



Прояснение после неопределенности?

Инвестиционные перспективы на 2013 год



Накануне нового года проблемы, вызывавшие серьезное беспокойство в начале 2012 года, выглядят более понятными, а процессы, которые должны привести к их решению, кажется, уже запущены. Мрачная перспектива одновременного замедления экономического роста во всех основных регионах мира, похоже, исчезла, так как рост экономики Китая замедляется плавно, а экономика США постепенно набирает обороты. Тем не менее, хотя тучи впереди рассеялись, есть еще много подводных камней, которые нужно обойти. Некоторые из них носят политический характер: смогут ли две партии США прийти к общему соглашению, которое позволит избежать «фискального обрыва»? Удастся ли европейским странам использовать время, которое они получили благодаря мерам ЕЦБ, чтобы внедрить структурные изменения? Как развивающиеся рынки справятся с замедлением темпов роста и усилением роли внутреннего рынка для экономики? В большинстве развитых стран сокращение доли заемных средств только началось. Все это требует сохранения крайне мягкой монетарной политики, но драйверы, которые лежат в ее основе, также объясняют и структурно высокий консерватизм со стороны инвесторов. Финансовые репрессии, заключающиеся в том, что доходности по безрисковым инструментам являются отрицательными в реальном выражении, скорее всего, продолжатся, и пример Японии, 1990-х годов кажется все более актуальным. Обстановка на рынке остается сложной для инвесторов. Оценки акций не учитывают риски, касающиеся роста прибыли, безрисковые инструменты в 2012 году стали еще дороже, а политика центральных банков достигла предела своего влияния. Мы ожидаем, что в 2013 году инвесторам удастся получить больше ясности относительно последствий и эффективности действий правительств и центральных банков. На фоне слабого мирового экономического роста этот год будет, скорее всего, годом, когда инвесторам будет необходимо тщательно выбирать момент для проведения операций. В 2013 году мы с готовностью послужим вам проводником на финансовых рынках и обеспечим понимание обстановки.

Вильям де Вильдер

Директор по инвестициям – стратегия и партнеры

BNP Paribas Investment Partners

19 ноября 2012 года



Содержание

- **Взгляд на рынок** 4
- **Локальные долговые инструменты развивающихся рынков** 10
- **Акции развивающихся стран** 12

РЕДАКЦИЯ

Главный редактор
Andrew Craig

Координация проекта
Brigitta Pluijmers, Hannah Wright

Редакторы
Nieck Ammerlaan, Justine Trueman

Арт-директор
Sandrine Rivière

Дизайнеры
Studio BNPP IP, Atelier Hiver



Взгляд на рынок

Содержание

- **Влияние количественного смягчения уменьшится**
- **Рынок акций будет испытывать трудности в связи с изменением выручки**
- **Рынок акций развивающихся стран: терпение будет вознаграждено**
- **Еще один год низких доходностей облигаций**
- **Перспектива получения доходности по долговым инструментам развивающихся рынков и корпоративных эмитентов.**

На момент написания данной статьи рискованные активы показывали противоречивые результаты. Рынки акций выросли, но динамика разных стран существенно отличалась. Основные индексы рынка акций США выросли примерно на 10%. Европейский рынок в целом продемонстрировал результаты хуже, за исключением немецкого индекса DAX, который вырос на впечатляющие 22%. Рынок акций Испании упал почти на 10%. Японский индекс акций Nikkei вырос почти на 10%, ряд других азиатских индексов показали двузначный рост, но индексы Китая снизились. Государственные облигации в целом показали умеренную положительную доходность, однако она была ниже доходностей облигаций инвестиционного уровня и высокодоходных корпоративных облигаций.

Что касается сырьевых товаров, то нефть слегка выросла в цене, в то время как цены на черные металлы почти не изменились, а вот цена на золото поднялась почти на 10%. Недвижимость показала уверенную доходность. Но рост не был плавным: первые три месяца года наблюдалась повышенная склонность к риску, затем в апреле и мае усилились консервативные настроения, за этим последовало еще одно ралли на фоне ожидания монетарных послаблений (с июня до начала сентября). В конце года рискованные активы падали в цене. Данная динамика соответствует нашим ожиданиям год назад. Мы полагаем, что макроэкономические и политические события будут доминировать в тактической среде, и фактическое поведение рынка совпало с нашими предположениями. Что касается 2013 года, мы не особенно оптимистично смотрим на рискованные активы. Экономический фон остается сложным, и в оценках необходимо учитывать много различных факторов. Мы по-прежнему считаем, что инвесторы должны быть готовы быстро менять тактическую позицию в случае необходимости.

