

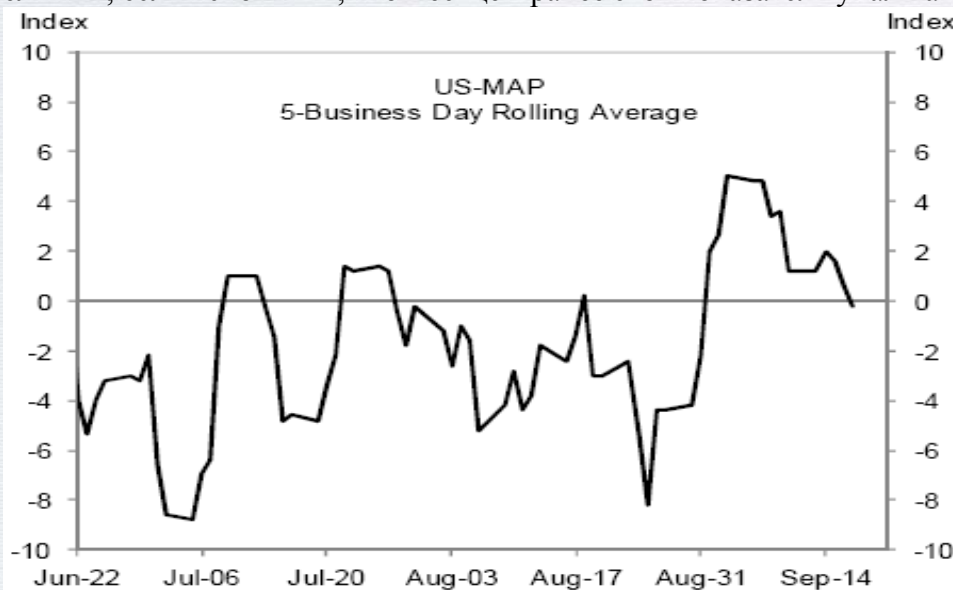
Немного хороших новостей: Национальное бюро статистических исследований объявило в сентябре о том, что рецессия в США закончилась в июне 2009 года. Продлившись 18 месяцев, она стала самой продолжительной рецессией со времен Второй мировой войны, превысив по длительности рецессии 73-75 и 81-82 годов. Последняя рецессия оказалась самой значимой и по масштабу сокращения экономики: реальный ВВП снизился на 4,1% по сравнению с 3,2% в 1970х годах и 2,6% в 1980х. Любопытно, что академики объявили об окончании рецессии как раз тогда, когда рынок больше всего опасался второй волны кризиса.

Текущий год, похоже, станет исключительным не только по своим погодным аномалиям, рынки тоже игнорируют исторические закономерности. Так, сентябрь 2010 года стал лучшим сентябрем по доходности рынков акций за последние 70 лет! Развитые рынки прибавили 9%, ещё лучше отработали развивающиеся площадки, где держатели акций могли бы заработать почти 11% за прошедший месяц.

Что же изменилось в мировой экономике за этот месяц и должны ли мы поменять свои прогнозы и рекомендации?

Ожидания управляют рынками. Прогнозы будущей динамики экономики, будущих прибылей корпораций определяют решения, принимаемые сегодня управляющими, инвестбанкирами, бизнесом. Не случайно дно рынка в 2009 году совпало с моментом самых низких ожиданий по росту прибылей компаний, а своего пика рынки достигли в апреле 2010 года, именно тогда, когда на максимуме были ожидания по росту корпоративных прибылей.

