



Сложный путь к нормализации

Вильям Де Вильдер, Вице-президент BNP Paribas Investment Partners

Поразительно, как много вызовов, которые стояли перед инвесторами в начале 2013 года, остаются актуальными и в 2014 году. При этом внимание инвесторов переключается на то, какие методы используются для их разрешения. В 2013 году препятствия были преодолены, хотя иногда и неуклюже. Тем не менее они останутся в повестке дня 2014 года. Некоторые имеют политическую природу. Смогут ли европейские правительства использовать время, которое для них выгадал ЕЦБ с помощью своих мер, для осуществления структурных реформ и закладывания основ банковского союза? Как развивающиеся рынки будут бороться с замедлением темпов экономического роста и структурным смещением экономики в сторону внутреннего спроса? В наиболее развитых экономиках устойчивость долговой нагрузки по-прежнему зависит от ликвидности, создаваемой центральными банками.

Все эти нерешенные вопросы по-прежнему содействуют проведению крайне мягкой денежно-кредитной политики, что, с одной стороны, вынуждает инвесторов в погоне за доходностью выходить на рынки акций, а с другой – увеличивает и так структурно высокое неприятие риска (что произойдет, когда эта политика прекратится?). Она также стимулирует интерес к тем безрисковым инструментам, которые особо привлекательны в периоды финансовых репрессий, что приводит к отрицательной доходности с учетом инфляции. Большие запасы денежных средств у инвесторов наводят на мысль о высказывании Эйнштейна о силе умножения: «Сложный процент – это восьмое чудо света. Тот, кто понимает это – зарабатывает его, тот, кто не понимает – платит его».

Сделать правильный инвестиционный выбор в текущих условиях будет крайне тяжело. Мы надеемся, что наши мнения и ожидания, собранные в этом материале, помогут инвестору в принятии решения.

В 2014 году продолжают проявляться последствия и эффективность посткризисных действий правительств и центральных банков, так как экономики приближаются к тому, что активные действия со стороны государства уже не нужны для поддержания роста, поднимая вопрос о необходимости ослабления контроля со стороны государства. Это фундаментальное изменение подхода, скорее всего, сделает 2014 год годом, когда время выхода на рынок приобретет особое значение, как и стратегии, ориентированные на долгосрочное инвестирование.

Наш ответ трудностям

- Хорошие новости: опережающие экономические индикаторы ясно указывают на то, что рост мировой экономики в 2014 году ускорится, пусть и не намного. С другой стороны, огромное количество людей, занимающихся поиском работы, означает, что восстановление экономики будет проходить на фоне высокой безработицы. Как следствие, снижение темпов инфляции и / или дефляция остаются главной угрозой в нашем базовом сценарии на 2014 год.
- На наш взгляд, развивающимся рынкам серьезный кризис не грозит. Структурные проблемы еще не решены, но в настоящий момент развивающиеся рынки могут похвастаться гораздо более надежными «подушками безопасности»; кроме того, они совершают заимствования по большей части в национальных валютах, что делает их курсы более устойчивыми. Несмотря на то, что события 1997 года все еще живы в памяти многих инвесторов, мы не ожидаем их повторения в 2014 году.
- Наличие в поле зрения программ количественного смягчения и повсеместной протекционистской денежно-кредитной политики центральных банков, а не снижения темпов инфляции подтверждает нашу точку зрения о том, что хотя центральные банки еврозоны, США и Японии будут делать все возможное, инфляция скорее будет низкой или нулевой, чем высокой. Это базовое положение нашего прогноза позволяет нам утверждать, что 2014 год не станет последним для повышательной тенденции на рынках облигаций (которая в настоящий момент сохраняется уже 32-й год). Мы убеждены, что доходности десятилетних американских облигаций вырастут лишь незначительно – до 3,5%. В еврозоне, по нашему мнению, доходности десятилетних немецких облигаций в первой половине 2014 года будут двигаться в боковом коридоре, а затем незначительно вырастут на фоне того, что денежно-кредитная политика США вернется к нормальному состоянию, а ЕЦБ снова заявит о своей цели поддерживать темпы инфляции на уровне чуть ниже 2%. В условиях низких доходностей облигаций «стрижка купонов» по корпоративным инструментам с фиксированной доходностью останется, на наш взгляд, привлекательной стратегией для инвесторов.
- Тот факт, что ряд индексов развивающихся рынков в 2013 году достигли посткризисных максимумов, демонстрирует влияние, которое акции оказывают на инвесторов с соответствующим инвестиционным горизонтом в мире, где меры финансового давления продолжают поддерживать отрицательную реальную доходность. Мы убеждены, что глобальные акции могут снова продемонстрировать привлекательный абсолютный доход, учитывая более радужные перспективы роста корпоративных прибылей, подталкивающих котировки акции вверх. Мы ожидаем, что рынки акций развивающихся стран превзойдут по доходности рынки развитых. На наш взгляд, помимо роста корпоративных прибылей, акции развивающихся рынков выиграют за счет привлекательных оценочных показателей.