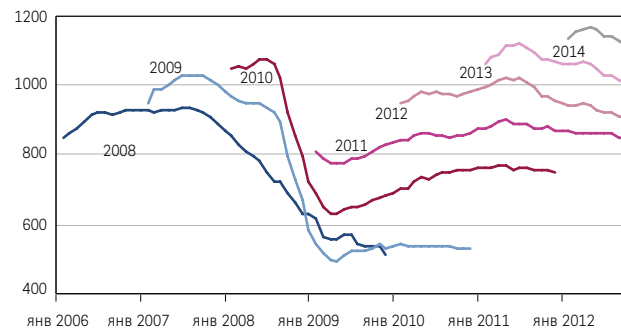
Вопрос на 40 млрд долларов

Основной вопрос, который возникает при мысли об инвестировании в 2013 году, – где в итоге осядет ликвидность, создаваемая ФРС США. В настоящее время Федеральное резервное управление покупает ипотечные ценные бумаги объемом 40 млрд долларов США в месяц, и мы ожидаем, что в 2013 году скупка продолжится, поскольку рынок труда останется довольно слабым. Федеральное резервное управление может даже увеличить объем ежемесячной покупки до 85 млрд долларов в начале 2013 года после окончания «Операции Твист». Это должно привести к корректировке структуры портфелей. Таким образом, инвесторы, ранее сделавшие выбор в пользу ипотечных ценных бумаг и столкнувшиеся с низкой доходностью, скорее всего, будут переходить к более рискованным облигациям. Те же, кто инвестирует в эти рискованные облигации, могут переключиться на акции. Однако с каждым шагом влияние ликвидности будет уменьшаться. Таким образом, наш вывод заключается в том, что количественное смягчение будет оказывать большее влияние на рынки облигаций, нежели на рынки акций. И учитывая, что доходность облигаций близка к рекордному минимуму, мы считаем, что любой дополнительный раунд количественного смягчения будет оказывать меньшее влияние.

Ограниченный потенциал роста акций

Мы не видим большого потенциала для роста акций в 2013 году. Мы ожидаем, что рынки акций будут волатильными и окажутся под небольшим давлением. Экономическая обстановка не будет позитивно влиять на их рост, и с учетом того, что коэффициенты рентабельности уже находятся на рекордно высоких уровнях, компании, скорее всего, будут испытывать сложности с удовлетворением ожиданий рынка относительно их финансовых результатов. В течение 2012 года рост прибыли замедлился, что привело к слабым операционным результатам за второй и третий кварталы. В целом результаты компаний превысили ожидания, по крайней мере по тем прогнозам, которые были занижены, так как пересматривались в сторону понижения в течение года. Лишь малой части компаний удалось превысить ожидания по продажам. Прогнозы по прибыли на 2013 год были понижены, но лишь в пределах темпов падения выручки в 2012 году. Таким образом, аналитики по-прежнему прогнозируют рост прибыли более чем на 10% в 2013–2014 гг. (см. рис. 1). Мы думаем, что данный прогноз чересчур оптимистичен, и в случае, если он не будет реализован, разочарование может негативно сказаться на рынке акций.

Рис. 1: Консенсус-прогнозы выручки компаний индекса S&P 500 (млрд долларов США)



Источник: I/B/E/S, Datastream, BNP Paribas Investment Partners

Сильному падению может противостоять гибкая монетарная политика. В нашей оценке стоимости акций мы фокусируемся на трех показателях, которые, по данным наших исследований, дают наилучшее представление о будущей доходности: дивидендная доходность, скорректированная с учетом экономического цикла коэффициент P/E и модель дисконтирования дивидендов. Из этих трех показателей, по нашему мнению, лишь дивидендная доходность в настоящее время является безусловно положительной. На момент написания статьи дивидендная доходность по индексу S&P 500 находилась на уровне чуть выше 2%, а доходность на европейском рынке акций близка к 5%. Это выгодно смотрится в сравнении с доходностью государственных облигаций, даже с учетом дополнительного дохода от снижения доходности к погашению при смещении влево по кривой доходности. Это также больше доходностей европейских корпоративных облигаций инвестиционного уровня, которые чуть превышают 3%. Коэффициенты P/E, скорректированные с учетом цикла и принимающие во внимание прибыль за последние десять лет, недавно выросли. Мы считаем, что значение 17,1x для рынка акций развитых стран является нейтральным. Европейские бумаги торгуются с большим дисконтом к американским, но с учетом снижения доходов в будущем – что, по нашему мнению, является вероятным – дисконт выглядит не таким уж большим.

Модели дисконтирования дивидендов, которые рассчитывают справедливое соотношение цены и прибыли на основе постоянных темпов роста, весьма чувствительны к исходным данным, используемым при расчете темпов роста и учетной ставки. Но даже если принять эту высокую чувствительность во внимание, мы считаем, что уровни оценки справедливой стоимости являются нейтральными.

Однако если мы сравним текущие уровни оценки с другими макроэкономическими показателями, такими как инфляция и процентные ставки, мы увидим, что оценки стоимости компаний остаются довольно высокими. Как правило, при низких темпах экономического роста и снижении темпов инфляции оценки имеют тенденцию снижаться.

Могут ли акции развивающихся рынков показать опережающую динамику?

