковые бумаги?

В нормальных условиях государственные облигации рассматриваются как безрисковые активы, а их доходность считается эталонной для доходности долговых обязательств с более высоким риском. Однако финансовый кризис, а в большей степени кризис на рынке суверенного долга показал, что не все государственные ценные бумаги заслуживают статуса безрисковых. Спрэды облигаций Греции, Ирландии, Испании и Португалии к облигациям Германии весной-летом 2010 года достигали рекордных значений и несколько сократились лишь после принятия первыми четырьмя странами драконовских мер жесткой экономии и создания двух фондов спасения, одного для Греции, другого для всей еврозоны. Доходность американских, немецких и японских облигаций находилась на исторических минимумах, несмотря на восстановление экономик и рост рынков акций.

В 2011 году мы не ожидаем значительного увеличения доходности облигаций, эмитированных правительствами наиболее развитых стран. Скорее существуют факторы, способствующие сохранению низкой доходности этих бумаг. Последняя рецессия была самой глубокой со времен Великой депрессии, а восстановление идет не очень уверенно, поэтому производственные мощности ведущих экономик загружены далеко не полностью. Как следствие, инфляция остается низкой, а в США и еврозоне сохраняется даже риск дефляции.

В связи с этим мы считаем, что официальные процентные ставки будут повышены еще не скоро, а значит, создаются условия для сохранения низкой доходности суверенных облигаций и даже, при соответствующей продолжительности и объеме программы количественного смягчения, для ее дальнейшего снижения. Однако прибыльными инвестиции в гособлигации ведущих стран могут оказаться, по-видимому, только при повторном сползании США и еврозоны в рецессию с устойчивой дефляцией. Этот так называемый японский сценарий определенно не является для нас базовым.

Доходность 10-летних государственных облигаций



Источник: Datastream, BNPP IP

Ожидая сохранения низкой доходности, мы, тем не менее, не считаем нулевым риск, связанный с инвестициями в гособлигации США, Германии и Японии. Речь, конечно, идет не о дефолте или реструктуризации долга. Основной риск состоит в повышении доходности из-за более уверенного восстановления экономики, чем мы прогнозируем, или усиления инфляционных ожиданий. Поскольку сейчас доходность американских и немецких государственных облигаций составляет лишь около 2,5%, а японских – намного менее: 1%, даже небольшое ее повышение грозит сделать инвестиции в эти бумаги убыточными.

Спрэд доходности гособлигаций периферийных стран еврозоны к гособлигациям Германии, б. п.



Source: Bloomberg, BNPP IP

В доходности государственных облигаций периферийных стран еврозоны инвесторы продолжают учитывать риск реструктуризации. Сейчас всем этим заемщикам необходимо привлекать на рынке средства не только для рефинансирования погашаемых долговых обязательств, но и для покрытия больших первичных дефицитов бюджета, представляющих собой разность между общей суммой бюджетного дефицита и расходами на обслуживание долга. Когда восстановится профицит первичного баланса и новые заимствования будут нужны только для рефинансирования основной суммы займов или финансирования текущих процентных выплат, у рассматриваемых стран станет намного меньше мотивов объявлять дефолт. Впрочем, это дело будущего, а пока, в 2011 году, потребности всех стран еврозоны покрываются стабилизационным фондом, из которого любой стране могут быть выделены средства, если их не удастся привлечь на рынке. Поскольку механизмы функционирования фонда и условия предоставления кредитов до сих пор неясны, мы ожидаем, что в 2011 году кризис на рынке суверенных долговых обязательств стран еврозоны продолжит время от времени напоминать о себе. Итак, мы считаем, что доходность государственных облигаций в 2011 году останется низкой, причем в ближайшие месяцы может опуститься ниже текущих уровней, но видим опасность в сочетании низких ставок и возможного усиления инфляционных ожиданий.

Как только появятся признаки того, что QE2 приносит свои плоды и наряду с положительным для облигаций эффектом этой программы начнет ощущаться отрицательный эффект более быстрого роста экономики или более высокой инфляции, на рынке гособлигаций может усиливаться волатильность.