Доходности облигаций медленно растут

Йост ван Линдерс, Главный экономист – диверсифицированные стратегии, BNP Paribas Investment Partners

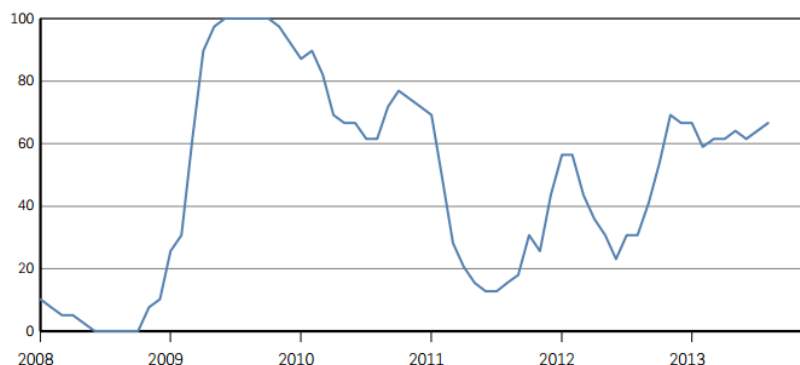
Многие годы среди экономистов и аналитиков доминировало мнение, что рост доходностей облигаций не за горами, однако вплоть до 2012 года их динамика была понижательной. Согласно нашей оценке, доходности облигаций должны были оставаться на низком уровне еще долгое время. Однако летом 2013 года доходности американских и немецких облигаций выросли. Было ли это краткосрочным скачком или началом изменения тренда? Так как мы убеждены, что экономические перспективы оказывают основное влияние на доходность облигаций, начнем с них. Мы также представим наш взгляд на инфляцию и денежно-кредитную политику, прежде чем выступить с прогнозом для доходностей.

Темпы роста мировой экономики должны улучшиться

Мы ожидаем, что в 2014 году темпы роста мировой экономики ускорятся. Мы не прогнозируем сильный рост, поэтому во многих регионах мира сохранится высокий уровень безработицы. Несмотря на это, в целом экономические условия должны стать более благоприятными, чем в 2013 году. На наш взгляд, для этого существует несколько причин.

Во-первых, об этом говорят опережающие индикаторы. График 1 демонстрирует изменение доли растущих опережающих индикаторов в странах-членах ОЭСР с 2008 года. Целый ряд индикаторов существенно улучшился в 2013 году. В сентябре в США индекс деловой активности в обрабатывающей сфере (ISM) достиг 56,2 пункта – максимума с апреля 2011 года. В еврозоне аналогичный индекс деловой активности в обрабатывающей сфере (PMI) вышел из зоны сокращения в июле и продолжил рост в августе и сентябре. В Японии, где экономика получила импульс от «Абеномики» – сочетания экстремально стимулирующей денежно-кредитной политики и небольшого налогового стимулирования – индекс деловой активности достиг максимума с 2010 года. Опасения «жесткой посадки» в Китае ослабли, так как оба индекса деловой активности в обрабатывающей сфере улучшились. Кроме того, несмотря на то, что индексы деловой активности в некоторых развивающихся странах свидетельствовали о сокращении экономики, в целом было зафиксировано повсеместное улучшение экономических данных.

