



В ФОКУСЕ №16 (11.2011)

О рынке от первого лица

Содержание

Геннадий Суханов, *Директор аналитического отдела ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс*
Вступление России в ВТО 2

Маршал Года, *Директор по акциям развивающихся рынков BNP Paribas Investment Partners*
Акции развивающихся рынков очень уязвимы, но инвесторы не должны терять надежду 5

Вильям Де Вильдер, *Член Совета Директоров - BNP Paribas Investment Partners*
Мир контрастов 8



Геннадий Суханов

*Директор аналитического отдела
ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс*

ВСТУПЛЕНИЕ РОССИИ В ВТО

Россия наконец-то приблизилась к вступлению во Всемирную торговую организацию (ВТО) на расстояние вытянутой руки.

На сегодняшний момент Российская Федерация остается крупнейшей экономикой мира за пределами ВТО. После достижения компромисса с Грузией у нас появляется реальный шанс завершить переговорный процесс еще в 2011 году. Россия уже согласовала свое вступление в ВТО со всеми другими участниками. Формальное решение может быть объявлено уже 16 декабря 2011 г.

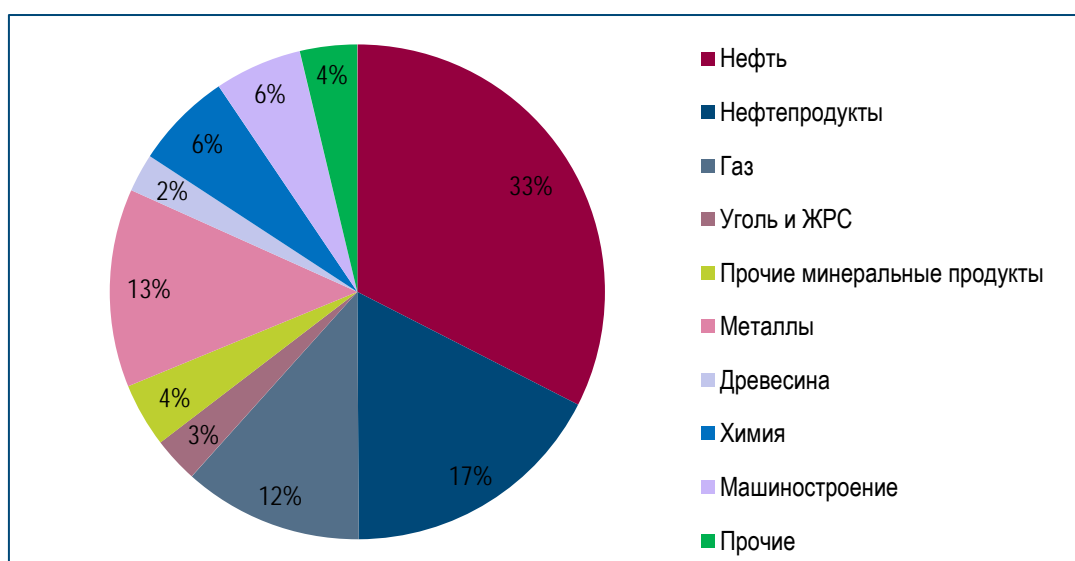
Чего нам ожидать от вступления?

Мы не ожидаем появления каких-либо реальных краткосрочных драйверов для экономики России, однако

долгосрочный эффект, безусловно, будет положительным. Положительный среднесрочный эффект оценивается Всемирным банком в размере \$50 млрд в год, что составляет около 2,5% ВВП.

Товары. Для отрасли торговли эффект будет минимальным, поскольку Россия уже на этапе переговорного процесса взяла на себя обязательства по снижению импортных пошлин на промышленные товары. Средний тариф на промышленные товары должен быть снижен с текущих 9,5% до 7,3%. Пошлины на те товары, которые еще не снижены (например, автомобили и самолеты), будут снижаться постепенно в течение семи лет. Ожидается обнуление пошлин на технологические товары.

