



2012: сложный и решающий год

Инвестиционные перспективы 2012 года



Сложность проблем, с которыми мы можем столкнуться в 2012 году, вызывает опасения больше, чем когда-либо. Несмотря на очень либеральную денежно-кредитную политику, темпы экономического роста западных стран явно замедляются. Кроме того, в 2012 году бюджетная политика многих стран продолжит ужесточаться. Развивающиеся экономики, несмотря на опережающие темпы роста по сравнению с западными странами, также замедляются. С точки зрения денежно-кредитной политики, западным центробанкам необходимо будет оценить, требуется ли применение дополнительных нестандартных мер; а их коллегам из развивающихся стран нужно быть готовыми использовать все имеющиеся возможности для маневра. Правительствам под давлением рынков придется затянуть пояса, хотя грядущие выборы в некоторых ключевых странах могут привести к неожиданным сюрпризам с точки зрения того, что уже решено – или еще не решено. Текущая ситуация бросает больший вызов, чем когда-либо, и инвесторам в том числе. Несмотря на снижение, котировки акций пока не отражают сценарий рецессии; в то время как стоимость традиционных защитных инструментов серьезно выросла. Более того, в условиях общего негативного настроения инвесторов даже незначительные позитивные события могут вызывать мощную реакцию. Создается впечатление, что 2012 год станет годом скромных результатов с точки зрения экономического развития, критическим годом для политиков, а для инвесторов – годом, когда время входа на рынок и выхода из него приобретет особое значение.

Вильям Де Вильдер,

Директор по инвестициям BNP Paribas Investment Partners





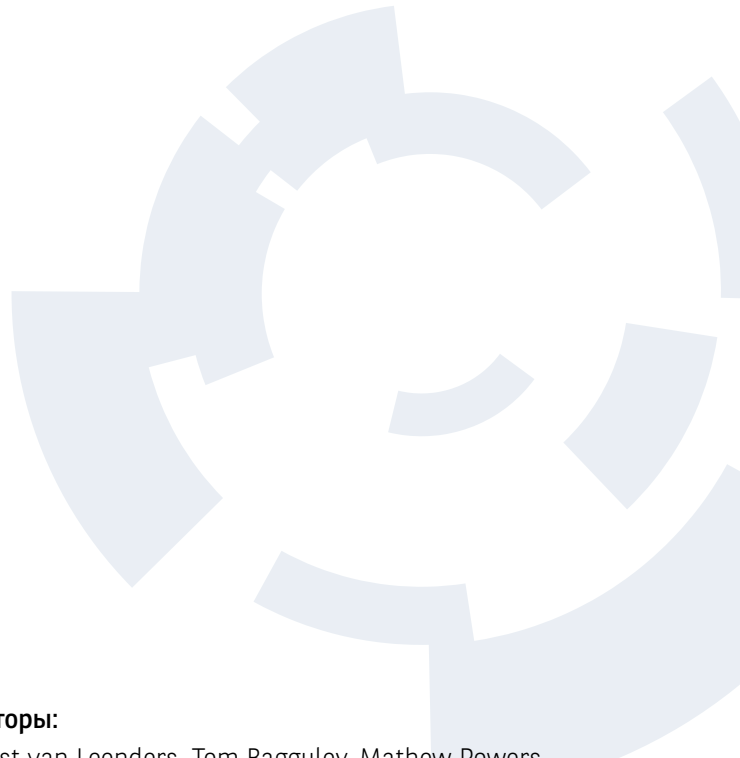
Содержание

Макроэкономический прогноз и перспективы фондовых рынков

• Макроэкономический прогноз	4
• Перспективы фондовых рынков	10
• Развивающиеся рынки: акции	15
• Развивающиеся рынки: долговые инструменты	17

Авторы:

Joost van Leenders, Tom Bagguley, Mathew Powers,
Jennifer Clarke, Martin Fridson, Sheila Ter Laag





Макроэкономический прогноз

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Темпы экономического роста в развитых странах останутся на низком уровне
- Развивающиеся страны будут показывать лучшие результаты
- Инфляционные риски ограничены
- Возможно дополнительное денежно-кредитное стимулирование
- Курс доллара будет укрепляться, йены – падать.

При формировании прогноза на 2012 год возникает множество трудных вопросов. Начнется ли рецессия в развитых странах? Смогут ли политические лидеры еврозоны найти выход из суверенного кризиса? Как будет развиваться дискуссия вокруг состояния государственных финансов в США? Понадобится ли дополнительное денежно-кредитное стимулирование со стороны центральных банков? Политическая жизнь оказывала большое влияние на экономику в 2011 году, и это влияние сохранится в 2012 году, поскольку во многих странах грядут выборы: в США, России, Франции и Испании, а также ожидаются изменения в руководящих структурах Китая. В то время как все эти широко освещаемые проблемы остаются нерешенными, некоторые циклические компоненты ВВП, такие как инвестиции в недвижимость и бизнес-инвестиции, а также потребление товаров длительного пользования, остаются на достаточно низком уровне. Следовательно, потенциал их дальнейшего ухудшения и негативного влияния на экономический рост ограничен, в отличие от типичного сценария развития рецессии. Тем не менее, наш прогноз на 2012 год не отличается оптимистичностью, но и развитие крайне негативного сценария маловероятно.

Слабый рост с повышенным риском рецессии в развитых странах

Наш прогноз для развитых стран лучше всего описать так: слабый рост с повышенным риском рецессии. Многие опережающие индикаторы развитых экономик указывают в лучшем случае на слабый рост, и на это есть причины. В странах, пострадавших от кризиса недвижимости (США, Испания и Ирландия), продолжится сокращение объемов кредитования со стороны домохозяйств. В большинстве развитых стран сохраняется большой дефицит бюджетов и продолжается рост госдолга, поэтому приоритетом для правительств станет сокращение госрасходов. Однако

опросы потребителей и производителей свидетельствуют о слабой уверенности в том, что правительства смогут успешно сократить дефицит и долговую нагрузку своих стран в обозримом будущем.

Потребительская уверенность (индексы)



Источник: Datastream, BNPP IP

Несмотря на то, что корпоративный сектор в целом демонстрирует неплохие результаты с точки зрения прибыли и денежных потоков, компании с большой неохотой инвестируют в новые производственные мощности или расширение штата персонала. Поэтому рост занятости на рынке труда незначителен и не может существенно снизить уровень безработицы. Следовательно, доходы домохозяйств растут очень скромными темпами, и во многих странах этот рост не может компенсировать инфляцию.

Получается замкнутый круг: домохозяйства ждут, когда компании начнут расширять штат, а компании ждут, когда домохозяйства начнут увеличивать потребление. В нормальной ситуации выход мог бы быть найден за счет изменения денежно-кредитной или бюджетной политики, но сегодня с учетом текущих обстоятельств возможности данных мер ограничены. По оценке МВФ, только некоторые страны, такие как Германия или некоторые небольшие европейские государства, чья финансовая система относительно здорова, могут получить эффект от стимулирования экономики. Или Соединенные Штаты, правительство которых по-прежнему имеет возможность занимать средства под весьма привлекательные процентные ставки. Тем не менее, мы наблюдаем дефицит политической воли к дальнейшему стимулированию экономик. Германское правительство считает, что сейчас подобные меры нецелесообразны, в то время как многие другие европейские страны продолжают пристально следить за своими кредитными рейтингами и спредами своих государственных облигаций относительно облигаций Германии.

