

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Ноябрь 2010-11-01

После исключительно успешного сентября 2010, в октябре рынки продолжили свое восхождение наверх, хотя завоевания второго месяца осени оказались скромнее: развитые рынки выросли на 3,65%, развивающиеся прибавили 2,81%. Тем не менее, уровень оптимизма на рынке по-прежнему очень высок, а соотношение быков и медведей остается не в пользу последних.

Рынки, технически давно созревшие для коррекции, никак не могут найти подходящего повода, чтобы сделать передышку. Сезон отчетности развивается вполне успешно: публикуемые компаниями данные подтверждают рост прибылей в корпоративном секторе. (На конец октября отчетность опубликовали около половины компаний из списка S&P500, из них свыше 80% показали результаты выше ожиданий аналитиков.)

Макроэкономические данные в октябре также зачастую превосходили прогнозы экспертов. Так, снизилось число новых заявок на пособие по безработице, оживились продажи домов, а потребители стали чуть уверенней смотреть в будущее – об этом говорят опросы домохозяйств и впечатляющая динамика розничных продаж в сентябре (+0,6%).

Однако главным сдерживающим фактором стали ожидания второго раунда количественного смягчения, или, проще говоря, очередного выброса денег в экономику. Неизбежность этой меры в той или иной степени была очевидна для участников рынка: фундаментальное состояние экономики даже с натяжкой не соответствует тому, чего можно было бы ожидать после целого ряда беспрецедентных стимулирующих мер. Однако фактор времени имеет немаловажное значение, именно поэтому рынки «воспряли духом» после сентябрьского выступления главы Федерального Резерва, в котором была обозначена необходимость дальнейшего смягчения кредитно-денежной политики в случае, если показатели инфляции и занятости в экономике не улучшатся. Спустя месяц мы по-прежнему не видим роста цен: индекс потребительских цен без учета энергоносителей и продовольственных товаров упал до уровня 0,8% годовых (значение предыдущего месяца 0,9%). Учитывая, что целевой уровень более чем в два раза выше, такая динамика должна заставить ФРС поторопиться со (столь ожидаемым от него) решением. Одновременно уровень занятости в экономике остается самым низким за последние 15 лет. (Несмотря на некоторое улучшение статистики в сентябре-октябре, данные (по числу новых заявок по безработице) ещё очень далеки от «нормального» уровня. К тому же, этот показатель отличается большой волатильностью: так, в середине июля значение этого индикатора было ниже текущего (т.е. лучше), однако это не помешало ему спустя месяц подняться до уровня, сигнализирующего о новой рецессии.) Все это также подкрепляет веру участников рынка в «правильное» решение Комитета по открытым рынкам на заседании 2-3 ноября. Открытым остается лишь вопрос об объеме выкупа государственных бумаг с рынка. Оценки совокупных необходимых вливаний денежных средств варьируются от 1 трлн. долл до 2-4 трлн. долл. Тем не менее вначале ФРС может объявить о более скромных целях: 500 млрд в течение полугода, или 100 млрд. ежемесячно. Мы считаем, что эти оценки уже учтены в текущих рыночных котировках, а значит, дальнейший стимул для роста рынок получит лишь в случае более масштабных действий со стороны Центробанка. Такой сценарий представляется нам столь же маловероятным, как и отказ ФРС вовсе от проведения очередного раунда количественного смягчения. В случае же, если фактически объявленный объем выкупа бумаг совпадет с ожиданиями или окажется ниже их уровня, участники рынка наверняка используют эту возможность для фиксации прибыли.

Дополнительный негатив на рынки могут принести результаты промежуточных выборов в Конгресс, также приходящиеся на первую неделю ноября. Судя по опросам общественного мнения, экономическая политика,

проводимая Президентом, не слишком высоко оценивается населением США, нанося урон и без того падающей популярности демократической партии. Вероятность того, что ни одна из партий не сможет получить большинства на выборах, очень высока. Такой исход является наиболее неблагоприятным с точки зрения рынков, поскольку в этом случае реализация какой-либо политики будет затруднена необходимостью согласования позиций и поиска компромисса.

Таким образом, с учетом технической «перекупленности» рынков и длительного непрерывного роста вероятность коррекции в ближайшее время довольно велика. Однако, скорее всего, она не станет затяжной и глубокой (масштаб возможной просадки мы оцениваем в 5-10% для развитых рынков, 10-15% для развивающихся), поскольку новая долларовая эмиссия должна поддержать рискованные активы, и до конца года рынки имеют шансы превзойти текущие уровни.