Экспорт из России, 2010



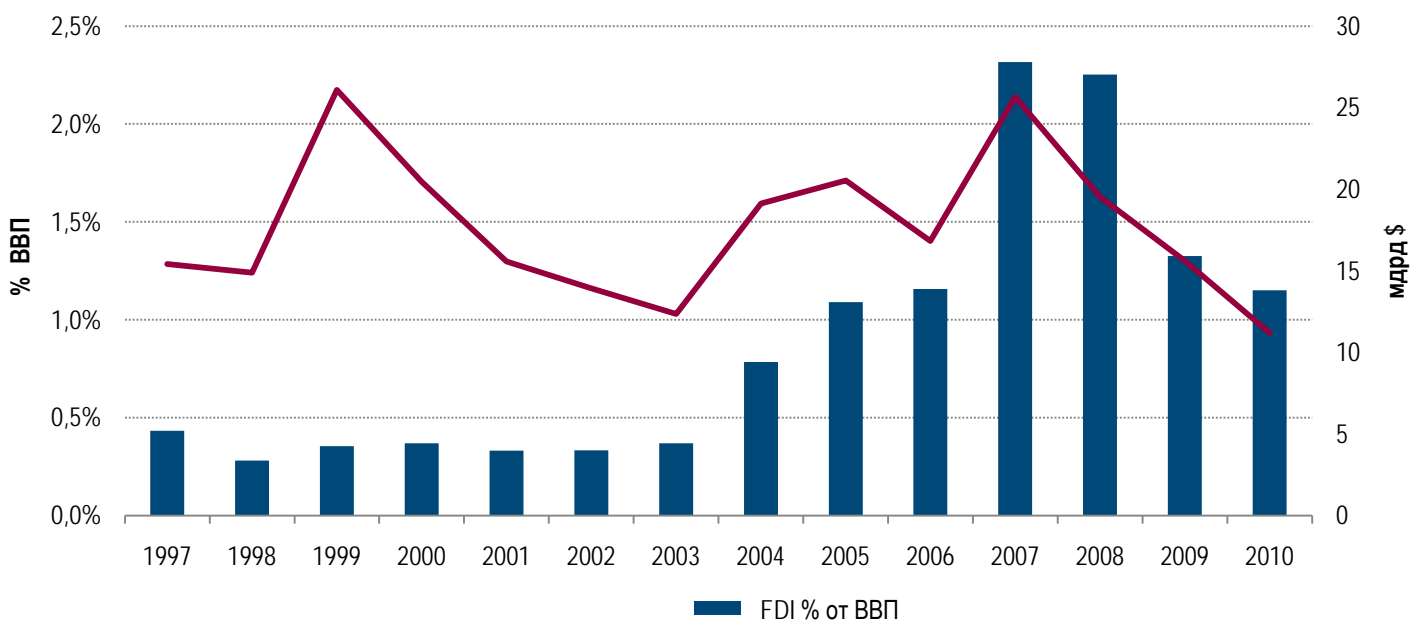
Источник: ФТС, данные за 2010 г.

Услуги. Существенные изменения будут касаться доступа иностранных компаний и капиталов на российский рынок услуг, особенно финансовых. Так, будет либерализован доступ на рынок страховых услуг иностранных компаний через 100%-ные «дочки». Иностранные компании смогут оказывать такие финансовые услуги, как управление активами и выпуск кредитных карт, а также смогут напрямую покупать на российском рынке золото и государственные долговые ценные бумаги. Также иностранные компании смогут владеть 100% акций компаний, предоставляющих услуги связи, доставки товаров, оптовой, розничной торговли и

дистрибуции фармацевтической продукции.

Инвестиции. Мы ожидаем роста объема прямых иностранных инвестиций и улучшения конкуренции на внутреннем рынке услуг. Главным выгодоприобретателем станет население за счет снижения пошлин на импортируемые товары и улучшения качества предоставляемых услуг. Спрос на трудовые ресурсы также вырастет из-за роста объема прямых иностранных инвестиций. Как следствие, мы можем ожидать притока новых технологий и ноу-хау, роста производительности труда.