У нас нет четкого мнения относительно перспектив различных развитых регионов относительно друг друга. На момент написания статьи мы имеем недобросовестный в японских акциях с учетом спада в экономике страны и последствий укрепившейся иены. Эта ситуация может измениться в 2013 году. Ожидаемое нами ослабление иены может положительно отразиться на рынке акций Японии. Однако, с учетом структурных проблем, препятствующих экономическому росту, нейтральная позиция, а не перевес является более обоснованной в данной ситуации. Что касается США и Европы, экономический рост и отсутствие острых фискальных проблем должны пойти на пользу американскому рынку акций. Однако европейские акции торгуются с дисконтом к акциям США. Данная ситуация – не редкость, но нынешний дисконт крайне велик. Несмотря на это, с учетом структурно низких темпов экономического роста в Европе, выручка за последние десять лет может оказаться нерепрезентативным показателем. Если мы учтем этот момент в расчете выручки европейских компаний, их акции все еще будут обладать преимуществом по оценке, но не таким большим, как можно предположить исходя из изначальных данных. На наш взгляд, это преимущество не является достаточным, чтобы оправдать перевес в европейских акциях.

Исторически акции развивающихся стран демонстрировали лучшую динамику, нежели акции развитых стран. С начала 2000 года акции развитых стран упали на 10%, в то время как акции развитых стран выросли вдвое. Начиная с 2005 года акции развитых стран выросли на 10%, в то время как акции развивающихся стран подскочили на 81%.

Но в 2012 году акции развитых стран немного переиграли бумаги развивающихся, что было связано с замедлением роста экономики развивающихся стран, оказавшимся сильнее, чем ожидали инвесторы, а монетарная политика была недостаточно агрессивной, чтобы это компенсировать. В 2013 году мы ожидаем, что акции развивающихся рынков снова покажут опережающую динамику. Многие из проблем, с которыми сталкиваются акции развитых стран, являются специфическими для экономик этих стран. Они включают сокращение доли заемных средств в государственном и частном секторе и нежелание банков предоставлять кредиты. Поскольку развивающиеся рынки уже больше года показывают слабую динамику, мы думаем, что более низкий прогноз роста прибыли в этих странах уже заложен в цены. Вход

на эти рынки также является тактическим решением. В настоящий момент мы считаем, что монетарная политика является более позитивным фактором для рынка развитых стран, нежели для рынка развивающихся стран. Возникновение консервативных настроений, вероятно, могло бы продлить отставание развивающихся рынков, но в целом мы ожидаем, что в 2013 году рынки развивающихся стран возобновят свою многолетнюю опережающую динамику.

Доходности облигаций останутся низкими

Заголовок этого раздела практически не поменялся с прошлого года (доходности облигаций снизились – см. рис. 2). Это не означает, что государственные облигации абсолютно безрисковые. Мы по-прежнему настороженно относимся к облигациям «периферийных» стран еврозоны. Устойчивость госдолга Греции остается под вопросом, и мы не уверены, что принятых реформ и программ экономии будет достаточно, чтобы убедить инвесторов покупать эти активы. Интерес иностранных инвесторов к данным облигациям оставался весьма низким.

Рис. 2: Доходности по десятилетним облигациям остаются низкими



Источник: Datastream, BNP Paribas Investment Partners

Инвестиции в государственные облигации Германии, США или Японии не лишены риска, связанного с изменением процентных ставок; текущие низкие доходности означают, что даже небольшое повышение ставок может оказать серьезное влияние на цены облигаций. В исторической перспективе текущие рыночные оценки выглядят натянутыми, но мы считаем, что низкие темпы роста и инфляции оправдывают их. На самом деле мы видим потенциал для еще более низких доходностей, особенно в ключевых странах еврозоны. На наш взгляд, существуют четыре фактора, влияющих на низкую доходность облигаций:

- Последствия старения населения (и сокращение трудоспособного населения) в развитых странах, например, в Японии доля трудоспособного населения достигла пика в 1995 году, в Западной Европе это произошло в 2010 году. Как правило, при приближении момента выхода

на пенсию инвесторы меняют активы с рискованных на более консервативные, такие как инструменты с фиксированной доходностью.

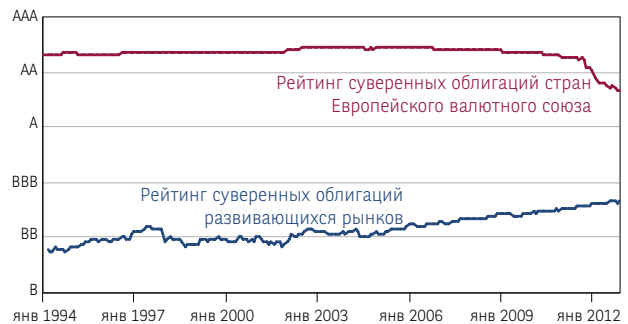
- Финансовые репрессии: мы ожидаем, что центральные банки развитых стран в обозримом будущем сохранят процентные ставки на низком уровне, а регуляторы продолжают оказывать давление на институциональных инвесторов с целью удержания последними высококачественных инструментов с фиксированной доходностью, особенно в ситуации, когда сокращение доли заемных средств по-прежнему необходимо во многих странах.
- Растущее влияние инвесторов развивающихся стран: например, в 2000-2010 гг. объем средств, инвестированных в глобальные рынки домохозяйствами развивающихся стран, рос в среднем на 14% в год против 4% для домохозяйств и пенсионных фондов США и 3% для европейских домохозяйств и пенсионных фондов. Как правило, инвесторы развивающихся рынков имеют большие доли инструментов с фиксированной доходностью и денежных средств в структуре своих вложений.
- Перспективы экономического роста развитых рынков: высокий уровень госдолга, ограниченный потенциал роста производительности и незначительный потенциал роста рабочей силы также должны сохранить доходности на низком уровне. В этой связи мы в целом предпочитаем активы с длинной дюрацией. Но, по нашему мнению, среди инструментов с фиксированной доходностью есть более интересные альтернативы государственным облигациям.