В США две партии не могут найти компромисс между увеличением госрасходов и снижением налогов. «Суперкомитет», который был создан после увеличения «потолка» госдолга в августе 2011 года, должен был внести некоторую ясность в процесс решения долговых проблем США. Тем не менее, крупномасштабное

стимулирование экономики выглядит маловероятным: президент Обама предложил план по стимулированию экономики в сентябре 2011 года, но тот не прошел в конгрессе. Политические дискуссии, вероятно, продолжатся в 2012 году с еще большей интенсивностью на фоне набирающей силу президентской предвыборной кампании. При этом многие европейские страны, включая Францию, Италию и Испанию, даже не имеют возможностей для денежно-кредитного стимулирования. Для экономики Великобритании и Японии основным источником проблем становится снижение экспорта. Великобритания сталкивается с замедлением роста в еврозоне – основном торговом партнере, в то время как Японии приходится бороться с укреплением йены и низким внутренним спросом.

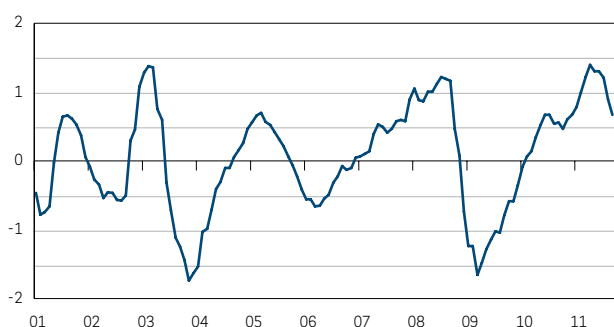
В условиях слабого экономического роста автоматически повышается риск рецессии, так как любые шоковые негативные события будут обладать большим потенциалом втягивания экономики в зону снижения. Таким негативным событием, или «шоком», может стать рост цен на нефть из-за геополитической напряженности или провал в решении финансовых проблем большинства развитых стран. Более того, домохозяйства и государства – не единственные, кто пытается сократить свою долговую нагрузку. Банки, столкнувшиеся с возможным ростом убытков по кредитам и ужесточением требований к капиталу, сокращают свои балансы. Снижение объемов заимствований со стороны финансового сектора и медленный рост объемов кредитования также могут стать причиной рецессии в некоторых развитых странах.

Более позитивный прогноз для развивающихся экономик

В развивающихся странах ситуация более благоприятная. В большинстве своем они не столкнулись с сокращением объемов кредитования со стороны частного сектора, и государственные финансы находятся в хорошем состоянии. Темпы их экономического роста остаются структурно более высокими по сравнению с ростом в развитых странах, так как развивающиеся экономики продолжают «догонять» развитые с точки зрения инноваций и продуктивности, а более молодое население обеспечивает благоприятные демографические условия. Устойчивая динамика спроса как внутри самих стран – за счет формирования общества потребления – так и между ними в форме развития структуры взаимной торговли позволяет развивающимся странам до некоторой степени избежать проблем развитых стран. Тем не менее, мы не считаем, что развивающиеся страны смогут полностью преодолеть негативное влияние замедления темпов экономического роста, которое мы предсказываем развитым странам. В самом деле, опережающие индикаторы развивающихся стран снизились и указывают скорее на скромный рост, который, на наш взгляд, будет благоприятен с точки зрения инфляции и денежно-кредитной политики. Официальные процентные ставки и

нормы обязательных резервов в странах БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай) опустились до минимального значения в октябре 2009 года. С тех пор они значительно выросли в ответ на ускоряющиеся темпы экономического роста и инфляции. Мы полагаем, что текущий этап их роста подошел к концу. Фактически, с июля 2011 года Бразилия уже дважды снижала процентные ставки. Более того, ожидающееся замедление инфляции должно позволить центральным банкам развивающихся стран смягчить денежно-кредитную политику в 2012 году.

Индикатор денежно-кредитной политики БРИК* (изменение за 6 месяцев, процентных пунктов)

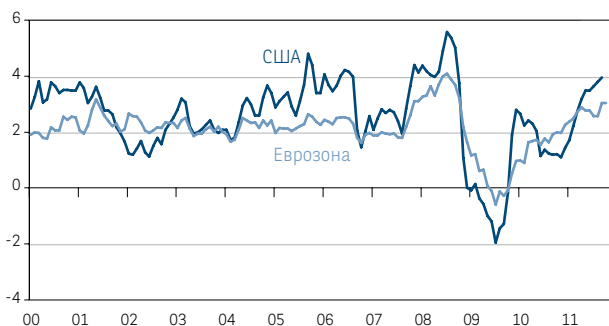


*Средневзвешенный показатель краткосрочных процентных ставок и норм обязательного резервирования стран БРИК
Источник: Bloomberg, BNPP IP

Развитые страны: инфляция или дефляция?

В сентябре 2011 года инфляция выросла до 3,9% в США (в годовом выражении), до 4% в еврозоне и даже до 5,2% в Великобритании.

Потребительская инфляция (% в годовом выражении)

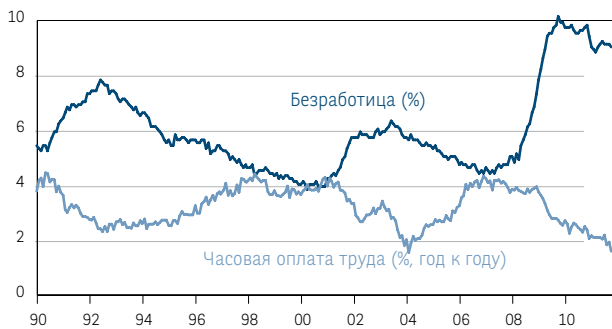


Источник: Datastream, BNPP IP

Не удивительно, что все большее число инвесторов беспокоятся по поводу инфляции. Но мы не разделяем их опасений. Конечно, центральные банки серьезно увеличили объем денежной массы, который, теоретически, должен вызвать гиперинфляцию. Однако эта ликвидность едва ли достигла реального сектора экономики. Несмотря на несколько раундов количественного смягчения в США и Великобритании и доступ к неограниченной ликвидности, обеспеченный Европейским центробанком, объемы

кредитования практически не растут. Банки по-прежнему с неохотой выдают кредиты. В конце концов, осенью 2011 года банки еврозоны снова ужесточили кредитные стандарты, так как экономика ослабла, а напряженность на рынке межбанковских кредитов выросла. Конечно, в условиях стремления к сокращению объемов использования заемных средств спрос на кредиты остается низким. Другими словами, несмотря на то, что объем денежной массы в развитых странах увеличился, скорость обращения денег резко упала. Для ускорения инфляции необходим более существенный рост объемов кредитования. Что еще более важно, должны начать расти инфляционные ожидания и заработная плата, но признаков этого не наблюдается. В течение 2011 года инфляционные ожидания, рассчитываемые как разница между доходностью обыкновенных государственных облигаций и облигаций, индексированных по уровню инфляции, во Франции и США снижались. В условиях высокого уровня безработицы в США и еврозоне заработная плата растет умеренными темпами. В США в сентябре средняя часовая заработная плата выросла всего на 1,9% в годовом выражении. Этого недостаточно, чтобы компенсировать инфляцию. В реальном выражении доходы сократились на 1,9%. Располагаемые доходы домохозяйств, которые также зависят от роста занятости и количества отработанных часов, в августе 2011 года выросли, но всего лишь на 3,2% (годовых) в номинальном выражении и на 0,3% в реальном выражении. В США государство активно поддерживает домохозяйства, за первые девять месяцев 2011 года государственные социальные платежи выросли с 14% в среднем в 2000-2007 гг. до 18%. Налоговая нагрузка близка к историческому минимуму, что явилось результатом сокращения налоговых ставок в прошлом и низкого текущего уровня занятости. Во втором квартале 2011 года в еврозоне заработная плата выросла на 2,5% в годовом выражении — это больше, чем за предыдущие девять кварталов, но опять же не достаточно для того, чтобы вызвать рост цен. Поэтому, на наш взгляд, маловероятно возникновение восходящей спирали «заработной платы и цен» или стагфляции (слабый рост на фоне возрастающей инфляции). У наемных работников просто нет оснований для того, чтобы требовать повышения заработной платы. В отличие от 1970-х, заработная плата больше не индексируется по уровню инфляции (за некоторыми исключениями), профсоюзы утратили силу, и многие работающие на рынках развитых стран до некоторой степени испытывают конкуренцию со стороны низкооплачиваемых работников развивающихся стран.