Граф.1: Доля растущих опережающих индикаторов в странах-членах ОЭСР



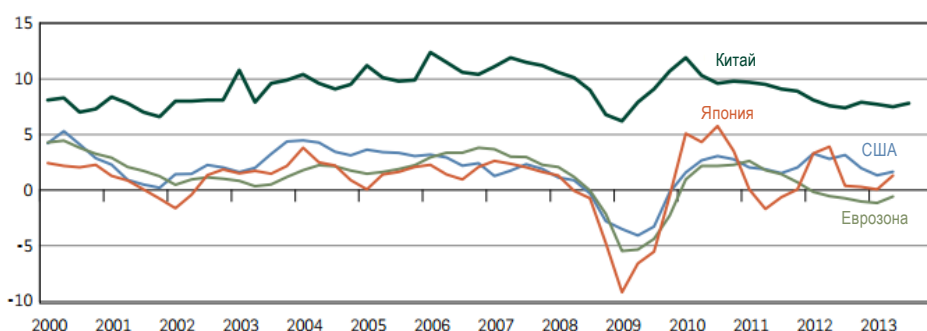
Источники: Datastream, BNP Paribas Investment Partners

Во-вторых, негативное влияние, оказываемое на мировую экономику некоторыми факторами в течение последних нескольких лет, вскоре ослабнет. Конечно, не стоит забывать, что политика экономии госрасходов в еврозоне все еще актуальна, но худшее уже должно быть позади.

В октябре политики США пришли к соглашению относительно финансирования федерального бюджета и увеличения максимального размера государственного долга, но только до февраля 2014 года, поэтому программа автоматического сокращения расходов сохранится и в 2014 году. Тем не менее, большая часть периода «затянутых поясов» должна быть уже пройдена.

Наконец, в мировой экономике прослеживается импульс к росту (см. график 2). Несмотря на то, что увеличение налоговой нагрузки в США в начале 2013 года негативно сказалось на росте американской экономики в первом полугодии, занятость продолжала расти. Рост доходов должен ускориться, однако слабость рынка труда не может гарантировать сильного ускорения.

Граф.2: ВВП – повышательная тенденция в крупнейших экономиках (% г/г)

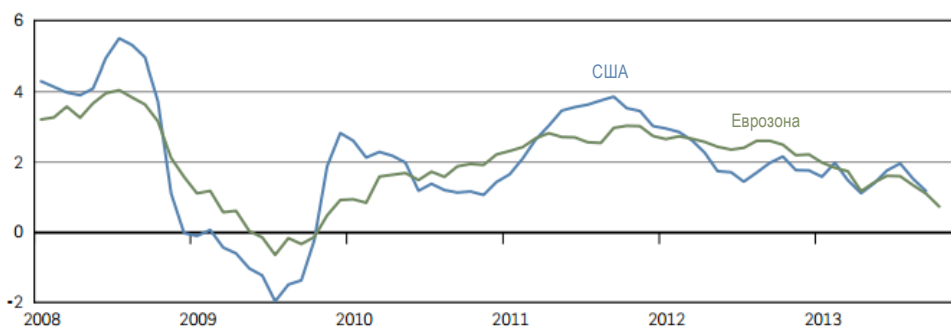


Источники: Datastream, BNP Paribas Investment Partners

Инфляция: низкая и останется низкой

Как и в 2013 году, мы полагаем, что в 2014 году темпы инфляции останутся низкими (график 3 демонстрирует динамику индексов потребительских цен в США и еврозоне с 2008 года).