Корпоративные облигации и облигации развивающихся стран: очередной год опережающего роста

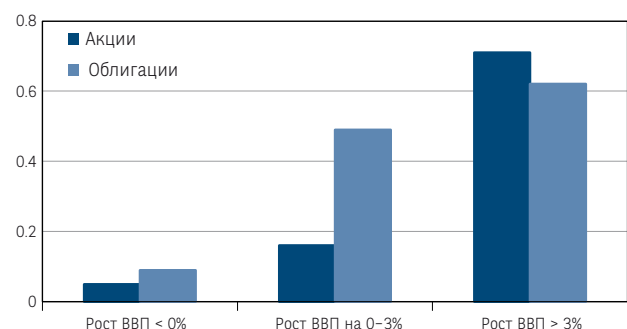
Облигации в последние годы показывают очень хорошую динамику, особенно по сравнению с акциями. В 2008 году корпоративные облигации, как высокодоходные, так и имеющие рейтинг инвестиционного уровня, потеряли в цене меньше, чем акции компаний из развитых стран. При выходе из рецессии в 2009 году облигации с рейтингом инвестиционного уровня принесли немного меньший общий доход, чем акции, зато в случае высокодоходных бумаг он более чем вдвое превысил прирост Индекса MSCI EM. Наконец, в нынешнем году облигации вновь выглядят предпочтительнее акций: если последние подорожали незначительно, то корпоративные облигации принесли больший доход, чем за весь 2009 год, и опередили в росте акции даже с учетом дивидендов, довольно высоких по историческим меркам. Главный вопрос: сохранится ли такое положение дел в 2011 году? Нет сомнений, что облигациям не удастся повторить отличных результатов 2009 года, которые были достигнуты благодаря сужению спредов, резко расширившихся за время финансового кризиса. С начала 2010 года основными двигателями роста корпоративных облигаций были процентные платежи и стремительное снижение доходности государственных облигаций. Спреды даже расширились и превысили свои долгосрочные средние значения, но потенциал их сокращения в условиях медленного роста экономики в 2011 году ограничен. Мы ожидаем, что спреды не вернутся на те крайне низкие уровни, на которых находились перед тем, как финансовый кризис докатился до рынка корпоративных облигаций.

В целом, мы предвещаем корпоративным облигациям очередной успешный год. Может быть, по уровню абсолютного дохода они не сильно опережат акции, но по уровню дохода с учетом риска превзойдут их весьма значительно. По этому параметру, как показывают наши исследования, корпоративные облигации сильнее всего обгоняют акции, когда рост реального ВВП составляет 0–3% в год. При росте более, чем на 3% лучшие результаты показывают акции, при отрицательном росте потери несут оба инструмента. Тогда как экономический рост, равный 0–3% годовых, с одной стороны, слишком слаб, чтобы существенно увеличиться корпоративные прибыли (основной двигатель роста акций), а с другой – достаточно велик для того, чтобы не происходило крупных дефолтов по корпоративным облигациям. Поскольку фундаментальные показатели компаний

улучшились, мы убеждены, что в 2011 году корпоративные облигации продолжат показывать хорошие результаты. Основной составляющей их общего дохода станут процентные платежи. Небольшой вклад может внести и сокращение спредов, но повышение доходности государственных облигаций может легко нивелировать этот эффект.

Перспективы долговых обязательств заемщиков из развивающихся стран мы оцениваем положительно, хотя и с чуть меньшим энтузиазмом, чем перспективы их акций. Привлекательность этим облигациям придает несколько обстоятельств. Во-первых, государственный долг и бюджетные дефициты в развивающихся странах в основном невелики. Во-вторых, профицит счета текущих операций, типичный для многих развивающихся экономик, облегчает обслуживание долга. В-третьих, в некоторых странах созданы крупные золотовалютные резервы, которые смягчат последствия возможного увеличения их внешней задолженности. Даже при нынешних, сильно сузившихся, спредах в 250 б.п. облигации представляют большой интерес. Из отрицательных факторов отметим то, что в валютной структуре облигаций, выпущенных эмитентами из развивающихся стран, преобладают валюты государств с относительно слабыми экономиками и долговой нагрузкой выше среднего. Риск создает и нежелание ряда развивающихся стран допускать укрепление своих валют. В частности, в конце 2010 года были приняты меры, направленные на ограничение движения капитала, основной мишенью которых стал именно рынок облигаций.

Доход от инвестиций в акции и облигации с учетом риска: коэффициент Шарпа, приведенный к годовому значению



Источник: исследование BNPP IP

Альтернативные инвестиции: в поисках высокой доходности

Если что и объединяет наши инвестиционные предпочтения на будущий год, так это относительно высокая доходность: она побуждает нас считать корпоративные облигации и облигации эмитентов из развивающихся стран более интересными, чем акции предприятий из развитых экономик, а среди акций выделять те, по которым выплачиваются крупные дивиденды.