Безработица и доходы в США



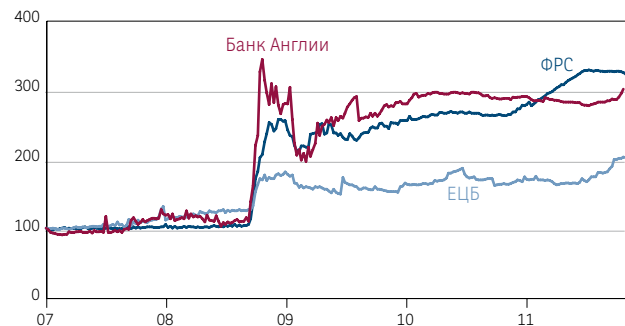
Источник: Datastream, BNPP IP

На самом деле мы считаем, что существует серьезный риск того, что развитые страны столкнутся с дефляцией, хотя это не является нашим базовым сценарием. Ускорение инфляции на фоне роста цен на сырьевые товары и готовую продукцию без соответствующего роста зарплат ведет в конечном счете к дефляции, так как рост цен в итоге подрывает покупательную способность домохозяйств. Некоторым «периферийным» странам еврозоны, возможно, придется пройти через дефляцию, чтобы восстановить свою конкурентоспособность внутри валютного союза. В ключевых странах еврозоны дефляция маловероятна, учитывая относительно низкий уровень безработицы. Мы полагаем, что решение ФРС США не допустить дефляцию в США уменьшает вероятность снижения цен.

Дополнительное денежно-кредитное стимулирование?

За последние несколько лет центральные банки развитых стран перепробовали все. ФРС США снизила процентные ставки почти до нуля и провела два раунда количественного смягчения, ЕЦБ предоставляет банкам доступ к неограниченной ликвидности по низким процентным ставкам, а Банк Англии принял, пожалуй, самые агрессивные меры количественного смягчения. Как и в предыдущие годы, Банк Японии сохраняет процентные ставки практически на нулевом уровне в сочетании с умеренной политикой количественного смягчения. Летом 2011 года Федеральный резерв объявил о сохранении ставок на исключительно низком уровне вплоть до середины 2013 года и проведении операции «Твист», которая заключается в продаже краткосрочных казначейских облигаций, купленных в рамках программ количественного смягчения, и покупке долгосрочных бумаг, что должно сгладить кривую доходности. ЕЦБ будет предоставлять экстренные займы на срок от шести месяцев до года. В начале ноября 2011 года после первого собрания с участием нового президента ЕЦБ Драги центробанк снизил ключевую процентную ставку на 25 б.п., что стало неожиданностью для участников рынка, поскольку ранее в апреле и июле 2011 года ставки повышались. Банк Англии расширил программу количественного смягчения на 75 млрд фунтов стерлингов до 275 млрд фунтов стерлингов.

Активы центральных банков (индекс, 1 января 2007 = 100)



Источник: Bloomberg, BNPP IP

После всего вышеназванного возникает вопрос о том, уверены ли центральные банки развитых стран, что они сделали достаточно или что нужны дополнительные меры. На наш взгляд, существует большая вероятность того, что США и Европа сделают ряд дополнительных шагов. Если экономический рост останется на низком уровне, а безработица — на высоком и если темпы инфляции снизятся, как мы прогнозируем, ФРС может начать новый этап количественного смягчения, или QE3. Наиболее вероятным объектом покупки станут ипотечные ценные бумаги, как в программе QE1. Это должно снизить ставки по ипотеке, что позволит потребителям снизить стоимость рефинансирования существующих ипотечных кредитов. При этом мы сомневаемся, что QE3 сможет оказать существенное влияние на реальный сектор экономики, т.к., учитывая ужесточение условий банковского кредитования, не многие домохозяйства смогут прибегнуть к рефинансированию. Хотя, чтобы помочь домохозяйствам в ситуации, когда разность между стоимостью обеспечения и кредитной задолженностью становится отрицательной, им должна оказываться поддержка по программе доступного рефинансирования жилья (HARP).

Поскольку мы считаем, что экономика еврозоны особенно уязвима перед рецессией, мы полагаем, что ЕЦБ снова снизит ставки в начале 2012 года. При этом мы убеждены, что снижение ставок до уровня ниже 1% возможно только в случае явного риска дефляции. У Банка Англии возможности для маневров ограничены, так как постоянно высокая инфляция подрывает кредитоспособность банков. Пока что Банк Англии при разработке своей политики большее внимание уделял росту экономики, а не инфляции. И для того, чтобы действия банка стали более агрессивными, необходимо, чтобы экономика серьезно замедлилась.

Укрепляющийся доллар, слабеющая йена

Несмотря на кризис суверенных долгов и высокий риск второй волны рецессии в еврозоне, курс евро в 2011 году вел себя на удивление устойчиво. В первой половине года повышение ставок ЕЦБ поддержало евро. Летом с трудом предотвращенный дефолт по государственным облигациям и возросший риск второй волны рецессии в США привели к ослаблению доллара. Курс евро снизился, когда суверенный кризис в еврозоне вспыхнул с новой силой осенью 2011 года, но быстро восстановился к концу октября, когда были приняты соответствующие меры. Мы не думаем, что евро сохранит свои сильные позиции в 2012 году, и на это есть ряд причин. Во-первых, мы полагаем, что темпы экономического роста в еврозоне замедлятся и что рецессия здесь более вероятна, чем в США. Во-вторых, ЕЦБ может продолжить снижать процентные ставки в 2012 году. И в-третьих, несмотря на некоторые важные шаги, сделанные в конце октября 2011 года для решения проблемы суверенных долгов еврозоны, на повестке дня остаются структурно слабый рост экономики и неустойчивое финансовое положение некоторых стран. Потенциально эти факторы могут оказать давление на евро. Однако, при условии того, что денежно-кредитная политика ФРС США останется достаточно гибкой, маловероятно, что доллар США серьезно укрепится в ближайшем будущем. Мы считаем, что в 2012 году курс EUR / USD постепенно вернется к уровням ниже 1,30.