Граф.3: Инфляцию вряд ли можно назвать проблемой (индекс потребительских цен, %, г/г)



Источники: Datastream, BNP Paribas Investment Partners

Инфляция в США достигла минимума летом 2013 года: потребительская инфляция снизилась до 1,1%, базовая инфляция снизилась до 1,6%, а темпы роста цен производителей упали еще сильнее. Основной причиной ожидаемого прекращения дальнейшего снижения инфляции является ситуация на рынке труда. Скромного роста занятости было достаточно, чтобы компенсировать рост населения. Доля занятого населения едва ли росла с конца рецессии, означая, что снижение уровня безработицы в основном происходило за счет снижения доли экономически активного населения. Это было вызвано старением населения, потерей статуса безработного (когда отчаявшиеся перестают искать работу и выбывают из состава

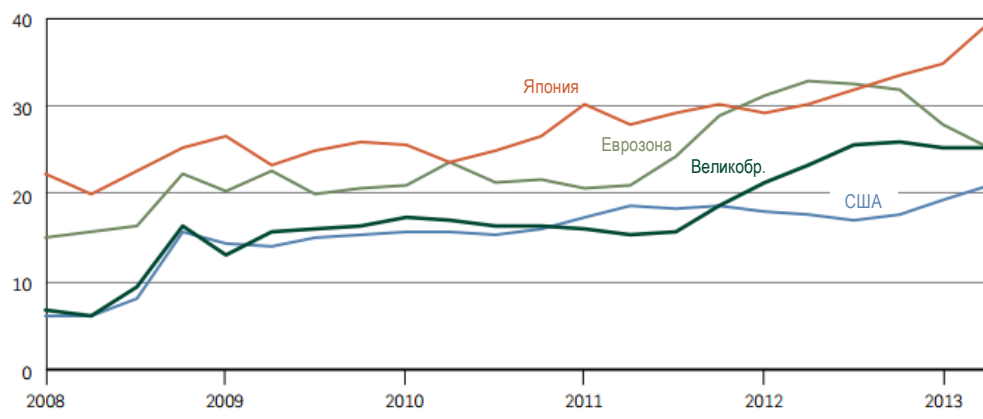
экономически активного населения) и растущей популярностью среди молодежи продолжать обучение ввиду отсутствия подходящей работы.

В еврозоне в октябре 2013 года потребительская инфляция замедлилась до 0,7%, а базовая – до 0,8%. Уровень безработицы летом стабилизировался, но мы полагаем, что ее текущий уровень (довольно высокий – 12%), а также рост с начала апреля 2012 по апрель 2013 года будут сдерживать рост заработной платы в 2014 году. Это означает, что значительная часть стран еврозоны должны ограничивать инфляцию.

Денежно-кредитная политика: все внимание приковано к Федрезерву

Крупнейшие центральные банки мира поддерживали ликвидность в 2013 году (см. график 4).

Граф.4: Центральные банки фокусируются на ликвидности (% от ВВП)



Источники: Datastream, BNP Paribas Investment Partners

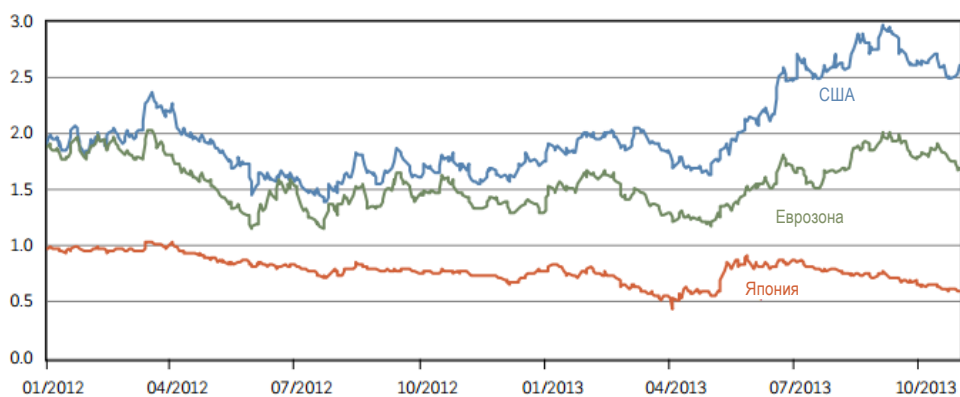
Экономический прогноз Федрезерва выглядит довольно оптимистичным, однако даже если темпы экономического роста, инфляция и уровень безработицы нормализуются к 2016 году, большинство политиков Федрезерва ожидают, что официальные ставки останутся на низком уровне: только трое из 17 человек ожидают повышения ставок в 2014 году. Мы согласны с большинством. Мы ожидаем, что программа количественного смягчения сократится и даже завершится в 2014 году. Назначенная на пост главы Федрезерва Джанет Йеллен может оказаться либеральнее Бена Бернанке и сосредоточиться на высокой безработице, однако она проявляла активную позицию при разработке курса центробанка в прошлом году, поэтому мы не ожидаем серьезных изменений.