Прямые иностранные инвестиции в Россию



Источники: Росстат, расчеты ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс



Российский фондовый рынок. Большая часть эмитентов российского фондового рынка (по доле в индексе ММВБ) получают либо положительный, либо нейтральный эффект от вхождения России в ВТО. Рост конкуренции может коснуться банков (Сбербанк и ВТБ, которые занимают 14% индекса ММВБ), ритейла («Магнит» – 2%). Машиностроение и потребительские товары вообще не представлены в индексе. Даже те компании, которые могут столкнуться с ростом конкуренции, имеют шанс быть поглощенными иностранными компаниями с большой премией к рыночной стоимости. Это то, что мы уже начали наблюдать в последний год («Вимм-Билль-Данн» поглощен PepsiCo, «Калина» – Unilever).

В целом, мы ожидаем, что российская экономика сможет выиграть от вхождения в ВТО несколько процентных пунктов ВВП в год в среднесрочной перспективе. Главным положительным фактором для экономики станет приток прямых иностранных инвестиций, либерализация сектора

услуг и рост конкуренции на внутреннем рынке товаров и услуг. Тем не менее, не стоит ожидать чуда. Краткосрочный эффект будет весьма ограничен, а положительная реакция фондового рынка будет определяться скорее сентиментом/ожиданием, нежели конкретными действиями.

Мы ожидаем официального объявления о решении 15–17 декабря 2011 г. Российская Федерация должна ратифицировать условия вступления до 15 июня 2012 г. После этого Россия станет полноценным членом ВТО.

| Фондовый сектор | Эффект от вхождения в ВТО | Вес в индексе ММВБ |
|-------------------------------|--|--------------------|
| Нефть | = Нейтрально | 29% |
| Газ | + Либерализация внутренних цен на газ | 24% |
| Металлы | + Лучшая защита от антидемпинговых преследований | 20% |
| Банки | - Усиление конкуренции со стороны иностранных компаний | 14% |
| Ритейл | - Усиление конкуренции со стороны иностранных компаний | 2% |
| Потребительские товары | - Усиление конкуренции со стороны иностранных компаний | 0% |
| Машиностроение | - Усиление конкуренции со стороны иностранных компаний | 0% |
| Электроэнергетика | = Нейтрально | 6% |
| Телекомы | = Нейтрально | 6% |



Маршал Годе

*Директор по акциям развивающихся рынков
BNP Paribas Investment Partners*

АКЦИИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ УЯЗВИМЫ, НО ИНВЕСТОРЫ НЕ ДОЛЖНЫ ТЕРЯТЬ НАДЕЖДУ

Резкий спад на развивающихся рынках в этом году подтвердил, что, нравится нам это или нет, но акции развивающихся стран не будут торговаться с премией к развитым рынкам и останутся восприимчивыми к негативным сигналам мировой экономики. Тем не менее, мы по-прежнему считаем, что развивающиеся рынки способны противопоставить риску инвестиций высокую доходность и стать хорошим объектом для диверсификации вложений. Особенно если инвесторы включают в свои портфели активы менее крупных развивающихся стран, которые все еще остаются в тени.

Обвал на развивающихся рынках

Долговой кризис в еврозоне, слабый рост в США и риск явной рецессии в Европе сильно ударили по мировым финансовым рынкам. При этом, наряду с западными банками, сильнее других пострадали развивающиеся рынки. Кризис, который начался в августе с падения котировок акций развивающихся стран, а в сентябре привел к падению курсов их национальных валют, сильно напомнил ситуацию трехгодичной давности, когда развивающиеся рынки с июня по октябрь 2008 года потеряли 60% своей стоимости. Тот кризис, так же как и настоящий, был вызван долговыми проблемами развитых стран.