В среднесрочной перспективе мы не склонны переоценивать влияние столь ожидаемой инициативы ФРС. Опыт Японии в 2001-2006 гг поставил под сомнение эффективность количественного смягчения для стимулирования экономического роста: повышая доступность кредитных ресурсов, Центробанки все же не могут повлиять на спрос на них. Да и первое количественное смягчение, проведенное ФРС в 2009 году, трудно назвать исключительно результативным. Интересно, например, что перед началом выкупа бумаг с рынка в 2009 году уровень безработицы в США был ниже, а уровень инфляции выше по сравнению с текущими значениями. Сегодня дома американцев все ещё стоят на треть меньше пиковых значений (2006 год), а объем нераспроданного жилья не позволяет рассчитывать на восстановление роста в ближайшее время. Бизнес по-прежнему не видит смысла в капитальных инвестициях, а уровень загрузки мощностей остается ниже среднеисторических уровней. Поможет ли очередная долларовая эмиссия запустить инфляцию, убедить бизнес вкладывать в долгосрочные проекты, а потребителей сократить долю сбережений, пока неочевидно. Именно поэтому мы пока не считаем нужным существенно менять соотношение сценариев в среднесрочном прогнозе развития экономики (один год). Мы лишь незначительно повысили долю базового сценария, отдав должное улучшению макроданных. Таким образом, мы полагаем, что на горизонте одного года акции принесут положительную доходность (вероятность 65%); однако дефляционный сценарий пока ещё рано сбрасывать со счетов.

Табл. 1 Анализ сценариев.

Анализ сценариев

Сценарий	Вес (окт)	Вес (сент)	Описание	Класс активов
Позитивный	5%	5%	Интенсивный рост на фоне исключительно мягкой денежной политики. Прибыли растут выше ожиданий.	Акции демонстрируют сильный рост (возврат к докризисным уровням) Циклические значительно обгоняют защитные. Финансовый сектор лучшая ставка.
Базовый	60%	50%	Восстановление становится устойчивым, но темпы роста снижаются. Потребительский спрос восстанавливается медленно.	Акции лучший класс активов, но премия за риск снижается. (Рост развитых рынков 10-15%)
Негативный	30%	40%	Потребительский спрос не восстанавливается вслед за промышленностью. Дефляция (более вероятна) / стагфляция.	Cash! Защитные сектора лучше рынка, но тоже значительно снижаются.
Кризисный	5%	5%	Рост панических настроений на рынке в связи долговыми проблемами развитых стран. "Закрытие" кредитных рынков. (Credit crunch)	Cash! USD, золото.

Прим: временной горизонт - среднесрочный (0.5-1 год)

АКЦИИ

Сохранение паритета между развитыми и развивающимися рынками не теряет своей актуальности и в ноябрьском позиционировании портфеля: ещё более возросшие риски коррекции не позволяют сделать ставку на развивающиеся рынки, в то время как развитые экономики едва начали восстанавливаться после затяжной «болезни», а полное выздоровление ещё слишком далеко и неопределенно. Хотя выделить географические приоритеты среди развитых рынков очень непросто вследствие глубокой взаимной интеграции их экономик, мы считаем, что наиболее уязвимо выглядят в октябре перспективы американских площадок: слишком велики ожидания новых денег на рынке, поэтому разочарование от итогового решения ФРС более, чем вероятно. Мы ожидаем, что динамика акций США окажется хуже рынка. Больше всех шансов превзойти среднерыночный результат у Европы, которая даже с учетом удорожания единой валюты умудряется демонстрировать неплохие показатели роста. Япония уже так долго (и, надо признаться, заслуженно) лишена всякого внимания инвесторов, что, опасаясь пропустить разворот этого тренда, мы изменили рекомендацию по японским акциям на нейтральную в текущем месяце.

В разрезе отраслей мы продолжаем поддерживать баланс между защитными и циклическими секторами в портфеле. Телекоммуникации мы считаем наиболее привлекательными среди первых, основным циклическим сектором в портфеле является промышленность.

Таб. 2 Акции развитых рынков.