Валюты



Источник: Datastream, BNPP IP

Итоги: наш взгляд на макроэкономическую ситуацию

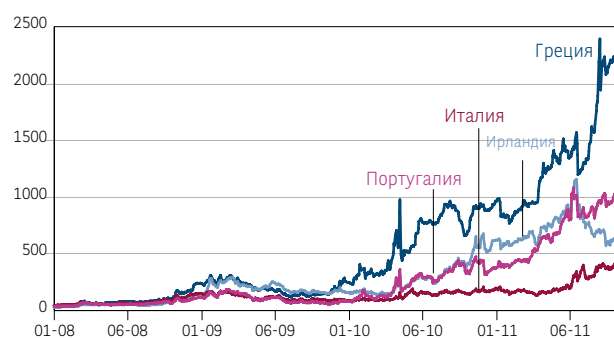
Мы считаем, что развитые экономики в следующем году продолжат расти очень медленными темпами, а государства и домохозяйства — сокращать долговую нагрузку. Риск рецессии сохранится на высоком уровне, а темпы инфляции должны снизиться. Денежно-кредитная политика развитых стран останется мягкой; в целом ожидается, что центральные банки будут снижать ставки или озвучивать новые стимулирующие программы. Что касается развивающихся стран, то для них мы прогнозируем более благоприятную ситуацию. Некоторое замедление темпов роста должно благотворно повлиять

на экономику, поскольку это ослабит инфляционное давление и позволит центральным банкам смягчить денежно-кредитную политику.

Почему наш прогноз может не оправдаться?

Есть несколько факторов, способных повлиять на состоятельность нашего прогноза. Во-первых, мы можем быть чересчур пессимистичными. Замедление экономического роста летом 2011 года было частично связано с временными факторами, такими как резкий рост цен на нефть с мая 2010 года по май 2011 и сбои в поставках из Японии, последовавшие за разрушительным землетрясением и цунами в марте 2011 года и повлиявшие на мировое производство. Сегодня корпоративный сектор имеет хорошие показатели прибыли и денежных потоков. В случае если позитивные настроения вернуться, а занятость начнет расти более быстрыми темпами, может последовать и более уверенное восстановление экономики. Возможно и то, что мы слишком оптимистичны, и 2012 год будет изобиловать политическими рисками как в развитых, так и в развивающихся странах. В ноябре 2011 года лидеры государств еврозоны наметили решение проблем рекапитализации банковского сектора, списания суверенных долгов Греции и увеличения полномочий Европейского фонда финансовой стабильности (ЕФФС). Но, помимо этого, по-прежнему остаются нерешенными такие проблемы, как чрезмерный дефицит бюджетов некоторых «периферийных» стран, неравномерный экономический рост внутри еврозоны, неконкурентоспособность некоторых стран-участниц еврозоны и дисбаланс счета текущих операций.

Спрэды облигаций еврозоны (разница между доходностью 10-летних облигаций стран еврозоны и облигаций Германии, б.п.)



Источник: Bloomberg, BNPP IP

Мы считаем, что в конце концов страны еврозоны придут к решению, которое может содержать три положения. Во-первых, это надежный покупатель «последней инстанции» долговых обязательств стран, испытывающих проблемы с ликвидностью. Таким может стать ЕФФС или сам ЕЦБ. Во-вторых, оказание «периферийным» странам

поддержки в решении их проблем. И в-третьих, выпуск в какой-либо форме коллективных долговых обязательств стран еврозоны. При этом нужно понимать, что такие решения не принимаются быстро, а значит, риски для финансовых рынков и мировой экономики остаются.


Что касается политического фронта, выборы в США могут завести в тупик решение денежно-кредитных проблем страны. Мы ожидаем, что период временного снижения налогов, который закончился в конце 2011 года, будет пролонгирован, в противном случае рост налогового бремени окажет серьезное давление на неустойчивую экономику. Мы также считаем, что в долгосрочном плане неопределенность ситуации с государственными финансами в США сохранится и будет по-прежнему оказывать негативное влияние на уверенность потребителей и производителей. Существует также большая вероятность того, что изменения в политическом руководстве Китая не смогут нарушить экономическую стабильность в стране, так как мы считаем, что Коммунистическая партия Китая сделает все возможное для того, чтобы не допустить негативных изменений в экономической сфере как до, так и во время переходного периода.

Кроме того, существует вероятность смягчения нашего негативного прогноза экономического развития. Если мировая экономика снова вступит в фазу рецессии, мы ожидаем, что она будет относительно мягкой, учитывая то, что в период первой волны экономические субъекты уже адаптировали свое поведение к неблагоприятным экономическим реалиям в сфере занятости, инвестиций и потребления товаров длительного пользования. При этом обычные методы борьбы с рецессией – стимулирующая бюджетная и денежно-кредитная политика – в этот раз могут оказаться менее эффективными, чем обычно. При условии, что их применение вообще будет возможно. Реальная угроза возникнет в случае, если экономика развитых стран вступит в фазу рецессии, за которой последует, и значительно усугубит ситуацию, новый финансовый кризис, поскольку тогда любая новая рецессия может оказаться глубокой и более затяжной.

Из анализа ситуации в Китае становится ясно, что масштабное стимулирование экономики, которое предотвратило рецессию в 2008-2009 годах, имеет свои недостатки. Расходы на жилищное строительство и на инфраструктуру, так же как и объемы кредитования банков, могли оказаться избыточными. Мы считаем, что рост экономики Китая в 2012 году будет всего лишь умеренным, что благоприятно для экономики с точки зрения снижения темпов инфляции. Даже если не удастся избежать «жесткой посадки», мы убеждены, что изменения в политическом руководстве сделает ее маловероятной в 2012 году, и считаем, что огромные валютные резервы Китая могут быть использованы в качестве амортизационной «подушки» в случае серьезного замедления темпов роста экономики. Например, в случае необходимости

Китай может рекапитализировать банковский сектор. Кроме того, у страны есть возможность налогово-бюджетного стимулирования экономики с помощью инфраструктурных расходов или снижения налогов.

И, наконец, в 2012 году может усилиться напряженность вокруг национальных валют. Валютные интервенции в Японии и Швейцарии в 2011 году вызвали резкие движения на валютных рынках, но не политическую реакцию. Так как летом 2011 года многие валюты развивающихся стран попали под распродажу, для этих стран отпадает необходимость снижения курса своих валют. Однако различия в экономическом росте развитых и развивающихся стран сохраняются, поэтому в определенный момент курс валют развивающихся стран может снова вырасти. Мы не считаем, что этот рост будет достаточно сильным для того, чтобы привести к масштабным интервенциям или серьезной политической напряженности, но мы будем учитывать его как риск.



Перспективы фондовых рынков

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- **Фундаментальные коэффициенты компаний вряд ли станут основным драйвером цен акций**
- **Акции развивающихся рынков выигрывают от устойчивого роста и снижения темпов инфляции**
- **Государственные облигации США и Германии не будут привлекательны для инвесторов**
- **Долговые обязательства развивающихся рынков будут поддерживаться экономическим ростом и денежно-кредитной политикой**
- **Предпочтение стоит отдавать высокодоходным облигациям против корпоративных облигаций инвестиционного уровня**
- **Время товарных рынков еще не пришло.**

Во время написания этого обзора (ноябрь) доходность рынков акций с начала 2011 года в какой-то степени напоминала доходность 2010 года: за устойчивым ростом в начале года последовала летняя распродажа и снижение котировок. В 2010 году акции достигли новых посткризисных максимумов в последние месяцы года. Смогут ли акции в 2012 году наконец избавиться от наследия кризиса? Что касается облигаций, в последние годы не раз прогнозировался рост их доходности с исторически минимальных значений. Останутся ли они на низком уровне в 2012 году? Ни для кого не должно стать сюрпризом то, что мы, учитывая наш немного «медвежий» прогноз, на пороге 2012 года с осторожностью относимся к рисковому активу. Это не значит, что мы сохраним этот прогноз на протяжении всего 2012 года. В течение года ситуация может улучшиться, поэтому время вхождения на рынок будет очень важным.