Пожалуй, меньше всего на роль высокодоходных инве-

стиций сегодня претендуют сырьевые товары. В силу технических особенностей, свойственных в первую очередь рынку нефти, лидеру сырьевого комплекса, но присущих и рынкам ряда промышленных металлов, – доход от владения сырьевыми товарами как таковой отрицателен и может стать положительным, только если повышается цена актива. Мы же в следующем году не ожидаем сколько-нибудь значительного повышения цен на сырье: в развивающихся экономиках рост может слегка замедлиться в начале года, а в развитых будет, скорее всего, довольно слабым. К тому же товарные запасы в целом велики, равно как и свободные производственные мощности – наследие глобальной рецессии. Мы, конечно, верим в долгосрочную привлекательность инвестиций в сырьевые товары, обусловленную структурными факторами, но в 2011 году на передний план выходит сочетание слабого экономического роста и отрицательного дохода от владения этими товарами (издержки хранения).

Отметим, что цены на нефть и промышленные металлы повысятся больше, чем на золото. Инвесторы, напуганные перспективой высокой инфляции или обесценения валют, в последнее время направили на рынок золота большой объем спекулятивного капитала. Однако в 2011 году значительного ускорения инфляции мы не ожидаем, а потому, считая опасения инвесторов преувеличенными, более чем сдержанно оцениваем потенциал роста цены на золото. Нефть и промышленные металлы могут в итоге подорожать благодаря спросу со стороны развивающихся экономик, но, ожидая в начале года некоторой слабости последних, мы не спешим рекомендовать инвестиции в сырьевые товары.

Более перспективны, на наш взгляд, конвертируемые облигации и недвижимость. Первые привлекательны, с одной стороны, ограниченным потенциалом снижения стоимости (характеристикой, общей для всех облигаций), а с другой – потенциалом роста, которым они обладают благодаря вложенному опциону на акции. Что касается недвижимости, то довольно высокая арендная доходность в 2011 году обеспечит солидный доход, хотя увеличится он меньше, чем в 2010.



Развивающиеся рынки: акции

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Рынки акций и облигаций развивающихся стран продолжают показывать наилучшие результаты
- Картину может исказить приток средств международных инвесторов, интересующихся только высокой доходностью
- В инвестиционных портфелях по-прежнему следует наращивать удельный вес ценных бумаг, выпущенных эмитентами из развивающихся стран

2008–2010 годы были исключительно напряженными для всех инвесторов, но для тех, кто работает на развивающихся рынках, они представляли собой лихое чередование резких спадов и подъемов. Развивающиеся рынки первыми ощутили на себе удар кризиса в 2008 году и сохранение склонности к риску в 2009. В 2010 году они продолжали привлекать повышенный интерес, что позволило им вновь опередить в росте развитые рынки. Развивающиеся рынки выглядят предпочтительнее последних и теперь, благодаря низкому отношению долга к ВВП и благоприятным структурным факторам: положительным демографическим тенденциям, таргетированию инфляции, а во многих случаях также экономическим и политическим реформам. Однако насколько хорошо инвесторы отдадут себе в этом отчет, и вполне ли отражены эти тенденции в ценах акций и облигаций?

Хотя приток средств на развивающиеся рынки в 2010 году выражался очень значительной величиной – 75 млрд. долларов США, из которых около половины пришлось на вложения в акции, удельный вес этих инструментов в инвестиционных портфелях, на наш взгляд, все еще недостаточен. В ближайшие годы дальнейшее смещение центра тяжести мировой экономики в сторону развивающихся рынков должно привести к увеличению доли их акций и облигаций в мировых фондовых индексах. Поэтому инвесторам можно рекомендовать заранее наращивать свои позиции, хотя ближе к концу бурного 2010 года доводы в пользу инвестирования в развивающиеся рынки могут показаться менее состоятельными из-за притока спекулятивного капитала, ищущего сиюминутной выгоды в виде высокой доходности.

Считается, что чем ниже доходность американских казначейских обязательств и курс доллара, тем лучшую динамику демонстрируют развивающиеся рынки. Действи-

тельно, в течение последних 12 месяцев корреляция между Индексом DXY (курс доллара к корзине валют, составленной с учетом удельного веса соответствующих стран во внешней торговле США) и индексом акций компаний из развивающихся стран MSCI EMF составил минус 0,74. Кажется, что динамика рынков акций и облигаций эмитентов из развивающихся стран, а также валют этих стран на самом деле определяется снижением курса доллара и доходности казначейских обязательств США, однако, по сути, объясняющая сила модели ограничивается сентябрем-октябрем 2010 года.

