

# В фокусе

## Июнь-Июль 2013

### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

- Более-менее то же самое
- В поисках баланса между акциями и облигациями

### Более-менее то же самое

Вильям Де Вильдер, Управляющий директор по инвестициям – стратегия и партнеры, BNP Paribas Investment Partners

Какое событие из недавних стало большей неожиданностью – ослабление макроэкономических данных во многих странах или снижение темпов инфляции? Я склонен полагать, что второе. Замедление темпов инфляции свидетельствует о том, что прилив ликвидности, обеспеченный центральными банками, по сути стимулировал рост цен на активы, но не смог повлиять на реальную экономику так, чтобы ускорилась инфляция. Слабая реакция со стороны инфляции является достаточным основанием для центральных банков сохранять курс мягкой монетарной политики – об этом свидетельствуют недавнее заявление Федрезерва о потенциальном увеличении покупок государственных облигаций в случае ухудшения макроэкономических показателей и решение ЕЦБ сократить ставку рефинансирования на 25 б.п. до 0,5%.

Несомненно, сохранение такой политики будет и дальше побуждать инвесторов вкладываться в рискованные активы. Однако при этом обостряется внимание участников рынка к признакам того, что стратегия банков работает и что в скором времени произойдет ускорение инфляции. На данный момент такие опасения не подтверждаются: номинальные доходности облигаций и безубыточный уровень инфляции\* на рынке индексируемых облигаций снижаются.

Поддержание инфляции на желаемом уровне требует немалых усилий в условиях большой долговой нагрузки и разрыва между реальным и потенциальным объемом производства. Этот разрыв еще сложнее ликвидировать в условиях политики, совмещающей в себе денежно-кредитное стимулирование и сокращение государственных расходов. Такая противоречивая политика – это неизбежная плата за наращивание чрезмерного долгового бремени до уровня, при котором необходимость сокращения дефицита государственного бюджета не подвергается сомнению. Под вопросом лишь то, насколько быстро это должно происходить. Текущая политика властей, по всей видимости, направлена как раз на замедление темпов роста соотношения долг/ВВП, но это только привлекает дополнительное внимание инвесторов к тому, как скоро и какими средствами эта цель будет достигнута.

\* разница между доходностями к погашению неиндексируемой облигации и индексируемой облигации с тем же сроком до погашения

### В поисках баланса между акциями и облигациями

Йост ван Линдерс, инвестиционный специалист – стратегия и распределение активов, BNP Paribas Investment Partners

Переменчивость рыночной конъюнктуры требует особого внимания к сбалансированности глобального портфеля. И акции и облигации как классы активов имеют свои преимущества и, при определенных обстоятельствах, свои недостатки. Йост ван Линдерс рассматривает вопросы эффективного

стратегического и тактического распределения активов в кратко- и среднесрочной перспективе.

На первый взгляд выбор между акциями и облигациями кажется очевидным. Дивидендная доходность акций развитых и развивающихся экономик в среднем составляет 2,7%\*. Доходности государственных облигаций находятся на уровне 1,7% в США и 1,2% в Германии. Среди корпоративных облигаций доходность выше акций предлагают только эмитенты ниже инвестиционного уровня. Таким образом, более высокая доходность и более уверенный прогноз роста котировок говорят в пользу акций, которые, на наш взгляд, должны составлять существенную часть глобального диверсифицированного портфеля. Однако с тактической точки зрения мы более осторожны.

#### Стратегическое распределение

Наш подход к стратегии распределения активов основан на простом принципе: покупай дешево, продавай дорого. Таким образом, мы полагаемся на анализ оценочных показателей. Но являются ли оценочные показатели акций в настоящий момент низкими? И что можно сказать об облигациях?

Коэффициент CAPE в данный момент указывает на то, что стоимость акций соответствует их справедливой оценке, из чего следует, что доходность будет средней. Прогнозируемая нами доходность акций варьируется от 6% в США до 10% в развивающихся странах.

Доходности облигаций в настоящий момент с точки зрения исторических значений являются низкими. В среднесрочной перспективе мы не ожидаем снижения доходностей государственных облигаций или сужения спредов корпоративных облигаций, поэтому доход от облигаций главным образом будут приносить купонные платежи. Прогнозируемая нами доходность облигаций в среднесрочном периоде варьируется от практически нулевой для индексируемых облигаций США до около 5% для облигаций развивающихся стран.

#### Осторожное тактическое позиционирование в акциях

Не считая тех случаев, когда инвестор предпочитает стратегию с наименьшим риском, на наш взгляд, акции должны составлять существенную часть сбалансированного портфеля ввиду их высокой потенциальной доходности. Однако с тактической точки зрения мы относимся к акциям настороженно. Текущая рыночная среда, на наш взгляд, не является особо благоприятной для акций. Активность в сфере слияний и поглощений низкая, первичные размещения также редки, а законодательство в сфере деятельности банков, страховых компаний и пенсионных фондов больше благоприятствует облигациям. Более того, мы считаем, что финансовые проблемы еврозоны остаются насущными.

Мы также полагаем, что фаза экономического цикла не является благоприятной для акций. По всей видимости, американская экономика снова замедляется под давлением роста налогов и сокращения государственных расходов. Рецессия в еврозоне может продлиться дольше, чем первоначально ожидалось. Японская экономика хорошо реагирует на стимулирование, однако рост развивающихся экономик оставляет желать лучшего. Низкие темпы экономического роста негативно сказываются на корпоративных прибылях. В текущем отчетном сезоне большинство американских компаний смогли превзойти прогнозы, но стоит помнить о том, что они уже были значительно снижены перед его началом. Большинство компаний уже опубликовали негативные прогнозы будущих прибылей. В еврозоне выручка и прибыль в первом квартале этого года снизились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Денежно-кредитная политика явно оказывает благоприятное воздействие на акции, но с тактической точки зрения мы не считаем, что это сможет компенсировать негативные прогнозы экономического роста и прибылей.