На наш взгляд, Федрезерву необходимо улучшить свою коммуникационную политику. В мае 2013 года Бернанке заявил, что сокращение программы количественного смягчения может начаться еще до конца года и что она будет полностью завершена к середине 2014 года, когда ставка безработицы, как ожидалось, составит 7%. Последний год безработица неуклонно снижалась, но частично вследствие уменьшения доли экономически активного населения. Поэтому Федрезерву пришлось проигнорировать значимость ставки безработицы как фактора состояния рынка труда. Ужесточение денежно-кредитной политики также должно быть связано с уровнем безработицы: если он опустится ниже 6,5%, Федрезерв может начать рассматривать возможность повышения ставок. Принимать решение будет Джанет Йеллен – ключевой спикер Федрезерва. Мы убеждены, что главным посланием для инвесторов должно быть следующее: сокращение программы количественного смягчения не является синонимом ужесточения денежно-кредитной политики, и официальные ставки в США в 2014 году останутся близкими к нулю.

Доходности облигаций в 2014 году останутся низкими

С учетом вышесказанного ни для кого не будет являться сюрпризом то, что потенциал роста доходностей облигаций если и есть, то весьма ограниченный. В номинальном выражении экономика США во втором квартале 2013 года выросла на 3% (г/г). Рост может ускориться до 4-4,5% в 2014 году, что будет означать более высокие доходности. С учетом низких официальных ставок кривая доходностей должна остаться крутой и играть роль якоря для доходностей десятилетних бумаг. В конечном счете мы ожидаем небольшого роста доходностей десятилетних американских облигаций – до 3,5% к концу 2014 года (см. график 5, представляющий изменение доходностей десятилетних облигаций США, еврозоны и Японии с января 2012 года). При таком сценарии доходности десятилетних казначейских обязательств США должны быть положительными с учетом купонных выплат и снижения доходности по мере приближения срока погашения.

Граф.5: Доходности десятилетних облигаций – имеются возможности для ограниченного роста (%)



Источники: Datastream, BNP Paribas Investment Partners

Мы считаем, что спреды корпоративных облигаций сузились до уровня, который отражает в некоторой степени хрупкое состояние мировой экономики. Узкие спреды наблюдались перед началом финансового кризиса, но мы бы не хотели рассматривать тот период как норму. Учитывая серьезную поддержку со стороны центральных банков, включая покупки активов (постепенно сокращаемые в объемах), осуществляемые Федрезервом, программу прямых денежных операций ЕЦБ и масштабное количественное смягчение Банка Японии, мы не ожидаем расширения спредов. Прибыль инвестора, которая связана с доходностью инструмента, будет довольно скромной в секторе корпоративных облигаций инвестиционного уровня и не намного больше прибыли по государственным облигациям еврозоны. Что касается высокодоходных облигаций, мы считаем, что прибыль по ним может сравниться с прибылью по акциям в некоторых регионах, особенно в США. Прибыль по высокодоходным облигациям, скорее всего, будет в основном состоять из купонных выплат.

Перспективы 2014 года

Январь 2014

Контакты

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

www.tkb-bnpparibasip.ru

info@tkb-bnpparibasip.ru

Следите за нашими новостями
в социальных сетях:



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 существенные 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.