Акции: низкие оценочные показатели, но высокие риски

И в абсолютном, и в относительном выражении оценочные показатели акций находятся на низком уровне. Коэффициенты P/E на развивающихся и развитых рынках упали намного ниже своих долгосрочных средних значений. Доходность акций по прибыли в США и Европе близка к рекордным максимальным значениям в сравнении с доходностью государственных облигаций. В Японии отношение цен акций к балансовой стоимости компаний остается крайне низким. Однако мы не рассматриваем данные показатели в качестве неопровержимого довода в пользу покупки акций

на данном этапе. Во-первых, в США показатель P/E с поправкой на цикличность, который соотносит цену с долгосрочным средним значением прибыли на акцию, все еще выше собственного долгосрочного среднего значения. Да и сравнение с доходностью облигаций может быть не особенно релевантным: в условиях слабого экономического роста и чрезвычайно мягкой денежно-кредитной политики доходность облигаций находится на заведомо низком уровне. Поэтому акции США по всем параметрам являются недешевыми. Во-вторых, фундаментальные коэффициенты могут снизиться в случае, если возникнет вероятность того, что экономика США или еврозоны вступит в стадию рецессии, так как это приведет к снижению прибыли компаний. Во время написания этого обзора коэффициент P/E акций США составлял около 13, а во время рецессии 2008-2009 годов он падал до 11,5. Европейский и развивающиеся рынки в настоящий момент торгуются на уровне 10 P/E, в то время как во время финансового кризиса коэффициент P/E опускался ниже 8. И, в конце концов, у нас есть сомнения относительно устойчивости роста прибылей. Аналитики за последние несколько месяцев снизили свою оценку прибылей, но это не коснулось американских компаний: ожидается, что их прибыль в следующем году вырастет на 14%. Во втором квартале 2011 года прибыли американских корпораций достигли 12,9% ВВП – это самое высокое значение с начала 1950-х. Частично рост может быть обоснован структурными изменениями, так как компании стали получать больше прибыли за рубежом, но дальнейшее увеличение маржи выглядит затруднительным, поскольку маржа уже достигает уровня, близкого к рекордному. Прогноз роста прибылей во Франции и Германии снизился до 8%, но с учетом роста вероятности возникновения второй волны рецессии эта оценка может по-прежнему оставаться слишком оптимистичной. Действительно, расходы на заработную плату сдерживаются в большинстве развитых стран, но и темпы роста производительности труда существенно замедлились. В результате этого удельные затраты на рабочую силу выросли. Более низкие цены на сырье могут быть в определенной степени благоприятны, но эффект от этого относительно небольшой.

На самом деле, мы не считаем, что оценочные показатели станут ключевыми драйверами рынка в 2012 году. Мы полагаем, что макроэкономические и политические события будут оказывать более серьезное влияние. Как было сказано выше, наше отношение к оценочным показателям не столь оптимистичное. Другими словами, хотя оценочные коэффициенты и являются сегодня низкими, отсутствуют позитивные катализаторы роста. Если сказать кратко, в настоящий момент мы не ожидаем устойчивого восстановления фондовых рынков. Если будут приниматься правильные меры и уверенность инвесторов повысится, мы сможем увидеть более устойчивую повышательную тенденцию ближе к концу 2012 года. При этом сегодня повсюду присутствует неопределенность. Поэтому будут и подъемы, и падения, что предполагает

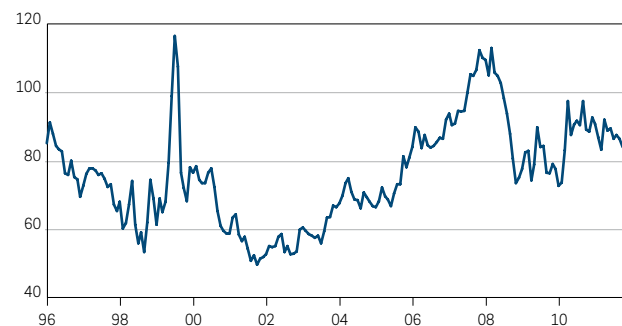
тактическую торговлю, нежели использование стратегии “buy-and-hold”.

Акции развитых или развивающихся рынков?

По сути, у нас нет особых предпочтений по отношению к какому-либо из рынков развитых стран. Со структурной точки зрения темпы роста в США, скорее всего, будут более высокими, чем в Европе (частично вследствие более благоприятной демографической ситуации), кроме того, ФРС ведет более агрессивную политику в попытке предотвратить наступление рецессии. Более того, в периоды общего спада котировки акции США имеют тенденцию снижаться меньше. С другой стороны, оценочные коэффициенты европейских акций ниже, при этом ожидается более умеренный рост прибылей. Поэтому мы отдаем небольшое предпочтение американским акциям перед европейскими. Оценочные показатели акций Японии также низкие, что может рассматриваться инвесторами как весьма убедительный аргумент в их пользу. Однако здесь стоит помнить то, что многие японские компании сильно зависят от состояния мировой экономики, а также то, что укрепляющаяся йена продолжит оказывать влияние на их производственные и финансовые показатели.

С другой стороны, мы можем привести много аргументов в пользу развивающихся рынков. Положительная разница в темпах роста между развивающимися и развитыми экономиками, которая в течение последнего десятилетия в среднем составляла 4,6 процентных пунктов, сохраняется и в текущих условиях экономического спада. Мы не ожидаем, что разница в темпах роста серьезно сократится: развивающиеся рынки имеют более благоприятную демографическую ситуацию и не сталкиваются с необходимостью сокращения доли заемных средств. Мы также находим акции развивающихся рынков более привлекательными с точки зрения оценочных показателей. С 1996 года коэффициент P/E акций развивающихся рынков в среднем был на 25% ниже P/E акций развитых рынков. Текущий дисконт развивающихся рынков составляет всего 16%.

Развивающиеся рынки / развитые рынки: P/E на 12 месяцев вперед



Источник: Datastream, BNPP IP

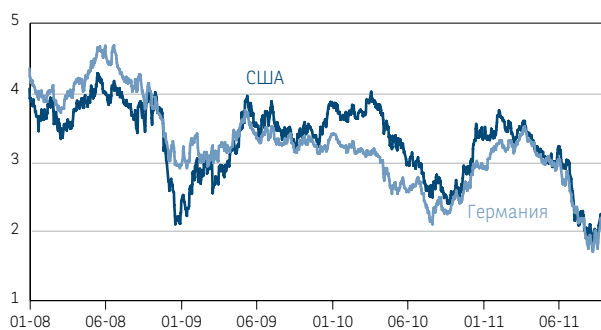
Таким образом, в настоящий момент оценочные показатели акций развивающихся рынков по сравнению с показателями акций развитых стран несколько выше своих средних долгосрочных значений. Но мы считаем, что это обоснованно с учетом тех улучшений, которые были продемонстрированы странами в области поддержания макроэкономической стабильности, повышения прозрачности и качества корпоративного управления на протяжении последнего десятилетия. Более того, сегодня акции развивающихся рынков более привлекательны, чем в 2007-2008 гг. или в 2010 году, когда они торговались с 5%-ной премией. И несмотря на то, что развивающиеся рынки не смогут избежать негативного влияния в случае падения рынков развитых стран и тем самым останутся чувствительными к любым серьезным потрясениям, мы все же положительно смотрим на акции развивающихся стран.