Инструменты с фиксированной доходностью развивающихся рынков: сильные фундаментальные показатели

Мы смотрим более позитивно на перспективы инструментов с фиксированной доходностью развивающихся рынков. Прошлым летом во время волны консервативных настроений инвесторы активно продавали эти облигации, как и летом 2011 года. С тех пор спреды значительно сузились, а валюты ряда развивающихся стран укрепились. На наш взгляд, хорошие фундаментальные экономические показатели оправдывают положительную динамику долговых рынков развивающихся стран. Согласно последнему исследованию Международного Валютного Фонда World Economic Outlook, развитые страны в 2013 году будут в среднем иметь дефицит бюджета в размере 6,1% от ВВП. В странах с развивающейся экономикой дефицит составит лишь 1,4%. Более высокие темпы роста в развивающихся странах (особенно в номинальном выражении, что важно в данном случае) должны привести к падению долговых коэффициентов, в то время как в большинстве развитых стран они должны вырасти. Рейтинговые агентства повышают рейтинги долговых обязательств большинства развивающихся рынков, одновременно с этим регулярно понижая рейтинги суверенных облигаций развитых стран (см. рис. 3). Укрепление некоторых валют

развивающихся стран в последние месяцы не является, на наш взгляд, частью общей тенденции к завышенной оценке. Нас больше интересует, как долго будет продолжаться это повышение. Прибыль по облигациям развивающихся рынков в иностранной валюте связана с доходностью облигаций развитых экономик (в основном США) и спредом по риску. Мы не ожидаем существенных колебаний доходности в развитых странах. Мы считаем, что недавний рост доходностей на долговых рынках развивающихся стран представляет собой удачную возможность для входа на рынок, а более стабильная ситуация в 2013 году может оказать этому дальнейшую поддержку.

Рис. 3: Кредитные рейтинги стран Европейского валютного союза и развивающихся стран в 2012 году сблизились (средние значения с учетом объема рынков)



Источник: Fitch, Moody's, S&P, BNP Paribas Investment Partners

Корпоративные облигации: положительный прогноз в условиях слабого роста

Слабый рост на рынке в целом позитивно сказывается на корпоративных облигациях. Умеренные положительные темпы роста должны сдерживать рост количества дефолтов. Компании могут столкнуться с трудностями при увеличении выручки, что может плохо сказаться на рынке акций, а слабый рост рынка в целом также является негативным фактором для первичного размещения акций и сделок слияния и поглощения, так как он, как правило, сдерживает возможность финансирования и готовность к принятию риска. Ограниченное финансирование в настоящее время не является проблемой, поскольку многие компании накопили большие запасы денежных средств. Однако желание тратить эти средства явно отсутствует. Мы не ожидаем, что ситуация быстро изменится. Это может повредить рынку акций, но является позитивным фактором для владельцев облигаций, которые, как правило, не получают выгоды от рискованных действий компаний. Не только балансы денежных средств положительны: в целом операционные результаты и рентабельность оказались высокими. Даже если рентабельность в 2013 году снизится, средств на балансах должно быть достаточно для покрытия долговых обязательств. Поиск инвесторами доходности, к кото-

рому привело количественное смягчение центробанков, должен продолжать поддерживать корпоративные облигации (см. рис. 4). Оценка привлекательности корпоративных долговых обязательств включает в себя больше, чем просто анализ фундаментальных показателей деятельности компании – оценочные показатели так же важны. Если исходить только из доходностей, оценка корпоративных облигаций выглядит весьма высокой. Доходности корпоративных облигаций инвестиционного рейтинга особенно низки. Однако это является прямым следствием низкой доходности государственных облигаций. Спрэды имеют потенциал дальнейшего сужения, прежде чем они достигнут минимума, который наблюдался до начала экономического спада в 2008-2009 гг.

Рис. 4: Сужение спрэдов (б.п.) по корпоративным облигациям (с учетом опционов) в 2012 году



Источник: Barclays Capital, Bloomberg, BNP Paribas Investment Partners

Мы не ожидаем в 2013 году широкомасштабного ухудшения кредитного качества – монетарная политика продолжает быть очень благоприятной для частного сектора, и рост должен сильно и быстро замедлиться, чтобы финансовое положение компаний в 2013 году оказалось ослабленным.