Акции компаний из развивающихся стран и курс доллара США



Источник: Bloomberg, BNPP IP

Рост прибылей продолжается

Для нас загадкой 2010 года с точки зрения вложений в ценные бумаги эмитентов из развивающихся стран является то, что эти инструменты показывают довольно слабые результаты при столь благоприятных перспективах, рисовавшихся в начале года. Это тем более странно, т.к. рост корпоративных прибылей оправдал ожидания: восстановление экспортных секторов, главным образом в силу эффекта низкой базы, но отчасти и вследствие ускорения роста таких экономик, как китайская и индийская, предъявляющих большой спрос на сырьевые товары, ознаменовало вступление цикла в восходящую фазу и начало увеличения корпоративных прибылей. По прогнозам Credit Suisse, прибыль в расчете на акцию компаний, бумаги которых входят в расчетную базу Индекса MSCI Emerging Markets, в 2010 году вырастет на 31,9% и продолжит увеличиваться в 2011. Иными словами, в конце 2011 года прибыли компаний с развивающихся рынков будут, вероятно, на 60% выше, чем в 2007 году.

Ясно, что развивающиеся рынки обладают фундаментальной привлекательностью, что бы ни происходило на развитых. Действительно, некоторые из ведущих развивающихся стран в 2009 году избежали рецессии, одни – потому что сумели за счет увеличения государственных расходов стимулировать сектора, ориентированные на внутренний рынок (Китай), другие – потому что пожинали плоды десятилетних экономических реформ (Бразилия). Между тем Индекс MSCI Emerging Markets с 1 января по 26 октября 2010 года⁴ вырос всего на 11,7%, хотя опыт пока-

зывает, что, как правило, цены акций развивающихся стран чутко реагируют на пересмотр прогнозов прибыли.

Дисконт развивающихся рынков акций к развитым сократится

На наш взгляд, потенциал сокращения и даже полного исчезновения дисконта развивающихся фондовых рынков к развитым несколько не уменьшился. Рынки БРИК, на которые приходится более половины капитализации развивающихся рынков, показывают в нынешнем году едва ли не худшие результаты в этой группе (исключение – рынок Индии). Особенно пострадал китайский рынок: инвесторы опасались резкого замедления экономического роста в стране из-за мер, направленных на борьбу с избыточным кредитованием в секторе недвижимости. Отчасти эти опасения оказались напрасными: долговая нагрузка населения Китая остается очень низкой и, поскольку опережающие индикаторы китайской экономики улучшаются, а корпоративные прибыли растут, в 2011 году можно ожидать уверенного роста местного рынка акций, в первую очередь сегмента компаний, ориентированных на удовлетворение внутреннего спроса. В Бразилии в этом году над рынком акций тяготели ожидания высокой инфляции и, как следствие, активного ужесточения кредитно-денежной политики (помимо китайского фактора, см. выше). В России рынок оживился лишь недавно, когда цена нефти окончательно закрепилась выше диапазона в 60–70 долларов США за баррель, критического для российского бюджета. Между тем в группе малых и средних развивающихся рынков разброс результатов был очень большим: от минус 5,5% в Чехии до почти плюс 52% в Таиланде. В конце 2010 года на рынках, ставших лидерами роста, можно ожидать некоторого снижения, хотя на многих из них, например на турецком (+42,4%), индонезийском (+41,6%) и индийском (+25,9%), рост имеет под собой прочные основания: реальные улучшения в экономике и положительные долгосрочные тенденции⁵.

Пузыри-не единственный риск

Было бы неверно утверждать, что развивающиеся рынки должны полностью вытеснить развитые из инвестиционных портфелей: вложение средств в ценные бумаги, выпущенные эмитентами из развивающихся стран, несмотря на благоприятные структурные преобразования в развивающихся экономиках, не лишено рисков. Их создает, в частности, тенденция к глобализации потоков капитала. По мере того как ценные бумаги эмитентов с развивающихся рынков теряют свою экзотичность и занимают больше места в инвестиционных портфелях, мы все чаще наблюдаем, как при ухудшении состояния одного рынка немедленно страдают другие. Корреляция между развивающимися и развитыми рынками за последние десять лет усилилась, и, просто добавляя в портфель ценные бумаги эмитентов из развивающихся стран, инвестор не добьется существенной диверсификации:

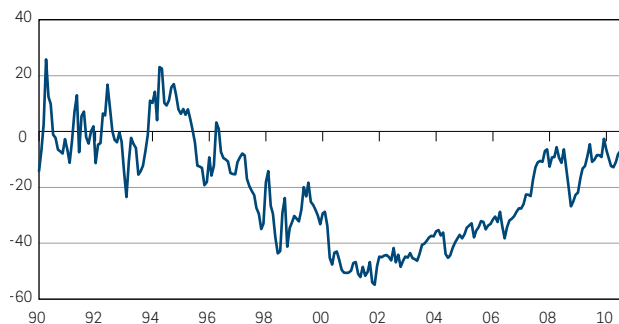
размежевание по бета-коэффициенту в условиях глобализации потоков капитала невозможно. Поэтому инвесторам следует сосредоточиться на альфа-коэффициенте, включать в портфель недооцененные бумаги эмитентов с периферийных рынков, акции компаний малой и средней капитализации, а также предприятий из некоторых наиболее перспективных секторов: инфраструктурного, потребительского, сектора недвижимости. Кроме того, хотя разница в волатильности между развивающимися и развитыми рынками за последние годы заметно уменьшилась (прежде она была приблизительно двукратной), наблюдавшийся в последнее время приток средств на развивающиеся рынки создает предпосылки для того, чтобы при ухудшении новостного фона распродажи здесь были особенно активными. Это может привести к тому, что некоторые рынки акций, бывшие в числе наиболее динамично растущих, временно окажутся в стане аутсайдеров. В частности, поскольку меркантильные интересы властей ряда стран заставляют их принимать меры к сдерживанию укрепления национальных валют, есть риск усиления протекционизма, который грозит ограничением экономического роста в среднесрочной перспективе.

Развивающиеся рынки не переоценены

Несмотря на значительный приток средств на развивающиеся рынки акций, они все еще недооценены. С учетом того, что экономический цикл находится в восходящей фазе и корпоративные прибыли продолжают увеличиваться, средние мультипликаторы развивающихся рынков отнюдь не кажутся нам завышенными ни по сравнению с долгосрочным средним, ни в контексте текущих значений этих коэффициентов для развитых рынков. Более того, наши исследования показывают, что, когда развивающиеся рынки долго не могут выйти из диапазона, расположенного под линией долгосрочного среднего, это указывает на вероятность их значительного роста в течение ближайших трех лет.

Именно в 2011 году развивающиеся рынки могут переломить тенденцию последнего десятилетия и ликвидировать свой дисконт к развитым: инвесторы сегодня готовы доплачивать за динамичный рост.

Дисконт (премия) Индекса MSCI EM к Индексу MSCI World по P/E ближайших 12 месяцев, %



Источник: Bloomberg, BNPP IP

⁵ Цифры представляют собой изменение местных фондовых индексов (источник: Bloomberg).

Развивающиеся рынки: облигации

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Рынки акций и облигаций развивающихся стран продолжают показывать наилучшие результаты
- Картину может исказить приток средств международных инвесторов, интересующихся только высокой доходностью
- В инвестиционных портфелях по-прежнему следует наращивать удельный вес ценных бумаг, выпущенных эмитентами из развивающихся стран

Новый мир

Преодолев мировой кризис почти без потерь благодаря умеренному долговому бремени и осторожной денежной политике властей, экономики развивающихся стран стремительно растут: разница в темпах роста между ними и развитыми экономиками в ближайшие кварталы должна увеличиться. Развивающиеся страны взяли на себя роль локомотивов мировой экономики и вытягивают ее из рецессии. К 2017 году на их долю, как ожидается, будет приходиться 50% мирового ВВП. От развитых экономик развивающиеся отличаются быстрым ростом, низкой долговой нагрузкой и высокой доходностью инвестиций. Отношение долга к ВВП составляет в среднем менее 40% по сравнению с более чем 100% в развитых странах, а потенциальные темпы роста оцениваются в 5,8% в год против всего 1,6% в год в развитых экономиках. Финансовая стабильность и блестящие экономические перспективы развивающихся стран (МВФ прогнозирует рост на 7,1% в 2010 году и на 6,4% в 2011) создают привлекательные инвестиционные возможности.

Могут ли инвесторы позволить себе пренебрегать долговыми обязательствами эмитентов из развивающихся стран? На протяжении последних десяти лет эти бумаги показывали результаты лучше, чем любые другие облигации, причем в годы уверенного роста мировой экономики принесли доход, сопоставимый с доходом от инвестиций в акции, при более низкой волатильности, свойственной им как инструментам с фиксированной доходностью. Тем не менее, их доля в портфелях долгосрочных инвесторов, на наш взгляд, все еще слишком мала.