Доходности облигаций останутся на низком уровне

В нашем прогнозе на 2011 год мы предупреждали, что государственные облигации не являются 100%-но безрисковым активом. Мы указывали на специфические риски облигаций «периферийных» стран еврозоны – и эти риски действительно проявились в течение 2011 года. Несмотря на то, что мы не верим в распад еврозоны или дефолт Италии или Испании, мы бы не стали советовать инвесторам увеличивать долю в облигациях этих стран. Долговые обязательства греческого правительства могут быть реструктурированы в больших масштабах, чем это планируется в настоящий момент, и мы не исключаем возможность реструктуризации долгов Португалии или Ирландии. Расширение спредов итальянских и испанских облигаций сдерживалось за счет масштабных покупок Европейского центрального банка, но ЕЦБ уже несколько раз дал понять, что не рассматривает эту активность как свою ключевую.

В прошлом году мы также подчеркивали, что существует риск того, что рост доходностей скажется на стоимости государственных облигаций США или Германии. Доходности были настолько низкие, что даже умеренный рост мог свести на нет суммарный доход от этого класса активов. И эта ситуация не изменилась. Сегодня доходности даже ниже, чем были, когда мы составляли прогноз на 2011 год.

Доходность десятилетних государственных облигаций



Источник: Datastream, BNPP IP

Мы считаем, что доходность облигаций США, Германии, Японии и Великобритании останется на низком уровне с точки зрения исторической перспективы. Во-первых, мы полагаем, что темпы роста будут низкими и, как было сказано ранее, некоторые развитые экономики могут даже вступить в фазу рецессии. В настоящий момент мы не рассматриваем риск ускорения темпов инфляции и также не ожидаем его усиления в 2012 году. Поэтому центральные банки США, Европы, Японии и Великобритании не будут проявлять высокой активности на протяжении года, хотя мы не исключаем дополнительных стимулирующих программ. Это должно значительно ограничить рост доходностей государственных облигаций. В то же время мы не можем полностью исключить возможность роста доходностей облигаций в 2012 году. Для этого есть три условия: если США удастся избежать рецессии; если наступившая рецессия будет мягкой и краткосрочной или если будут приняты меры, позволяющие успешно решить проблему суверенных долгов в еврозоне, что уменьшит спрос на «тихие гавани». Тем не менее, на фоне текущих низких доходностей по государственным облигациям даже их небольшой рост может привести к отрицательному результату. Поэтому мы отдаем предпочтение другим инструментам с фиксированным доходом, таким как долговые обязательства развивающихся рынков или высокодоходные негосударственные облигации.

Перспективы инструментов с фиксированным доходом развивающихся рынков выглядят лучше

Более позитивно мы смотрим на инструменты с фиксированным доходом развивающихся рынков. Летом 2011 года на опасениях второй волны рецессии инвесторы активно распродавали эти бумаги. Спреды облигаций, номинированных в долларах, по отношению к государственным казначейским обязательствам США увеличились до более 440 б.п., при том что среднее значение за первые семь месяцев года составляло 270 б.п. Национальные валюты некоторых развивающихся стран обесценились на 20%. Это, в свою очередь, улучшило оценочные показатели облигаций развивающихся стран, номинированных как в долларах, так и в национальной

валюте. Учитывая в целом устойчивое состояние бюджетов развивающихся стран, мы считаем, что опасения инвесторов, вызвавшие летнюю распродажу, были преувеличены. Несмотря на то, что большая часть потенциала стоимости данных облигаций была реализована уже в октябре 2011 года, когда к инвесторам вернулось желание рисковать, мы полагаем, что возможность ее дальнейшего роста сохраняется. Мы ожидаем, что темпы инфляции будут невысокими, а процесс ужесточения денежно-кредитной политики сменится на противоположный. Это должно привести к снижению доходностей облигаций в национальных валютах. Динамика валютных курсов, без сомнения, сильно влияет на данный класс активов. В 2012 году жесткая денежно-кредитная политика перестанет оказывать поддержку валютам развивающихся стран, как это было в 2011, но мы считаем, что это уже заложено в их цене. На самом деле, устойчивый рост развивающихся рынков может даже привести к укреплению национальных валют, несмотря на денежно-кредитное стимулирование. Как известно, доход по облигациям развивающихся рынков в иностранной валюте зависит от доходности облигаций развитых стран (особенно американских) и спрэдов, отражающих уровень риска облигаций. Мы не ожидаем серьезных колебаний доходностей на развитых рынках. В то же время спрэды облигаций развивающихся стран в иностранной валюте в 2011 году расширились, и теперь доходности выглядят привлекательными в силу предполагаемого сценария умеренного роста экономики. Кроме того, возможное сужение спрэдов в 2012 году может оказать положительное влияние на результат инвестиций в такие активы.

Негосударственные облигации: мы отдаем предпочтение высокой доходности

В настоящий момент мы относимся нейтрально или даже негативно к большинству рискованных классов активов, но если бы мы хотели увеличить позиции в каком-либо классе активов, этим классом стали бы негосударственные облигации, особенно высокодоходные. Ставки по этим облигациям имеют тенденцию быть выше доходности акций и государственных облигаций в период слабого экономического роста. В таких условиях компании сосредоточены на своей основной деятельности и менее склонны участвовать в рискованных инвестиционных проектах или в операциях слияния и поглощения, которые позитивно влияют на акции, но на держателях облигаций чаще всего сказываются негативно. Более того, корпоративные фундаментальные показатели, такие как рентабельность и балансы, в целом находятся в хорошем состоянии. Кроме того, корпорации не сталкиваются с необходимостью сокращения доли заемных средств. Во время летних распродаж на рынке кредитные спрэды расширились. В текущих условиях количество корпоративных дефолтов может вырасти,

но, на наш взгляд, этот рост ограничен. Поэтому мы убеждены, что оценочные показатели корпоративных облигаций улучшились.

Спрэды облигаций инвестиционного уровня расширились сильнее, чем высокодоходных облигаций. Спрэды первых приблизились к уровню, который наблюдался во время финансового кризиса 2008-2009 гг. Увеличение спрэдов вторых было намного более сдержанным, по крайней мере в Европе.

Корпоративные спрэды еврозоны с учетом опциона (б.п.)



Источник: Barclays Capital, Bloomberg, BNPP IP

Причина их различий в том, что банки, которые формируют большую часть среды инвестиционного класса, пострадали от суверенного долгового кризиса еврозоны. Поэтому мы больше тяготеем к высокодоходным облигациям, нежели к облигациям инвестиционного уровня, даже несмотря на то, что вторые могут быть оценены относительно более привлекательно. Здесь стоит отметить, что мы не видим необходимости резко увеличивать присутствие в этом классе активов. Опасения по поводу рецессии могут вызвать в ближайшем времени дальнейшее расширение спрэдов, при том что ликвидность на этих рынках в последнее время ухудшилась.

Товарные рынки – не сейчас

Товарные рынки показывали хорошие результаты первые несколько месяцев 2011 года. Мировая экономика росла уверенными темпами, а политическая нестабильность на Ближнем Востоке и в Северной Африке породила страхи относительно перебоев с поставками нефти. Однако, когда летом темпы роста мировой экономики начали замедляться, а недопоставки нефти Ливией были компенсированы нефтью из Саудовской Аравии, цены на нефть стали двигаться в боковом коридоре.