2013 год, вероятно, будет более сложным для корпоративных обязательств, чем предыдущий, и более оптимистичным для высокодоходных долговых инструментов, чем для инструментов инвестиционного класса: меньшее падение доходностей первых дает им больший потенциал для сужения спрэдов. И даже если доходности не будут падать дальше, доходность 7% в Европе и 7,4% в США выглядит привлекательной в абсолютном выражении.

Товарные рынки: разнонаправленные течения

Сырьевые рынки демонстрировали смешанную динамику в 2012 году. Нефть марки Brent чуть поднялась (на конец октября), но нефть марки WTI упала в цене на 13%. Цветные металлы в цене не изменились, а цены на сельскохозяйственную продукцию слегка выросли. Золото показало лучшую динамику, поднявшись на 9%. Мы ожидаем увидеть аналогичную картину в 2013 году.

На рынках сырьевых товаров наблюдается слабый рост спроса и увеличение предложения, что должно негативно сказаться на ценах. Но либеральная монетарная политика и обильная ликвидность могут стать положительными факторами. Сырьевые товары показали хорошую динамику в течение первых двух раундов количественного смягчения Федрезерва (QE1 и QE2).

Динамика была хуже во время «операции Твист», но в рамках этой программы Федрезерв лишь обменивал государственные бумаги с коротким сроком погашения на облигации с более длительным сроком погашения и не создавал дополнительной ликвидности. Третий раунд количественного смягчения снова увеличит ликвидность, и даже в большем объеме, в случае если программа будет расширена после завершения «операции Твист». С нашей точки зрения, сырьевые товары будут отставать от рынка в условиях более слабого, чем ожидалось, роста, где влияние количественного смягчения сходит на нет, а завышенные оценки таких секторов, как энергетика и сельское хозяйство, нормализуются. Один сырьевой товар по-прежнему, на наш взгляд, выделяется из общей массы: золото. Оно должно выиграть от высокого уровня ликвидности, рыночных ожиданий того, что центральные банки развитых стран собираются понизить курсы национальных валют, и от неопределенности относительно роста и фискальной политики. Низкие процентные ставки и доходности различных классов активов также являются положительными для золота, так как они снижают альтернативные издержки владения им. Мы сохраняем положительный взгляд на золото уже в течение некоторого времени, и 2013 год не станет исключением.

Альтернативные инвестиционные инструменты

Альтернативные инвестиционные инструменты серьезно пострадали во время финансового кризиса, но уже в 2009 году снова начали расти. В период между 2005 и 2011 годами среднегодовой прирост составил 14%, обогнав рост традиционных классов активов и, возможно, положил начало новой волне роста. Согласно глобальному исследованию, проведенному McKinsey & Co в 2012 году, ожидается, что институциональные инвесторы увеличат доли почти всех видов альтернативных инструментов в своих портфелях к концу 2013 года в среднем до 25% (23% в 2011 году). Несмотря на то, что рост ожидается во всех альтернативных инструментах, лучшая динамика прогнозируется в хедж-фондах США и на рынке прямых инвестиций и недвижимости в Европе. Альтернативные классы активов все больше и больше становятся частью основных направлений инвестиций. Инвесторы хедж-фондов все больше обращают внимание на крупные компании, о чем говорит тот факт, что фонды размером более 1 млрд долларов США продолжают расти и сейчас составляют в сумме 1,848 трлн долларов США, или 86% активов сектора. Коммерческая недвижимость, вероятно, будет расти умеренными темпами. Тем не менее, спрос

на качественную недвижимость, как ожидается, останется прежним, поскольку инвесторы ищут стабильный и наименее волатильный доход в текущих экономических условиях.

В сегменте прямых инвестиций неиспользованная сумма по инвестиционным обязательствам оценивается в 800 млрд долларов США. Это побуждает инвесторов к дальнейшему вливанию денежных средств в инвестиционные проекты на фоне существующего ощущения избытка привлекательных альтернатив.

Учитывая необходимость инвестиций в инфраструктуру в глобальном масштабе: как в развитых, так и развивающихся странах – мы считаем, что дифференциация при распределении средств по классам активов должна принести пользу этому сегменту в ближайшие годы.

Динамическое распределение активов

Условия, которые мы описали выше, можно кратко охарактеризовать как «продолжающееся/ продлившееся понижение». Более низкие темпы роста приводят к более низкой доходности облигаций и низким риск-премиям. Два фактора из тех, что поддерживают низкую доходность облигаций, также имеют отношение к акциям. Во-первых, старение населения приводит к тому, что инвесторы выходят из рискованных активов, таких как акции. Во-вторых, неутешительные перспективы экономического роста на развитых рынках, вероятно, создают препятствия для акций посредством влияния на выручку эмитентов. Мы не видим предпосылок для устойчивой повышательной тенденции на рынке акций, но тем не менее ожидаем, что сохранится возможность совершать тактические сделки в акциях с тем, чтобы выиграть от краткосрочных скачков. В этой среде тактика «покупать и держать» представляется нецелесообразной, поскольку это не позволит инвесторам оперативно реагировать на краткосрочные факторы. Более динамичный подход должен дать инвесторам возможность ограничить потери в случае падения цен на рынке и получать выгоду от растущих рынков. Это особенно актуально, так как движения рынка по-прежнему могут быть значительными, даже если общий тренд является боковым или негативным. В Японии мы видели много крупных (+50%) ралли на рынках акций, которые уже 12 лет не имеют выраженной динамики. То же самое произошло на японском рынке облигаций. Мы наблюдали рост доходностей более чем на 50 б.п., хотя общая тенденция с начала 1990-х годов заключалась в снижении доходностей.