РАЗВИТЫЕ РЫНКИ		РЕКОМЕНДАЦИИ		ИЗМЕНЕНИЕ, %		
		01.11.2010	01.10.2010	1 мес	YTD	2009
США	SPX Index	-	0	3,2	6,1	23,5
Европа	SX5E Index	+	0	5,1	-3,1	21,1
Великобритания	UKX Index	0	+	2,4	5,8	22,0
Япония	NKY Index	0	-	-2,7	-13,2	19,0
ОТРАСЛИ		РЕКОМЕНДАЦИИ		ИЗМЕНЕНИЕ, %		
		01.11.2010	01.10.2010	1 мес	YTD	2009
Энергетика	MXWO0EN Index	-	0	3,0	-1,4	22,9
Материалы	MXWO0MT Index	0	0	5,2	7,6	58,4
Промышленность	MXWO0IN Index	+	0	3,0	12,6	23,9
Потребительские товары длительного пользования	MXWO0CD Index	0	-	4,7	16,1	37,3
Потребительские товары повседневного спроса	MXWO0CS Index	-	0	2,4	8,0	18,6
Здравоохранение	MXWO0HC Index	0	-	1,7	-0,8	16,4
Финансы	MXWO0FN Index	0	+	1,7	-0,7	27,7
Информационные технологии	MXWO0IT Index	0	0	5,7	4,9	50,9
Телекоммуникации	MXWO0TC Index	+	+	3,0	6,6	8,6
Коммунальные услуги	MXWO0UT Index	0	0	3,2	-2,2	2,0

Среди развивающихся площадок нашими фаворитами остаются Турция и Индонезия: уверенное восстановление их экономик способствует растущей популярности среди инвесторов. Доходность обоих рынков в октябре была значительно выше большинства развивающихся стран. Однако даже эти рынки не смогли превзойти по доходности китайские акции. Неожиданное увеличение базовой ставки китайским Центробанком заставило понервничать международных инвесторов, едва не спровоцировав коррекцию на рынках акций: всех, кроме китайского. Никому не нравятся перспективы торможения второй по размеру экономики мира, которая к тому же выступает основным локомотивом мирового роста. Однако для самого Китая, промышленность и розничные продажи которого продолжают расти двузначными темпами, такой шаг является обоснованным и позитивным, ведь инфляция уже чувствительно выше целевого уровня. Однако после 17%-го прироста акций в октябре, увеличивать долю Китая в портфеле уже небезопасно: наша рекомендация на ноябрь нейтральная.

Сжатие ликвидности в результате серии повышений базовой ставки Центробанком Бразилии в апреле-июле текущего года оказывает сдерживающее влияние на рост экономики (по прогнозам аналитиков, ВВП Бразилии не рос в 3 кв), что заставляет нас отказаться от избыточных инвестиций в этот регион. Индийский рынок также не выглядит слишком уверенно в преддверии большого количества новых размещений, которые способны поглотить весь спрос на индийские активы, оставив инвесторов без повышенной доходности.

С учетом высокой вероятности коррекции на горизонте одного месяца, рекомендация по российским акциям может быть только негативной: высокая зависимость от мировой конъюнктуры и цен на нефть увеличивает потенциал потерь российских активов по сравнению с развитыми и большинством развивающихся стран.

Таб. 3 Акции развивающихся рынков.

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ		РЕКОМЕНДАЦИИ		ИЗМЕНЕНИЕ, %		
		01.11.2010	01.10.2010	1 мес	YTD	2009
EMEA						
Россия	<i>MICEX Index</i>	-	0/-	5,9	12,5	121,1
Турция	<i>XU100 Index</i>	0/+	0	6,1	31,6	96,6
ЮАР	<i>TOP40 Index</i>	0/-	0/-	4,7	8,8	28,6
Asia ex Jpan						
Китай	<i>SHCOMP Index</i>	0	0	15,0	-6,8	80,0
Индия	<i>SENSEX Index</i>	0	+	-0,3	16,7	81,0
Корея	<i>KOSPI Index</i>	0	0	2,0	13,8	49,7
Индонезия	<i>JCI Index</i>	+	+	2,8	43,8	87,0
LATAM						
Бразилия	<i>IBOV Index</i>	0	0	0,6	3,0	82,7
Мексика	<i>MEXBOL Index</i>	-	0	5,2	10,7	43,5