Цены на золото продолжили расти по мере того, как инвесторы искали «тихую гавань», которая могла бы противостоять риску рецессии и (на наш взгляд, незначительному) риску гиперинфляции как возможному следствию чрезмерного денежно-кредитного стимулирования. Когда эти страхи отступили, цена на золото резко упала. Цены на базовые металлы достигли пика относительно рано в 2011 году, но также резко

снизились во время распродажи в августе и сентябре. Эти события свидетельствуют о том, что цены на товары коррелируют с фазами мирового экономического цикла. Поэтому в настоящий момент мы не готовы дать позитивные рекомендации по поводу данного класса активов. Однако мы положительно оцениваем инвестиции в сырьевые товары с точки зрения фундаментальных показателей: интенсивный рост развивающихся рынков должен продолжать оказывать поддержку ценам на сырье, особенно на фоне ограниченного роста производственных мощностей по его производству. Поэтому мы считаем, что данный класс активов станет привлекательным в течение 2012 года в тот момент, когда появится ясность относительно перспектив развития макроэкономического цикла. Когда перспективы улучшатся, мы будем рекомендовать инвесторам переключиться с защитных инструментов, таких как золото, на более циклические сырьевые товары, как, например, базовые металлы.

Наши инвестиционные идеи на 2012 год

В следующей части этого обзора мы обозначим несколько инвестиционных идей на 2012 год с точки зрения оптимального соотношения риск / доходность. С точки зрения потенциала роста, доходности или оптимального сочетания потенциала роста и защитных характеристик мы отдаем предпочтение следующим классам активов: акции с высокой дивидендной доходностью, акции развивающихся рынков, долговые обязательства развивающихся рынков, высокодоходные корпоративные облигации и конвертируемые ценные бумаги.

Акции с высокой дивидендной доходностью обладают потенциалом роста в случае улучшения мирового экономического цикла. Мы считаем, что лучшим регионом для этого класса активов станет Азия.

Акции развивающихся рынков позволят извлечь выгоду из позитивной разницы в потенциале экономического роста между развивающимися и развитыми странами.

Мы также ожидаем, что относительно более сильный рост окажется благоприятным для долговых обязательств развивающихся рынков. Более того, ввиду хороших фундаментальных показателей этого класса активов можно ожидать дополнительных выгод за счет притока активов институциональных инвесторов.

Низкий уровень доходности суверенных облигаций надежных стран подталкивает инвесторов, ориентированных на более высокий уровень дохода, переключаться на более высокодоходные классы активов. В этом смысле конвертируемые облигации сочетают в себе и защитные характеристики, и потенциал роста.

Йост ван Линдерс, специалист по инвестиционной стратегии BNP Paribas Investment Partners.



Развивающиеся рынки: акции

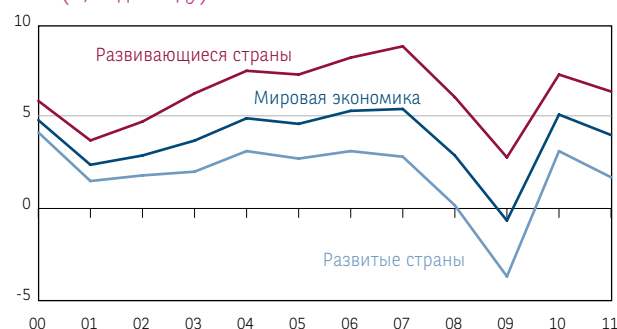
Краткий обзор ключевых событий 2011 года

Большую часть 2011 года фондовые рынки развивающихся стран находились под воздействием неопределенности и волатильности. В начале года инвесторы испытывали опасения относительно того, что растущие цены на сырьевые товары, и особенно на продовольствие, вызовут чрезмерное ускорение инфляции. Во время падения рынков в конце лета развитие суверенного долгового кризиса в еврозоне и понижение кредитного рейтинга США вызвали тревогу инвесторов относительно перспектив замедления темпов роста экономики Китая. Однако в целом существенный отток капитала с развивающихся рынков на протяжении большей части периода с января по сентябрь 2011 года был вызван внешними макропричинами. Даже в октябре, когда большинство рынков восстановилось, приток капитала в акции развивающихся стран оставался минимальным. К концу 2011 года инвестиционный климат стал более благоприятным для развивающихся рынков: ЕЦБ снизил процентные ставки, ФРС дала понять, что, скорее всего, оставит ставки на низком уровне до 2013 года, а Центробанк Бразилии сократил базовую ставку дважды. Повсеместное желание стимулировать экономический рост поддерживает наш позитивный прогноз для развивающихся рынков.

Драйверы

Ключевое преимущество развивающихся стран в том, что большинство компаний, работающих в этих странах, находятся в очень хорошем состоянии. Кроме того, не вызывает опасений и состояние государственных финансов развивающихся стран. Долговые рынки развивающихся стран столкнулись с ограниченным оттоком капитала во время падения в конце июля 2011 года. По сравнению с 2008 годом, когда у инвесторов были похожие сомнения относительно устойчивости финансовых рынков, отток 2011 года был небольшим. Это свидетельствует о том, что уверенность инвесторов растет, что закладывает фундамент для успешного развития бизнеса на развивающихся рынках. Несмотря на то, что все еще существуют опасения по поводу замедления темпов экономического роста развивающихся стран, они остаются основным регионом, в котором можно рассчитывать на рост котировок. Даже с учетом замедления темпов роста ВВП большинство развивающихся рынков по-прежнему растут быстрее Европы и США, и в ближайшем будущем ситуация не изменится.

ВВП (% год к году)



Источник: IMF, BNPP IP

Мы ожидаем, что в 2012 году в своей экономической политике власти будут меньше фокусироваться на инфляции и сосредоточатся на стимулировании роста. Соответственно, мы ожидаем более гибкой политики от многих развивающихся стран, включая Китай. В то время как власти США и еврозоны прилагали большие усилия для стимулирования экономики, такие страны, как Китай, ограничивали экономический рост, что позволяет им относительно легко вернуться к политике экономического стимулирования. Конечно, негативные тенденции в развитых странах все еще могут оказывать влияние на развивающиеся рынки, так как существует положительная корреляция между развитием экономики первых и вторых. Однако, так как развивающиеся страны имеют более высокие процентные ставки по сравнению с большинством развитых стран, кредитно-денежная политика первых остается более гибкой, что дает им преимущество в случае, если настроения инвесторов снова ухудшатся.

Что касается отдельных регионов, то мы считаем, что лучшую доходность продемонстрируют рынки, на которых большую долю занимают отрасли с сильными перспективами роста экономических показателей. Например, изменение потребительских предпочтений относительно мобильных устройств передачи данных и высокий уровень уверенности в том, что количество владельцев автомобилей в Китае вырастет, делают Южную Корею привлекательным рынком. Точно так же быстрый рост среднего класса Бразилии позволяет рассматривать компании розничной торговли в этой стране как привлекательный объект для инвестиций.