В свете этих фактов мы считаем, что инвесторам стоит рассмотреть фонды с более гибким подходом к распределению активов, например, фонды диверсифицированного роста (DFG), в которых риск и доходность портфеля формируются с помощью стратегии динамического распределения активов.

Наши идеи на 2013 год

В следующем разделе этого материала мы представим те классы активов, которые, по нашему мнению, могут стать хорошим вложением в 2013 году. Они могут быть привлекательными для инвесторов по разным причинам, включая потенциал роста, ожидаемую доходность или благоприятное сочетание потенциала получения прибыли и защитных характеристик с учетом нашего макроэкономического прогноза. Для каждого из этих классов активов мы анализируем основные события 2012 года, определяем ведущие факторы в 2013 году, ожидания по данным факторам и их вероятное влияние на класс активов. Наша оценка включает в себя оценочные показатели (там, где это применимо), а также риски роста / снижения стоимости для выявления возможностей для инвестирования в условиях умеренного роста и низкой инфляции.

Выбранные классы активов:

- Акции США
- Акции развивающихся рынков
- Высокодоходные акции
- Долговые инструменты развивающихся рынков
- Высокодоходные облигации
- Конвертируемые облигации
- Возобновляемые источники энергии.



Локальные долговые инструменты развивающихся рынков



Майкл Викторос

Инвестиционный специалист – инструменты с фиксированной доходностью, развивающиеся рынки
 michael.victoros@bnpparibas.com

Положительные притоки, начавшиеся в 2012 году, продолжатся

В 2012 году в данный класс активов наблюдались большие притоки от институциональных инвесторов. Капитал от операций по количественному смягчению, осуществляемых центробанками как в Европе, так и в США, нашел дорогу на мировые рынки, направившись в развивающиеся страны, в частности, в государственные облигации. В сентябре в данный класс активов было инвестировано 56 млрд долларов США. Мы ожидаем, что данная тенденция сохранится и в 2013 году, и кривые доходности на развивающихся рынках понизятся с учетом устойчивого финансового положения государств и сильных макроэкономических показателей, ограничивающих риски ослабления курсов валют. Доходы от валют, с другой стороны, должны быть умеренными, так как власти, вероятно, будут защищать конкурентоспособность экспорта путем предотвращения укрепления валюты по отношению к доллару США. В то время как темпы роста ВВП развивающихся стран по настоящий момент были устойчивыми, неразрешенные проблемы как в США, так и в еврозоне, скорее всего, приведут к тому, что центральные банки развивающихся стран будут поддерживать рост. На наш взгляд, у недооцененных валют в Азии есть больший потенциал роста, чем у валют Латинской Америки и Восточной Европы. Инвесторы все еще могут получить выгоду от широких спредов между доходностями локальных долговых инструментов развивающихся рынков и казначейских облигаций США (см. рис. 5), что является результатом отставания центральных банков развивающихся рынков от Федерва в отношении смягчения монетарной политики.

Рис. 5: Риск-премия: индекс GBI-EM Global Diversified минус казначейские обязательства США (доходности по пятилетним облигациям; данные на конец августа 2012 г.)



Источник: JPMorgan, Bloomberg, BNP Paribas Investment Partners; октябрь 2012

В целом мы ожидаем, что средняя премия по доходности на развивающихся рынках должна превысить 5% в 2013 году, в то время как в среднем доходность валют составит 2%. Со времен финансового кризиса инвесторы стали все больше осознавать, что финансовое положение развивающихся стран, как правило, лучше, и госдолг в основном ниже, чем во многих развитых странах. Поскольку на развивающиеся рынки в настоящее время приходится около 75% глобального экономического роста, саммиты «большой восьмерки» расширились до саммитов «большой двадцатки». Риск дефолта сейчас является менее значимой проблемой, поскольку многие из этих стран имеют возможность выплатить долг инвесторам. Все чаще и чаще они могут это сделать в локальной валюте. Мы считаем, что это помогло сделать долговые обязательства развивающихся стран в локальной валюте интересным инвестиционным решением с точки зрения стоимости денежных потоков в этих валютах для инвестора, основная валюта которого – евро или доллар. Поддерживающие факторы включают в себя в настоящее время низкие процентные ставки во многих развитых странах и более высокую доходность в развивающихся странах (в настоящее время около 6%).