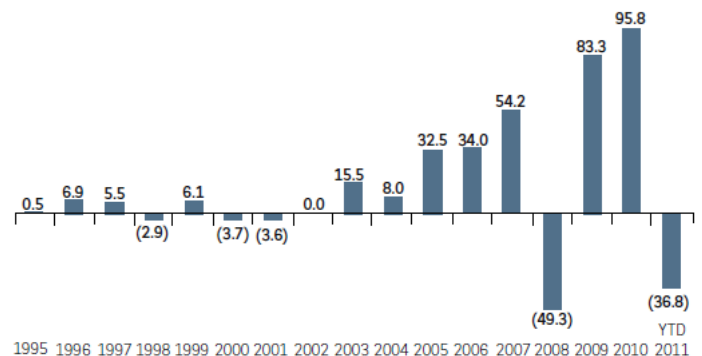
В августе индекс деловой активности (ISM index) опустился ниже 50 – с сохранением нисходящего тренда. За этим последовали данные, свидетельствующие о сокращении заказов. Почти одновременно наблюдался рост волатильности (VIX index), подстегиваемый кризисом в еврозоне. Эти два фактора стали сигналом к снижению стоимости акций развивающихся стран. Это говорит нам о том, что экономические и финансовые модели развивающихся стран по-прежнему не идеальны. Кроме того, для того чтобы обыграть по доходности развитые рынки и/или продемонстрировать положительный доход, развивающимся рынкам нужны либо практически идеальные экономические условия, либо очень специфические рыночные: сдержанный рост мировой экономики и низкая инфляция или высокая недооцененность рынком инвестиционных активов.

Любой другой сценарий, скорее всего, усилит дисбаланс в развивающихся странах, который в свою очередь при отсутствии

серьезной внутренней базы инвесторов будет оказывать давление на фондовые рынки. Это объясняет, почему мы так быстро переключились со страха перед инфляционным давлением на опасения по поводу сокращения спроса со стороны западных стран.

Движение капитала по-прежнему играет главную роль в определении рыночных трендов. Его влияние очевидно: накопления развитых стран продолжают доминировать в мировых инвестициях, включая вложения в развивающиеся рынки. Несмотря на высокий уровень сбережений и огромные валютные резервы большинства развивающихся стран, эти активы не смогли оказать существенной поддержки локальным фондовым рынкам. Но, возможно, ситуация вскоре изменится, поскольку объем валютных резервов уже позволяет большинству стран покрыть свой внешний долг. Все это может привести к более широкой диверсификации портфелей за счет инвестиций в развивающиеся рынки (по меньшей мере, локальные облигации), что в свою очередь окажет и дополнительную поддержку национальным валютам. Точно так же снижение локальных процентных ставок в течение последних нескольких лет должно привести к увеличению в портфелях доли акций таких стран, как Бразилия или Турция.

Развивающиеся страны: движение капитала (\$ млрд)



Источник: EFRP Global

Развивающиеся рынки не будут торговаться с премией

На основе коэффициента P/E мы можем сказать, что развивающиеся рынки торгуются в среднем с 15-20%-ным дисконтом к развитым рынкам. Этот дисконт в последнее время увеличился, но он все еще слишком низкий по сравнению с теми уровнями, которые обеспечили развивающимся рынкам опережающую динамику (в периоды с 2002 и 2009). По показателю P/E акции развивающихся стран сейчас стали дешевле акций развитых рынков. Однако следует ожидать дальнейшего удешевления акций первых (еще от 10 до 20%), прежде чем появится возможность реализации сценария опережающего роста. Стоит отметить, что, несмотря на наличие более серьезного потенциала роста ВВП, уверенного роста прибылей и доходности акций в абсолютном и относительном выражении, оценочные коэффициенты развитых рынков выступили в качестве верхнего предела для развивающихся стран. И все это потому, что акции и сами экономики развивающихся стран обладают более высокой волатильностью, их корпоративное управление подвергается сомнению, а инвесторы по-прежнему не могут идентифицировать драйверы рынка, что в итоге выражается в более высокой премии за риск.

Почему стоит инвестировать в акции развивающихся рынков?

Мы считаем развивающиеся рынки по-прежнему привлекательными для инвестирования: риски вознаграждаются, важную роль играет рост ВВП, который может способствовать увеличению доходности, а диверсификация по странам создает дополнительные инвестиционные возможности. Несмотря на то, что доходность на развивающихся рынках иногда может показаться разочаровывающей, она по-прежнему превосходит доходность развитых в среднесрочной и долгосрочной перспективе, и, на наш взгляд, нет факторов, способных изменить это. Влияние роста ВВП стран на

местные компании по-прежнему огромно. Хотя мы и признаем, что большая часть экономического роста этих стран связана со спросом, рождающимся в развитых странах, прирост местного капитала и структурные изменения (такие как урбанизация, увеличение платежеспособного спроса и т.д.) являются серьезными драйверами роста, до тех пор пока доходность не поглощается чрезмерной инфляцией или ужесточением условий кредитования.