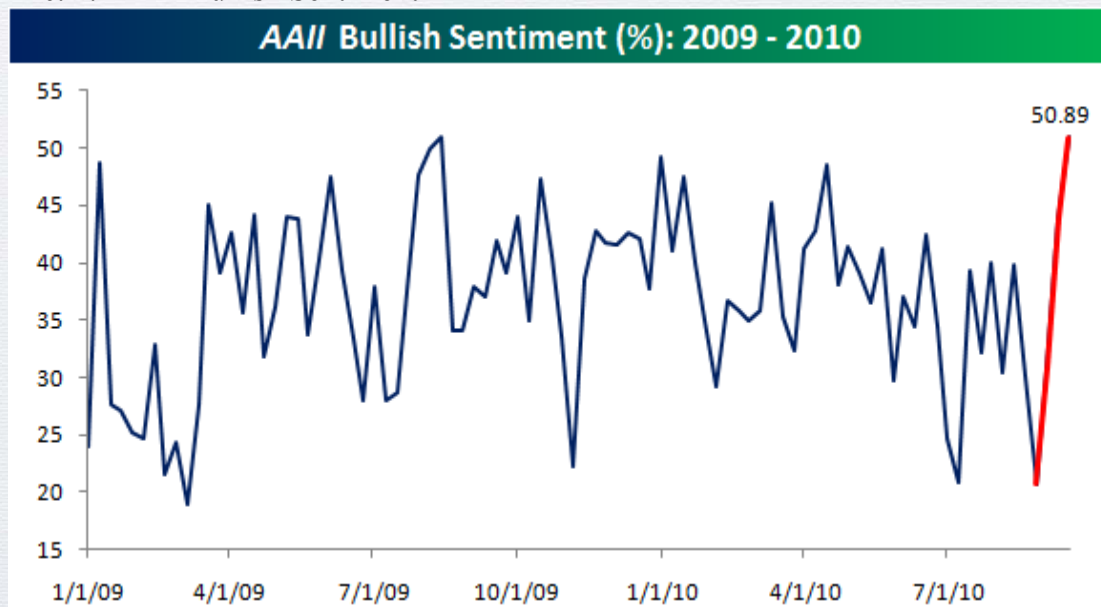
Практически все макроэкономические данные, вышедшие в сентябре, оказались лучше ожиданий. Вопрос заключается в том, были ли данные на самом деле столь хороши или просто ожидания оказались не слишком высокими? На наш взгляд, имело место и то, и другое. С одной стороны, аналитики действительно понизили свои прогнозы в конце лета, что отчасти обеспечило «удобную» сравнительную базу для сентябрьской статистики. С другой стороны, мы не увидели и ухудшения статистики, хотя и улучшение нельзя назвать значительным. Так, например, американский индекс промышленности ISM практически не изменился по сравнению с предыдущим месяцем, однако рынок ожидал снижения показателя, поэтому итоговые данные оказались приятным сюрпризом. Или данные по продажам готовых домов в США, которые выросли в августе на 7%, тоже укрепили позиции быков на рынке, однако едва ли этот отскок покажется столь же удивительным, если вспомнить, что месяцем ранее этот показатель упал на целые 24%.



US Positive surprise Index – Source: Goldman Sachs

Сами участники рынка, похоже, не могут определиться в своих настроениях: по данным Американского Института индивидуальных инвесторов, ещё три недели назад доля позитивно настроенных инвесторов была одной из самых низких за последние два года, последний же отчет обнаружил совершенно противоположную картину: доля быков выросла до второго по величине значения за два года.

Рис. 1. AAI Bullish Sentiment



Источник: Bespoke Investments

Настораживающим является и тот факт, что на фоне роста фондового рынка продолжают снижаться доходности по Казначейским обязательствам США, а настаораживает это наблюдение потому, что первый факт говорит о росте аппетита к риску, а второй о его снижении. Историческая динамика этих двух активов свидетельствует о высокой корреляции между ними, и то, что это отношение нарушается сейчас, ещё раз говорит о высокой неопределенности на рынках.

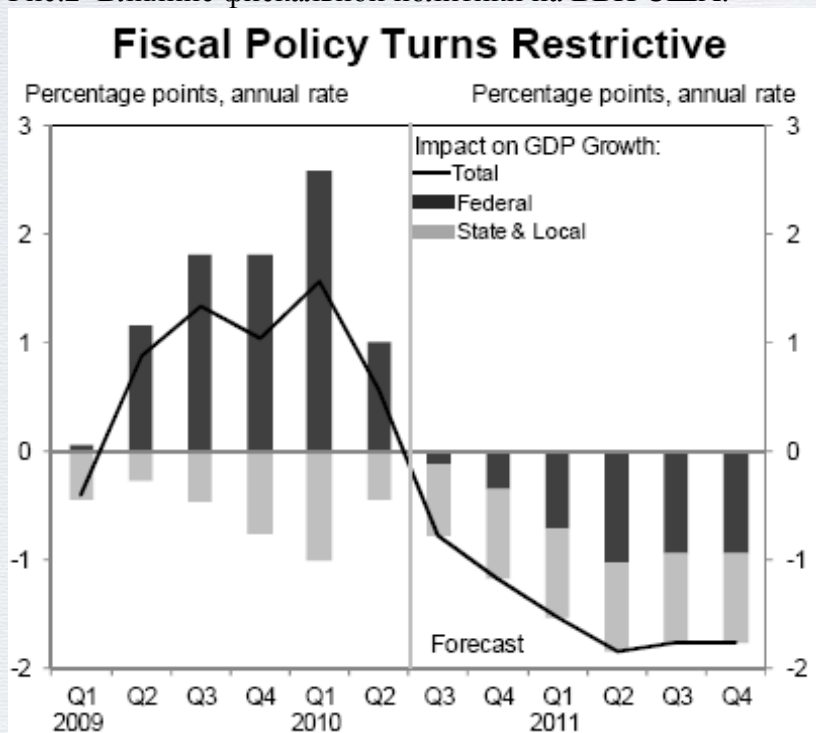
Несмотря на позитивную сентябрьскую статистику, по-прежнему в мировой экономике сохраняются факторы, которые заставляют нас с осторожностью относиться к рисковому активам. Основные опасения внушает предельно низкий уровень инфляции в США, ситуация на рынке труда, низкий уровень потребительской активности. Эффект пополнения запасов (inventory cycle), который во многом обеспечивал высокие темпы роста ВВП начиная во второй половины 2009 года, значительно уменьшится уже в текущем квартале, а к концу года и вовсе сойдет на нет. К этому моменту ключевая роль в приросте экономики должна была перейти к потребителю (а самым большим потребителем в мире по-прежнему являются США). Однако ни налоговые льготы, ни снижение кредитных ставок, ни прочие стимулирующие меры так и не смогли повысить готовность потребителей увеличивать свои расходы. Напротив, во всем мире домашние хозяйства проявляют все большую склонность к сбережениям. Традиционно самыми бережливыми являются восточные нации: в Китае и Японии семьи умудряются сохранять свыше 50% своих доходов. Жители же Запада предпочитают не откладывать траты на будущее: европейцы сохраняют около 14% своих доходов, а самыми расточительными являются американцы, которые обычно расходуют 99% заработанных средств. Однако даже они были вынуждены изменить своим привычкам из-за кризиса: норма сбережения в США возросла с 1% до 6%, в Европе с 14% до 16%. Та же тенденция наблюдается и в