Небольшое возобновление роста позволит сохранить привлекательность

Мы видим, что экономический рост развивающихся рынков возобновился. По нашей оценке, страны с развивающейся экономикой выросли на 5,0% в 2012 году и вырастут на 5,4% в 2013 году. В то время как наши оценки были пересмотрены в сторону понижения для азиатского региона исключая Японию, но слегка в сторону повышения для Латинской Америки, мы считаем, что риски в настоящее время смещены в сторону понижения. Наш умеренный прогноз обусловлен в основном нашим убеждением, что экономики стран БРИК не ожидает сильный рост. Серьезный прогресс в области структурных реформ может запустить следующий этап «экономического чуда» развивающихся стран, но пока эти реформы не будут запущены, мы ожидаем, что рост не превысит темпы, характерные для периода, предшествовавшего финансовому кризису. Однако темпы роста развивающихся стран будут, скорее всего, по-прежнему опережать темпы роста развитых стран.

Ликвидность и восприятие риска улучшились

Ликвидность в данном классе активов улучшилась настолько, что на глобальном рынке теперь торгуется долговых инструментов развивающихся стран объемом около 10 трлн долларов США, в основном в локальной валюте, и данный класс активов составляет около 7% от общего объема активов, доступных глобально. Долговые инструменты в локальной валюте в настоящее время составляют более 80% от общего долгового рынка развивающихся стран (суверенного и корпоративного), и оборот на местных рынках составляет 70% от общего*. Локальные инвесторы в настоящее время составляют большинство держателей облигаций в своих странах. На наш взгляд, это позволило уменьшить чувствительность локальных долговых рынков развивающихся стран к колебаниям аппетита к риску глобальных инвесторов. Восприятие риска также претерпело изменения. До 2003 года многие инвесторы рассматривали долговые инструменты развивающихся стран как высокорискованный класс активов с высокой вероятностью дефолта. В 2003-2008 гг. все больше и больше облигаций выпускалось в местной валюте, снизив риск дефолта до минимума. Начиная с 2008 года инвесторы сосредоточили свое внимание на привлекательной доходности этого класса активов и на более привлекательных по сравнению с долговыми инструментами развитых стран фундаментальных показателях.

Диверсификация и сбалансированность

Мы считаем, что инструменты с фиксированной доходностью развивающихся рынков в настоящее время представляют собой разносторонний, сбалансированный класс активов с фундаментальными основами, которые, скорее всего, продолжат укрепляться, привлекательной премией по доходности и сокращающимся риском дефолта.

* Данные на 2011 г. Источник: Ассоциация трейдеров рынков развивающихся стран (EMTA).

Акции развивающихся стран

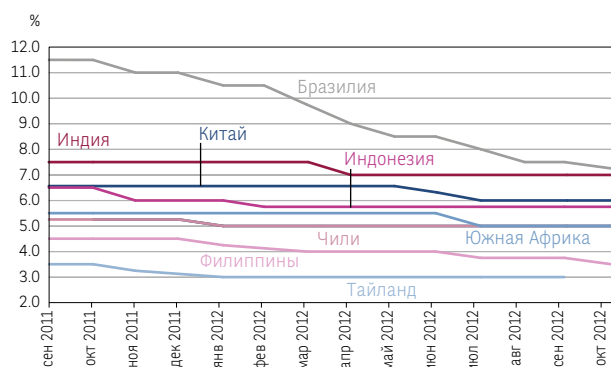
Саймон Годфри

Инвестиционный специалист – развивающиеся рынки
simon.godfrey@bnpparibas.com

Турция, Египет и Индия стоят особняком в нестабильном 2012 году

Развивающиеся рынки акций закончат год с более высокими показателями, чем в начале года, но это далось им весьма тяжело! После ралли в первом квартале, которое было вызвано вливанием ликвидности, на фоне растущей озабоченности по поводу Китая – весьма запоздалой, на наш взгляд – экономика этой страны во втором квартале потянула за собой вниз прочие развивающиеся рынки акций, так как стало ясно, что китайская «печатающая машинка» не придет на помощь глобальным рынкам, как это было в 2009 году. Власти Китая, сдерживаемые нестабильностью на рынке недвижимости и сменой руководства, которая происходит раз в десять лет, боялись продолжать стимулирование экономики. Это привело к временному отсутствию доверия; компании, занятые в производстве и поставках сырьевых товаров, ощутили последствия этого на собственном экспорте, а инвесторы предпочли устойчивые секторы. Экономические показатели ухудшились из-за специфики глобального цикла и влияния спада спроса на сырье в Китае. Многие центральные банки развивающихся стран (например, Бразилии) смогли резко смягчить монетарную политику (см. рис. 6). К концу третьего квартала наблюдалась некоторая стабилизация на фоне устойчивого роста американской экономики и сдерживания кризиса госдолга в еврозоне. Развивающиеся рынки остаются в высшей степени зависимыми от мировой экономики, несмотря на рост торговли внутри регионов и объемов внутреннего потребления в последние годы. Более значительными, вероятно, стали первые признаки улучшения ситуации в экономике Китая: денежная масса увеличилась, а индексы деловой активности вернулись на уровень расширения производства. Показатели экспорта у многих стран, которые поставляют товары в Китай, также улучшились, и юань снова начал усиливаться после долгого летнего перерыва, так как возобновились денежные потоки.