Развивающиеся рынки не изолированы от развитых

Мы полагаем, что основная угроза для развивающихся рынков исходит извне. И все же, не полностью защищенные от последствий происходящего на развитых рынках, они до известной степени могут вести себя независимо от них. Благодаря отличным фундаментальным показателям развивающиеся страны обладают некоторой свободой кредитно-денежной и бюджетной политики, чем они успешно пользовались в разгар кризиса в 2008 году и, возможно, воспользуются снова: высокие процентные ставки и низкие уровни задолженности позволят финансовым властям поддержать экономику, если развитый мир вновь будет ввергнут в рецессию. В этом случае доходности облигаций эмитентов из развивающихся стран могут заметно снизиться, что отчасти компенсирует убытки, причиненные другими активами из инвестиционного портфеля. Валюты развивающихся стран могут на первых порах подешеветь, но потом долгосрочная тенденция к их укреплению возобновится.

Где искать высокий доход в мире низкой доходности?

В последние годы доход от инвестиций в долговые обязательства эмитентов из развивающихся стран с избытком компенсировал связанный с ними дополнительный риск, а волатильность этих инструментов снижалась. Государственные облигации, номинированные в национальных валютах (облигации внутреннего займа), приносили почти 13% в год с 2001 года, государственные облигации, номинированные в иностранных валютах (суверенные), – около 11% в год в течение последних десяти лет, корпоративные облигации – 9% в год с 2002 года. К тому же теперь основные индексы долговых обязательств развивающихся стран на 55–80% состоят из облигаций с рейтингом инвестиционного уровня⁶.

Мы ожидаем, что вопреки неопределенности, царящей в мировой экономике, облигации продолжают показывать результаты, близкие к долгосрочному среднему, благодаря положительным структурным тенденциям: высокая доходность обеспечивает солидный текущий доход, улучшающееся кредитное качество – прирост рыночной стоимости, вероятное укрепление валют – дополнительную прибыль. Что же покупать? Привлекательны, на наш

взгляд, все облигации: внутреннего займа, суверенные и корпоративные. Можно, например, инвестировать в облигации развивающихся стран только с высоким рейтингом или покупать облигации широкого круга развивающихся стран (вторая стратегия подразумевает более высокий риск и более высокий потенциальный доход).