Оценивая среднюю стоимость акций за последние три-пять лет, мы обнаруживаем, что доходность «сглаженного» индекса очень близка к результатам роста ВВП развивающихся стран в долларовом выражении. Основные периоды, когда индексы расходились: в конце 1990-х, когда упала стоимость акций на развивающихся рынках; в 2007 году, когда стоимость резко выросла; и недавно, когда она снова резко упала. Тем не менее, недавнее укрепление курсов национальных валют развивающихся стран также значительно сократит значение ВВП этих стран в долларовом выражении. Мы думаем, пройдет несколько лет, прежде чем пропадет взаимосвязь между фондовыми рынками развивающихся стран и их ВВП.

Таким же образом, оценивая трехлетнюю инвестиционную деятельность, мы приходим к выводу, что стоимость акций во время инвестирования приобретает огромное значение. В настоящий момент акции находятся на уровне 1-1,2 стандартного отклонения ниже их средней стоимости за последние 15 лет (включая азиатский, российский, аргентинский кризисы и кризис 2008-2009 годов). Исторически данная ситуация позволяла извлечь положительный доход в 95% случаев. Интересно, что инвестиции, осуществленные в момент, когда рыночная цена актива была выше долгосрочного среднего значения, через три года в большинстве случаев имели отрицательную доходность.



Убедительные аргументы в пользу небольших развивающихся стран

Инвесторы на развивающихся рынках часто не осознают, что они инвестируют в портфели, в которых доминирует небольшая группа развивающихся стран: Китай, Бразилия, Южная Корея и Тайвань составляют только 60% возможной инвестиционной среды. Но самая «интересная» часть развивающихся рынков может находиться за пределами крупных развивающихся стран. Большинство инвесторов пока что не включают активы этих рынков в свои стратегические портфели (если только это не товарные фонды или фонды стран БРИК) и даже могут не осознавать, что они проходят мимо рынков с потенциально высокой доходностью.

Аргументы в пользу ряда развивающихся рынков, таких как Индия, Россия, Южная Африка или Мексика, чей вес в фонде GEM (мировых развивающихся рынков) составляет от 4% до 8%, довольно хорошо известны. Но возьмите Турцию (1,5% в индексе MSCI GEM), Индонезию (30%), Филиппины (0,7%), Польшу (1,5%), Колумбию (0,9%). До тех пор, пока суммарный объем инвестиций в эти рынки не превысит \$500 млн, уровень ликвидности будет оставаться довольно приемлемым, что говорит в пользу применения к ним более равновзвешенного подхода.

За исключением стран Центральной Европы, рынки которых обрушились в сентябре, большинство остальных небольших рынков проявили поразительную устойчивость, которую они способны демонстрировать и дальше, пока мировая экономика не вступит в фазу рецессии. Перспективы роста ВВП и бюджеты этих стран на хорошем уровне, а в ряде случаев экономики этих стран ориентированы на внутреннее потребление и опираются на активные демографические тенденции. Конечно, эти рынки остаются высоко волатильными, однако они позволяют ожидать меньшей корреляции с динамикой на мировых рынках, чем у крупнейших развивающихся экономик.

Инвесторы в основной массе по-прежнему тяготеют к крупным развивающимся рынкам, оставляя в стороне новые возможности для инвестиций и диверсификации риска. Мы убеждены, что развивающийся мир обладает потенциалом для совершенствования своих инвестиционных решений через более широкую диверсификацию и увеличение доли в портфеле развивающихся стран второго (Индия, Россия, Мексика, Южная Африка) и третьего эшелонов (страны АСЕАН, малые развивающиеся экономики Латинской Америки и Европы). Что в конечном счете позволит более эффективно использовать инвестиционный потенциал развивающихся стран.