ВАЛЮТЫ

В октябре доллар США продолжил широкое отступление по всему валютному фронту. Более чем 5%-ое падение долларového индекса с даты последнего заседания ФРС (20 сентября) ещё раз подтверждает силу ожиданий новой долларовой эмиссии. (Любопытно, что ещё до момента не просто начала выкупа бумаг с рынка, но даже официального объявления ФРС о такой программе, она по сути уже начала работать: инфляционные ожидания в США серьезно выросли. Самым ярким тому подтверждением может служить первое в истории размещение казначейских обязательств с защитой от инфляции (TIPS) с отрицательной доходностью к погашению!) На горизонте полугода доллар, вероятно, сохранит свою слабость по отношению к европейской валюте: разница в процентных ставках явно в пользу последней. К тому же впервые позиции двух крупнейших Центробанков серьезно расходятся: в то время как Федеральный Резерв готовится к дальнейшему смягчению кредитно-денежной политики, Европейский ЦБ обдумывает пути постепенного изъятия ликвидности с рынка. Однако на краткосрочном горизонте доллар может отыграть часть своих потерь: технически евро выглядит более уязвимо после длительного и значительного ралли.

Ухудшение счета текущих операций в результате оттока капитала привело к ослаблению рубля. Мы ожидаем, что к концу года курс может опуститься до 31 рубля за долл. В следующем году, при условии реализации базового сценария продолжающегося восстановления мировой экономики, российская валюта может незначительно окрепнуть, однако сдержанный рост нефтяных цен ограничит потенциал ревальвации. Наш прогноз на середину 2011 года – 30 руб.

Таб. 4 Прогнозы по валютам.

ВАЛЮТЫ	текущее значение	4Q2010		1Q2011		2Q2011		Изменение, %		
		01.ноя	01.окт	01.ноя	01.окт	01.ноя	01.окт	1 мес	YTD	2009
EUR/USD	1,398	↓ 1,37	1,3	↑ 1,42	1,36	↑ 1,45	1,38	1,37%	-2,38%	2,51%
USD/JPY	80,38	↑ 83	81	→ 84	84	→ 84	88	-3,41%	-13,59%	2,63%
GBP/USD	1,6076	↓ 1,53	1,43	↓ 1,53	1,43	↓ 1,53	1,47	1,59%	-0,58%	10,81%
USD/CHF	0,9854	↑ 1	1	↓ 0,95	0,95	↓ 0,92	0,92	1,19%	-4,81%	-3,13%
USD/RUB	30,8307	↑ 31	31,85	→ 30	31	↓ 29,5	30	1,24%	2,65%	2,15%

Золото уже заметно отступило от своих максимальных уровней, но уверенно держит рубеж в 1330 долл за тройскую унцию. И хотя среднесрочные перспективы золота выглядят вполне уверенно благодаря тенденции к общему обесценению валют, текущая коррекция, на наш взгляд, ещё не завершена. Мы считаем, что возобновление роста более вероятно от уровней 1260-1275 долл/тр. унцию, но в зависимости от характера ценовой динамики эти рекомендации могут быть пересмотрены (см еженедельный отчет по техническому анализу).

Таб. 5 Прогнозы по сырьевым рынкам.

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ	текущее значение	4Q2010		1Q2011		2Q2011		Изменение, %		
		01.ноя	01.окт	01.ноя	01.окт	01.ноя	01.окт	1 мес	YTD	2009
нефть	81,96	↓ 72	68	↑ 84	74	↑ 86	80	6,17%	6,17%	84,87%
золото	1364,95	↓ 1245	1300	→ 1300	1200	→ 1300	1100	24,43%	24,43%	24,36%
пром металлы	432,015	↓ 420	365	↑ 450	450	↑ 500	500	10,26%	10,26%	91,21%
с/х сырье	464,348	↓ 420	400	↑ 460	420	↑ 475	450	31,38%	31,38%	14,70%

Рис. 1 Валютная структура портфеля.

	Стратегическая аллокация		Тактическая аллокация		Отклонение
	01.11.2010	01.10.2010	01.11.2010	01.10.2010	
USD	20%	25%	30%	25%	10%
EUR	25%	20%	15%	20%	-10%
CHF	20%	20%	25%	20%	5%
RUR	20%	20%	15%	15%	-5%
Gold	15%	15%	15%	20%	0%