Спрэд EMBI

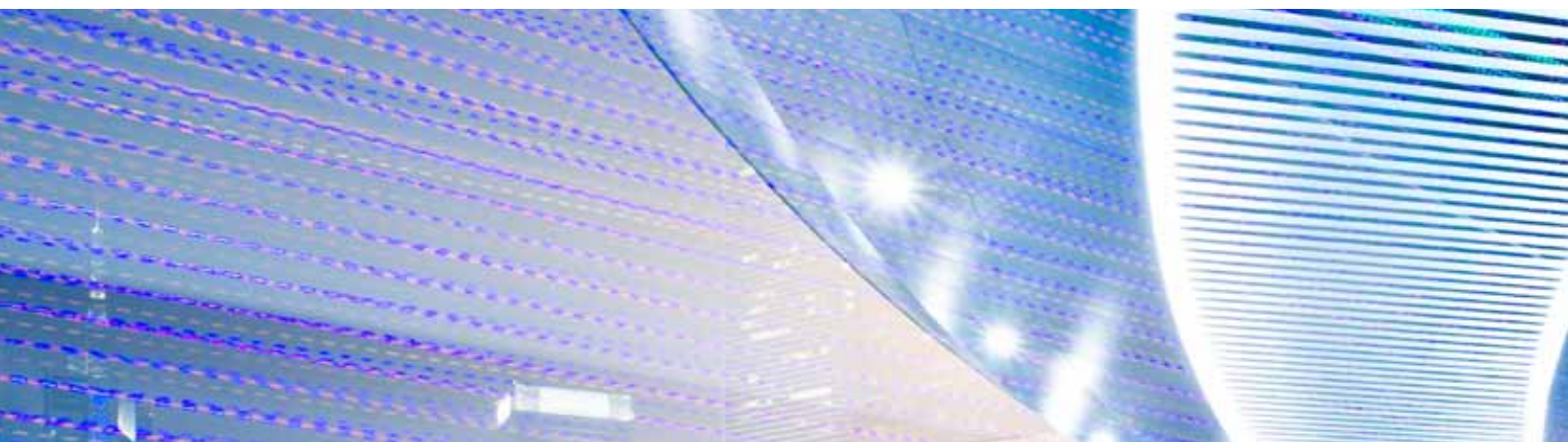


Источник: Bloomberg, BNPP IP

Традиционный инструмент для инвесторов, работающих с облигациями развивающихся стран, – суверенные долговые обязательства, номинированные в иностранной валюте. По нашим прогнозам, в 2011 году они покажут хорошие, хотя и не превосходные результаты: быстрый экономический рост и повышение кредитного качества заемщиков должны привести к дальнейшему сокращению спрэдов и снижению волатильности. Поддержку им окажет и меняющееся соотношение спроса и предложения: в то время как американские пенсионные фонды увеличивают объем средств, направляемых на покупку суверенных облигаций развивающихся стран, последние уменьшают эмиссию долларовых долговых обязательств (увеличивая объемы размещения облигаций, номинированных в национальных валютах). Среди суверенных долговых обязательств мы, учитывая наш благоприятный прогноз по развивающимся рынкам, предпочитаем бумаги с более высокой доходностью.

Особой популярностью сегодня пользуются облигации, номинированные в национальных валютах, и, на наш взгляд, вполне заслуженно.

⁶ Индексы JP Morgan для долговых обязательств развивающихся стран (источник: Bloomberg).



Во-первых, рейтинги большинства этих обязательств находятся на инвестиционном уровне и постепенно приближаются к высокому.

Во-вторых, составляя крупнейший и наиболее ликвидный сегмент рынка облигаций развивающихся стран, облигации внутреннего займа привлекают пенсионные фонды, страховые компании и паевые инвестиционные фонды развивающихся стран, которые охотно приобретают долговые обязательства своих правительств.

В-третьих, облигациям, номинированным в национальных валютах, присущи, с одной стороны, относительно высокая доходность, типичная для облигаций внутреннего займа, а с другой, – потенциал роста стоимости при укреплении валют. Эти характеристики дополняют друг друга: когда замедляется экономический рост или уменьшается склонность инвесторов к риску, валюты развивающихся стран дешевеют, но это компенсируется снижением доходности; когда экономический рост ускоряется, происходит укрепление валют, а доходность становится источником текущего дохода.

Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе валюты развивающихся стран будут укрепляться по причине опережающего экономического роста в этих странах. Вероятно, что двигателем роста долговых обязательств эмитентов из развивающихся стран в ближайшие годы будут уже не облигации, номинированные в иностранных валютах, а облигации внутренних займов. Благодаря разнице в темпах роста между тремя основными регионами развивающегося мира возникают возможности для диверсификации. Сейчас мы отдаем предпочтение облигациям азиатским (самый быстрый рост экономики и самые дешевые валюты) и латиноамериканским (самая высокая доходность при не слишком большом отставании от азиатских экономик по темпам роста) перед восточно-европейскими (повышенная чувствительность к возможному возобновлению кризиса на рынке суверенных долговых обязательств стран еврозоны). Поскольку быстрый рост экономики не способствует дальнейшему снижению доходности, рассчитывать следует в основном на большой текущий доход, а не на увеличение стоимости облигаций. Центральные банки развивающихся стран могут и готовы повышать ставки, что со временем создаст условия для получения хорошего процентного дохода.

Будущее облигаций корпоративных эмитентов с развивающихся рынков видится нам радужным. Многие годы они приносят доход более значительный, чем высокодоходные американские облигации, несмотря на то, что как бумаги с рейтингом инвестиционного уровня они имеют более низкий риск. Трудно найти другие облигации с таким рейтингом, которые бы с 2002 года приносили 10% годовых. Но у нас есть и другие основания считать их привлекательными. Прежде всего, многие корпоративные заемщики с развивающихся рынков представляют собой популярнейшие в своих странах компании: «голубые фишки». Это отраслевые лидеры, диверсифицированные, динамично растущие, транснациональные. Далее, у них есть то конкурентное преимущество, о котором мечтает любая ведущая компания мира: их клиенты – потребители из развивающихся стран, представляющие собой могучую и растущую силу. Во всех развивающихся странах быстро растет средний класс, ряды которого со временем должны пополнить миллионы людей, сегодня только выходящих из бедности. Это новый, огромный, быстро растущий потребительский рынок. Наконец, снижение волатильности и уменьшение абсолютного дохода от вложений в облигации на развитых рынках побудят инвесторов, готовых принимать на себя повышенный риск, искать высокой доходности на развивающихся рынках. Им подходит стратегия с относительно высоким риском, предусматривающая получение максимального абсолютного дохода от инвестиций во все виды облигаций эмитентов из развивающихся стран: государственных (номинированных как в иностранной, так и в национальной валюте) и корпоративных.

Вывод

Рынки долговых обязательств эмитентов из развивающихся стран изобилуют интересными инвестиционными возможностями и имеют прекрасные перспективы. Эти облигации успешно выдержали испытание мировым финансовым кризисом, превратились из средства диверсификации в классический инвестиционный инструмент и, как ожидается, продолжат приносить устойчиво высокий абсолютный доход.