Вильям Де Вильдер

*Член Совета Директоров
BNP Paribas Investment Partners*

МИР КОНТРАСТОВ

Недавно я посетил Москву, где проходили встречи, организованные нашим российским офисом. Вечером состоялся ужин с клиентами в одном из самых престижных отелей города. Перед зданием отеля был припаркован целый ряд роскошных немецких автомобилей, одной модели и цвета (коричневого), готовых отвезти гостей в любую точку города. Но все, кто входил в отель, должны были пройти через металлодетектор. Ужин был потрясающим. Российская экономика растет небывалыми темпами, в стране существует огромный потенциал для развития инфраструктуры (особенно Москва с ее круглосуточными пробками), ресурсы страны по-прежнему огромны, а коэффициент цена/прибыль низкий. Чего же ждут иностранные инвесторы? (Ответ: восстановления готовности мира к принятию риска). Западный мир полон критики и сарказма: ненасытное желание получить больше вызвало резкий рост задолженности, что привело к катастрофическим последствиям в США и еврозоне.

После России я полетел в лондонский аэропорт Хитроу, доехал на экспрессе до Паддингтон, а затем на метро до Собора Святого Павла. Вокруг собора стояли небольшие палатки. На одном транспаранте было написано: «капитализм это кризис», на другой: «поделись со мной едой – у меня нет денег, чтобы купить продукты». На улицах спокойно, но отчаяние витает в воздухе. Соединенное

Королевство в глубоком кризисе и сейчас выступает в качестве подопытного кролика для оценки эффективности смешения различных экономических курсов: жесткой экономии бюджетных средств и чрезвычайно мягкой денежно-кредитной политики в сочетании с очередной волной денежной эмиссии «старой леди с Триндлстрит» (Банк Англии). В холле моего отеля, всего в 300 метрах от палаточного городка, в самом разгаре две частных вечеринки. Группы молодых людей в возрасте двадцати с небольшим лет пьют шампанское и ждут лифт на верхний этаж чтобы, вероятно, отправиться в бар.

В Лондоне я обедаю с коллегой из Гонконга. Темпы роста экономики Гонконга замедляются, а банки повышают ставки по кредитам. Все меньше китайцев с чемоданами, набитыми деньгами, едут в Гонконг. «Как поживают казино в Макао?» - спрашиваю я, потому что я как-то читал о том, что цена их акций почти догнала цены на недвижимость Гонконга (Китай – главный драйвер для подобного роста). Очевидно, что богачи (которые могут потратить 1 млн гонконгских долларов за один вечер в казино) все еще являются постоянными посетителями, но обычное население теперь обходит казино стороной. В попытке вернуть игроков за свои столы казино стали предлагать скидки на свои фишки, которые уже достигают до 5%. Интересно, какая скидка сейчас в Лас-Вегасе.



Дополнительная информация и материалы:

ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс (ОАО)

тел.: +7 (812) 332 7332

e-mail: marketing@tkb-nbnpparibasip.com

ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс (ОАО) (Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами от 17 июня 2002 г. № 21-000-1-00069, срок действия Лицензии — бессрочно; Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами от 11 апреля 2006 г. № 078-09042-001000, срок действия Лицензии — без ограничения срока действия).

Получить информацию о паевом инвестиционном фонде и ознакомиться с Правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, с иными документами, предусмотренными Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, можно на сайте в сети Интернет по адресу: <http://www.tkb-nbnpparibasip.com>, а также по адресу: Российская Федерация, 191119, Санкт-Петербург, улица Марата, дом 69–71, лит. А, или по телефону (812) 332-7-332, у агентов по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев фонда (со списком агентов можно ознакомиться на сайте в сети Интернет по адресу: <http://www.tkb-nbnpparibasip.com/ru/products/offices/>), за исключением информации о паевом инвестиционном фонде, инвестиционные паи которого ограничены в обороте. Информация о паевом инвестиционном фонде, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, предоставляется в случаях, предусмотренных Федеральным законом «Об инвестиционных фондах».

Правилами доверительного управления открытыми и интервальными паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки к расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче и скидки с расчетной стоимости инвестиционных паев при их погашении. Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда. Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.