Оценка

В октябре 2011 года инвесторы вновь резко переключились на рискованные активы, что явно прослеживалось в выводе капитала из защитных активов и притока в акции с более высоким бета-коэффициентом. Тем не менее,

акции многих мировых рынков, включая Россию, Бразилию, Китай, Южную Корею и Тайвань, оставались «перепроданными». В то время как в октябре на многих рынках был зафиксирован значительный приток средств, эти пять стран не смогли компенсировать отток капитала, который наблюдался во время летнего падения рынков. Сегодня мы считаем стоимость акций развивающихся рынков привлекательной. Эти акции в основном пострадали из-за внешних факторов, то есть из-за замедления темпов экономического роста развитых стран. В 2007 году китайские акции торговались на уровне 35 P/E, сейчас они торгуются на уровне 8-9 P/E. Китайские банки в настоящий момент торгуются на уровне 5 P/E по сравнению с «нормой» в 10 P/E. Так как развивающиеся рынки не испытывают давления со стороны огромного долгового бремени, которое стало бедствием для развитых стран, мы утверждаем, что акции развивающихся рынков были «перепроданы», а сейчас являются недооцененными. Национальные валюты развивающихся стран также пострадали, возможно, даже больше, чем акции. Поскольку у развивающихся рынков имеются структурные предпосылки для поддержания более высоких темпов роста по сравнению с развитыми странами, а именно: низкий уровень долга - и поскольку они, скорее всего, продолжают предлагать инвесторам более высокие процентные ставки, у валют развивающихся рынков есть серьезный потенциал для роста. А так как большая часть роста акций развивающихся рынков связана с укреплением национальных валют, акции этих стран также имеют значительный потенциал.

Факторы, которые необходимо учитывать при реализации стратегии

Несмотря на существенный потенциал экономического роста в развивающихся странах и привлекательную стоимость акций, необходимо учитывать и определенные риски. Основной риск – это риск «жесткой посадки» в Китае. Существует опасность того, что китайское правительство проявит чрезмерное рвение, ограничивая активность застройщиков и сужая рынок кредитования. Тем не менее, мы убеждены, что наиболее вероятной экономической стратегией в 2012 году станет более гибкая политика, отражающая существующие реалии, причем не только в Китае, но и в большинстве развивающихся стран. Также в 2012 году планируются изменения в китайском руководстве, и ожидается, что этот процесс пройдет достаточно гладко. Однако, в случае возникновения каких-либо трудностей, ситуация может оказать существенное влияние на акции развивающихся рынков.

Заключение

На наш взгляд, инвестиции в акции развивающихся рынков смогут принести инвесторам хорошие результаты. Несмотря на сильные фундаментальные показатели компаний, сегодня их акции выглядят «перепроданными»

и поэтому могут стать одним из наиболее привлекательных классов активов. На протяжении следующего десятилетия акции развивающихся рынков могут оказаться, пожалуй, самым быстрорастущим активом многих портфелей. Мы убеждены, что недавнее падение рынка – это прекрасная возможность для вхождения на рынок акций развивающихся стран.

Развивающиеся рынки: долговые инструменты

Краткий обзор ключевых событий 2011 года

На протяжении первой половины 2011 года устойчивые показатели экономического роста способствовали опережающей динамике валют развивающихся стран. Беспокойство инвесторов по поводу растущей инфляции быстро исчезло, как только центральные банки отреагировали соответствующим образом через процентные ставки. Поэтому кривые доходности выросли на фоне замедления темпов экономического роста во второй половине года. Летом суверенный долговой кризис еврозоны снова вышел на первый план, оказав негативное влияние на мировые рынки. Тенденция избегания риска достигла максимума за период с октября 2008 года, и мировые рынки захлестнула волна экстремальной волатильности. Развивающиеся рынки оставались достаточно стабильными в течение лета, но в сентябре и их в конечном счете настигли последствия глобальных событий, что негативно отразилось на их доходности в третьем квартале. Фундаментальные показатели развивающихся рынков, тем не менее, остались неизменными, и рынок облигаций успешно восстановил свои сентябрьские потери.

Драйверы

Мы ожидаем, что ключевыми драйверами для развивающихся рынков в 2012 году останутся экономический рост и значительные потенциальные притоки капитала. В то же время можно ожидать некоторые региональные отличия: мы считаем, что рост будет устойчивым на уровне, близком к потенциально возможному, в таких регионах, как Азия, Латинская Америка и Африка. Россия и страны СНГ ранее демонстрировали рост несколько ниже своего потенциала, но, кажется, в настоящий момент ситуация начинает улучшаться. Центральная и Восточная Европа столкнется с наиболее слабым ростом вследствие устойчивых торговых и финансовых связей с Западной Европой. Так как долговые обязательства развивающихся рынков не изолированы от событий в развитых странах, суверенный долговой кризис еврозоны и сокращение доли заемных средств европейскими банками, скорее всего, также окажут негативное влияние. Поэтому данный класс активов, возможно, будет подвержен волатильности на развитых рынках. Помимо этого, существует риск того, что рост в Центральной и Восточной Европе может серьезно ослабнуть, если еврозона вступит в фазу рецессии. Имеется также дополнительный риск, исходящий от сокращения доли заемных средств в еврозоне, но мы не считаем, что это ухудшит ситуацию на рынке долговых обязательств развивающихся стран.



Оценка

По сравнению с историческими значениями в настоящий момент цены находятся на низком уровне. Внешние и корпоративные облигации с рейтингом BBB торгуются с премией в 400 б.п. к среднему уровню по долговым инструментам из этой группы. Валюты развивающихся стран сегодня также в основном относительно дешевы. В итоге с учетом того, что данный класс активов подвержен циклическим изменениям, необходимо внимательно следить за прохождением мировой экономикой низшей точки своего цикла.

Факторы, которые необходимо учитывать при реализации стратегии

Ввиду текущих низких темпов роста экономики еврозоны существует вероятность того, что потенциал роста облигаций развивающихся стран окажется выше, чем мы ожидаем. Другим потенциально положительным фактором может стать ослабление суверенного долгового кризиса. Любое из названных событий может привести к опережающей динамике данного класса инструментов. Риск снижения стоимости облигаций исходит от синхронного спада мировой экономики в случае, если суверенный долговой кризис усугубится. Однако мы ожидаем, что ущерб, нанесенный развивающимся рынкам, будет поправимым и данный класс активов восстановится одним из первых.

Заключение

Мы по-прежнему высоко оцениваем потенциал облигаций развивающихся стран и позитивно смотрим на перспективы данного класса активов в 2012 году. Наша точка зрения основана не на том, что развивающиеся страны могут стать «тихой гаванью», а на фундаментальных показателях. Несмотря на недавнюю волатильность на рынках, сама идея инвестирования в развивающиеся рынки не пострадала. Сегодня их цены находятся на привлекательных уровнях, а краткосрочные риски снижаются.

Потенциал роста – один из наиболее важных драйверов доходности данного класса активов, и мы ожидаем, что развивающиеся рынки будут расти опережающими темпами. Беспокойства инвесторов связаны с тем, что темпы роста могут снизиться вслед за развитыми рынками, и хотя эти страхи кажутся обоснованными и реалистичными, экономические данные не подтверждают их. Мы видим, что импульс роста существует, и убеждены, что рынок, принимая во внимание лишь побочные риски суверенного кризиса, теряет глубину перспективы. Фундаментальные показатели продолжают улучшаться, и, взвесив все за и против, мы считаем, что экономический импульс не так слаб, как думает рынок.

Мы также ожидаем, что в текущей ситуации, когда инвесторы начали пересматривать оценку внешнего суверенного долга, структурное перераспределение

средств институциональных инвесторов продолжится, а идея инвестирования в корпоративные долговые инструменты развивающихся рынков должна набирать обороты и привлекать долгосрочных институциональных инвесторов.

Спрэды облигаций развивающихся рынков (разница между доходностью облигаций и доходностью государственных казначейских обязательств США, б.п.)



Источник: Bloomberg, JPMorgan, BNPP IP

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 возрасти, так и снизиться. 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 Partners.