Рис. 6: Центральные банки развивающихся стран понижают процентные ставки



Источник: BNP Paribas Investment Partners

В числе наиболее успешных развивающихся рынков в 2012 году находится также Индия, которая была вознаграждена за разрыв затянувшегося политического замкнутого круга, получив приток капитала в размере 18 млрд долларов США на конец октября. Отлично себя показали: Турция, суверенный долговой рейтинг которой был повышен, и Египет, в котором был отмечен некий прогресс после «арабской весны».

Драйверы 2013 года включают в себя улучшение показателей выручки и привлекательную доходность

Мы ожидаем, что в 2013 будет наблюдаться улучшение динамики прибыли после резкого замедления в 2012 году на фоне того, что развивающиеся рынки более чувствительны к экономическим циклам. Рост прибыли на акцию по индексу акций MSCI EM замедлился в 2012 году с обычных 20-24% до ожидаемых 12-15%. Мы считаем, что, так как развивающиеся страны возвращаются к темпам роста, практически совпадающим с трендом, благодаря циклическому расширению экономики Китая и Индии, совокупный рост прибыли на акцию может вырасти на 15-20%. Более высокую доходность инвесторам, возможно, придется искать, например, на так называемых «пограничных» финансовых рынках, которые являются наименее крупными и охарактери-

зованы низкой ликвидностью. Исторически динамика развивающихся рынков и пересмотр оценок прибыли были тесно связаны. Мы ожидаем, что это будет хорошим индикатором источников роста акций в 2013 году, так как подъем в экономическом цикле приводит к ускорению роста прибыли и улучшению рентабельности тех компаний, для которых характерен циклический рост. Мы ожидаем, что доля акций глобальных развивающихся рынков в портфелях увеличится, особенно за счет институциональных инвесторов, так как поиск высоких доходностей и прибыли продолжается. Почему притоки вырастут в 2013 году? По нашему мнению, средняя дивидендная доходность в 2,85% для акций развивающихся рынков выгодно отличается от средней доходности долговых инструментов развивающихся стран, номинированных в долларах. Во-вторых, условия низкой доходности представляют собой проблему для инвесторов с долгосрочными обязательствами, которые не могут быть покрыты за счет стратегий, предполагающих исключительно инструменты с фиксированной доходностью. Инвесторы, которые ищут источники роста, смогут обратиться к акциям, особенно развивающихся стран, где долговременные тенденции роста гораздо сильнее.

Оценочные показатели выглядят благоприятно

Показатель P/E акций развивающихся рынков составляет 10-11x по прибыли на ближайшие 12 месяцев, что является относительно низким значением с точки зрения исторических данных и относительно показателей развитых рынков, таких как Европа или США. Это отражает более нормальные отношения между развивающимися и развитыми рынками, поскольку первые традиционно торгуются с дисконтом. Тем не менее, мы ожидаем, что возобновление цикла роста прибыли будет гораздо сильнее на развивающихся рынках. На последних также существует большой разрыв в оценке между акциями растущих компаний, которые более не торгуются с премией к рынку, и акциями устойчивых к экономическим циклам секторов, в частности, потребительских товаров и телекоммуникаций. Разрыв никогда не был таким большим.



Потенциал роста есть, но риск волатильности сохраняется

Акции развивающихся стран исторически торгуются со значительным дисконтом, и мы полагаем, что потенциал роста станет значительным, как только начнет ускоряться рост прибыли и произойдет переоценка фундаментальных коэффициентов рынков. Объявление третьего раунда количественного смягчения должно пойти на пользу валютам развивающихся стран и стимулировать приток в рискованные активы. С другой стороны, поскольку развивающиеся рынки не полностью независимы от развитых рынков, они не защищены от их влияния, когда нестабильность на глобальном рынке вызывает автоматический переход инвесторов в более высококачественные активы или хаотичную продажу рискованных активов. В прошлом мы уже наблюдали необоснованные падения рынков акций развивающихся стран, но сейчас, на наш взгляд, данный класс активов может снова стать отличным источником сравнительно большой прибыли в условиях слабого роста и низких доходностей.



Материал подготовлен компанией BNP Paribas Asset Management SAS (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 64.931.168 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



Глобальное присутствие

Европа
Австрия
Бельгия
Франция
Германия
Греция
Италия
Люксембург
Португалия
Испания
Швейцария
Нидерланды
Великобритания

Северная Америка
Канада
США

Латинская Америка
Аргентина
Бразилия
Чили
Колумбия
Мексика
Уругвай

Азиатско-Тихоокеанский регион
Австралия
Бруней
Китай
Гонконг
Индия
Индонезия
Япония
Малайзия
Сингапур
Южная Корея
Тайвань

Скандинавия
Дания
Финляндия
Норвегия
Швеция

Остальные страны
Бахрейн
Чешская республика
Кувейт
Марокко
Россия
Турция