Тем временем доходности государственных облигаций, на наш взгляд, испытывают поддержку со стороны низких темпов роста, инфляции и – не в последнюю очередь – денежно-кредитной политики. Низкие процентные ставки выгодны как домохозяйствам, так и предприятиям. В США, где финансовая инфраструктура позволяет домохозяйствам извлекать прямую выгоду из снижения процентных

## В фокусе Июнь-Июль 2013

ставок, доля выплат по кредитам в процентах от располагаемого дохода находится на рекордно низком уровне. В корпоративном секторе низкие выплаты по процентам способствуют росту рентабельности. Американским домохозяйствам удалось немного снизить долговую нагрузку, но она по-прежнему остается относительно высокой. Долговая нагрузка в корпоративном секторе выросла и на конец прошлого года была на рекордно высоком уровне относительно ВВП. Обратной стороной активного денежно-кредитного стимулирования является то, что экономика по-прежнему чувствительна к размеру процентных ставок. Мы полагаем, что неустойчивый экономический рост побудит Федрезерв сохранить ежемесячный объем покупок на уровне 85 млрд долларов США до конца года. В еврозоне, на наш взгляд, низкие темпы роста не только ограничат рост инфляции, но и могут привести к дефляции. В Японии центральный банк недавно объявил о масштабной стимулирующей программе, которая сохранит доходности облигаций на исключительно низком уровне. Таким образом, мы не ожидаем распродажи на рынках государственных облигаций развитых стран, хотя доходность будет оставаться низкой.

В то же время мы считаем, что спреды корпоративных облигаций инвестиционного уровня не компенсируют риск в полной мере. В текущих условиях высокодоходные облигации развитых стран и облигации развивающихся стран выглядят более привлекательными. Высокодоходные облигации даже выигрывают от понижения рейтингов компаний, чьи бумаги принадлежали к инвестиционному классу. Попадая в класс высокодоходных бумаг, «падшие ангелы» повышают среднее кредитное качество этого класса облигаций.

\* Дивидендная доходность акций, входящих в индексы MSCI World и MSCI Emerging Markets. Источник: DataStream

## Контакты

ТКБ БНП Париба Инвестмент  
Партнерс (ОАО)  
Тел.: 8 800 700 07 08  
(812) 332 73 32

[www.tkb-bnpparibasip.ru](http://www.tkb-bnpparibasip.ru)

[info@tkb-bnpparibasip.ru](mailto:info@tkb-bnpparibasip.ru)

Следите за нашими новостями  
в социальных сетях:



[www.facebook.com/TKBBNPPIP](http://www.facebook.com/TKBBNPPIP)

## Дисклеймер

Данный материал подготовлен ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс (ОАО) (TKB BNP Paribas Investment Partners (JSC)), членом BNP Paribas Investment Partners\*.

Этот материал создан исключительно в информационных целях и не является: 1. Офертой или предложением о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов; 2. Информацией, на которую его получатель может полагаться в связи с каким-либо контрактом, соглашением или договором; 3. Финансовым или инвестиционным советом или консультацией.

Любые мнения, включенные в настоящий материал, если прямо не указано иное, даны специалистами ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс (ОАО) в указанное время и могут быть изменены без предварительного уведомления.

ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс (ОАО) оставляет за собой право по своему усмотрению изменять либо не актуализировать информацию и мнения, содержащиеся в данном материале.

Инвесторы должны самостоятельно консультироваться со своими юридическими и налоговыми советниками в отношении любых юридических, бухгалтерских и налоговых вопросов при инвестировании в какие-либо финансовые инструменты для того, чтобы принять самостоятельное решение о соответствии таких инвестиций их собственным требованиям и о последствиях таких инвестиций.

Пожалуйста, обратите внимание на то, что различные виды инвестиций, информация о которых может содержаться в настоящем материале, обладают различной степенью риска, и могут не иметь гарантий по возврату инвестированных средств, могут быть не подходящими либо невыгодными для какого-либо конкретного клиента или потенциального клиента, либо для конкретного инвестиционного портфеля. Принимая во внимание экономические и рыночные риски, может не быть никакой гарантии, что какая-либо инвестиционная стратегия, упомянутая в настоящем материале, достигнет своих инвестиционных целей.

Этот материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов. На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и различные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом. Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Стоимость инвестиционного пая может снижаться либо расти. Инвесторы могут не получить назад сумму, которую они первоначально инвестировали. Существует вероятность полной потери изначально инвестированной суммы. Данные о доходности или иных результатах, отраженные в материале, не учитывают комиссии, налоговые сборы и иные расходы.

ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс (ОАО) является юридическим лицом, зарегистрированным в соответствии с законодательством Российской Федерации (ОГРН 1027809213596), адрес места нахождения: Российская Федерация, 191119, Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71, лит. А, Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами №21-000-1-00069 от 17 июня 2002 года, выдана ФСФР России (срок действия лицензии - бессрочно); Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 078-09042-001000 от 11 апреля 2006, выдана ФСФР России (срок действия лицензии - без ограничения срока действия). Телефон: (812) 332-7332, факс: (812) 324-6557.

\* BNP Paribas Investment Partners является глобальной маркой активов группы BNP Paribas. Отдельные лица по управлению активами в BNP Paribas Investment Partners, указанные в настоящем документе, указаны только в информационных целях и не обязательно управляют в вашей юрисдикции. За дополнительной информацией, пожалуйста, свяжитесь с официальным местным инвестиционным партнером.