Заявление об ограничении ответственности

Материал подготовлен компанией BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, членом группы BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)** исключительно в информационных целях и не является: 1. предложением или требованием купить либо продать какую-либо ценную бумагу или финансовый документ, а также не может стать основанием либо послужить ссылкой для какого-либо контракта; 2. обязательствами или инвестиционной рекомендацией.

Данный материал ссылается на определенные финансовые инструменты (далее «финансовый(-ые) инструмент(-ы)») - легально признанные и регулируемые в юрисдикции(-ях) своей государственной регистрации.

Не предпринималось никаких действий для разрешения открытого размещения такого(-их) финансового(-ых) инструмента(-ов) в какой-либо иной юрисдикции, кроме указанных в самых поздних версиях проспекта, документа о предложении ценных бумаг или иных информационных материалов (выбрать применимое) относительно соответствующего(-их) финансового(-ых) инструмента(-ов), в которых определяется необходимость таких действий, включая в Соединенных Штатах, для резидентов США (как этот термин определен в Положении S «Закона о ценных бумагах» США 1933 года). Перед любой подпиской в стране регистрации на такой(-ие) финансовый(-ые) инструмент(-ы) инвесторы должны убедиться в отсутствии каких-либо правовых ограничений, связанных с подпиской, приобретением, владением или продажей данного(-ых) финансового(-ых) инструмента(-ов).

Перед принятием решения о подписке на конкретный(-ые) финансовый(-ые) инструмент(-ы) инвесторы должны внимательно ознакомиться с наиболее поздними версиями проспекта эмиссии, документом о предложении ценных бумаг или иными информационными материалами, а также последними финансовыми отчетами в отношении такого(-их) финансового(-ых) инструмента(-ов). Проспект, документ о предложении ценных бумаг или иные информационные материалы в отношении финансового(-ых) инструмента(-ов) можно получить у местных партнеров BNPP IP, при их наличии, или у юридических лиц, предлагающих финансовый(-ые) инструмент(-ы).

Мнения, содержащиеся в данном материале, содержат суждения BNPP AM на момент составления материала и могут быть изменены без какого-либо уведомления. BNPP AM не несет обязательств по обновлению или изменению информации или мнения, содержащихся в данном материале. Инвесторы должны самостоятельно получать юридическую, бухгалтерскую и налоговую консультации перед инвестированием в финансовый(-ые) инструмент(-ы), чтобы иметь собственное независимое мнение о степени допустимости и последствиях от таких инвестиций. Необходимо учитывать, что различные виды инвестиций, упомянутые в данном материале, подразумевают различную степень риска, и нет никаких гарантий, что определенные типы инвестиций окажутся применимыми, надлежащими или прибыльными для какого-либо клиента или инвестиционного портфеля клиента потенциального клиента.

Принимая во внимание действующие экономические и рыночные риски, невозможно гарантировать, что финансовый(-е) инструмент(-ы) достигнет(достигнут) своих инвестиционных целей. На размер поступлений, помимо всего прочего, могут оказать влияние инвестиционные стратегии или цели финансового(-ых) инструмента(-ов), а также существенные рыночные и экономические условия, включая процентные ставки, общую рыночную конъюнктуру. Различные стратегии, применяемые в отношении финансовых инструментов, могут оказать значительное влияние на результаты, отраженные в данном материале. Прошлые показатели доходности не определяют доходности в настоящем или будущем периодах, и текущая рыночная стоимость финансового(-ых) инструмента(-ов) может как возрастать, так и снижаться. Инвесторы могут не вернуть суммы своих первоначальных инвестиций.

Данные о доходности, указанные в настоящем материале, если применимо, не учитывают комиссионные, затраты на выпуск или погашение, а также размеры налоговых издержек.

*BNPP AM – инвестиционная управляющая компания, зарегистрированная «Autorité des marchés financiers» во Франции под номером 96-02, упрощенное акционерное общество с уставным капиталом 62.845.552 евро, с юридическим адресом 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.

** “BNP Paribas Investment Partners” - глобальное название услуг по управлению активами группы BNP Paribas. Указание на отдельные управляющие компании, входящие в BNP Paribas Investment Partners, если упомянуты в данном документе, носит исключительно ознакомительный характер и не означает, что они ведут деятельность в вашей юрисдикции. Для получения дальнейшей информации, пожалуйста, свяжитесь с вашим местным лицензированным членом группы Investment Partner