корпоративной жизни: компании, несмотря на рост прибылей и в целом прекрасные финансовые показатели, предпочитают не торопиться с новыми инвестициями, не спешат брать новых сотрудников и неохотно повышают зарплаты старым. По результатам последнего опроса, проводимого Conference Board (в рамках расчета показателя уверенности потребителей) только 31% компаний, принимавших участие в опросе, заявили о планах увеличения штата в течение следующих 6 месяцев (предыдущий показатель за июнь составлял 39%). Зная такую позицию работодателя, не приходится удивляться тому, что уровень безработицы не снижается.

Стагнирующий рынок недвижимости также не добавляет уверенности потребителю, ведь дом составляет значительную часть его капитала, и эта часть не только стоит теперь на 30% меньше, чем 4 года назад, но и, учитывая огромный запас нераспроданного жилья, имеет нулевые шансы на восстановление стоимости в ближайшее время. Естественно, брать кредит в такой ситуации рискнет не каждый. Добавим к этому то, что более 30% населения США имеют кредитный рейтинг, в принципе не позволяющий им получить доступ к кредитному ресурсу (FICO score ниже 620). Из числа же выданных кредитов, ещё 10%, по оценке аналитиков, перейдут в разряд дефолтных в следующем году. И вновь не приходится удивляться тому, что, несмотря на все усилия властей, кредитный цикл в экономике так и не удастся запустить. Сторонники роста рынка оперируют данными о снижении долговой нагрузки потребительского сектора в США, что безусловно является фактом, как также и то, что снижение это в большей степени обеспечено не возвратом кредитов, а списанием долгов банками.

Ещё одну угрозу представляет ужесточение фискальной политики, которая со второй половины текущего года из стимулятора экономического роста превращается в его ограничителя. Это связано с окончанием срока действия целого ряда налоговых льгот. Безусловно существует вероятность того, что стимулирующие программы будут продлены, или запущены новые, однако на текущий момент с учетом все ещё неуверенного состояния экономики, этот фактор представляется нам негативным.

Рис.2 Влияние фискальной политики на ВВП США.



Источник: JP Morgan

Серьезнейшие риски связаны сейчас с дефляцией: уровень роста цен в экономике ниже 1% (core CPI) был официально признан непреемлемым в выступлении председателя ФРС США. Как ни странно, до конца года этот фактор может сыграть в пользу рынка акций, поскольку методом борьбы с угрозой дефляции был выбран второй раунд «количественного смягчения». Это значит, ФРС будет вновь выкупать бумаги с рынка, и значит, рынок получит ещё больше денег, которые создадут новый спрос на рискованные активы. Мы не уверены в том, насколько вторая попытка стимулирования экономики окажется успешней первой, однако у государства остается все меньше инструментов для оживления активности: процентные ставки близки к нулю, а уровень долговой нагрузки ограничивает маневры фискальной политики.

Несколько успокаивает лишь тот факт, что периоды дефляции в современной финансовой истории довольно редки, а действия финансовых властей в ходе текущего кризиса однозначно являются более чувствительными и даже проактивными по сравнению с политикой Банка Японии в 90х годов.

Все вышеописанные наблюдения заставили нас в целом сохранить довольно сдержанный взгляд на рынок (более негативный по сравнению с рыночным консенсусом). Мы лишь незначительно повысили вес базового сценария, предполагающего продолжение восстановления мировой экономики, при этом совокупный вес пессимистичного сценария по-прежнему довольно высок – 40%.

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	55%	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	35%	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)

Табл. 1. Анализ сценариев.

В рамках портфельного позиционирования мы сочли необходимым несколько перебалансировать портфель облигаций: увеличить долю корпоративных долгов за счет государственного сектора, в агрессивной стратегии также незначительно выросла доля акций.

Табл. 2 Портфельное позиционирование.

Стратегическая аллокация: среднесрочный временной горизонт (0,5-1 год)

	Ультраконсервативная	Консервативная	Сбалансированная	Агрессивная
Денежные средства	10	10	10	10
Облигации	75	65	40	10
Акции	0	10	30	60
Альтернативные инвестиции*	15	15	20	20
в т.ч. Золото	5	5	10	10
хеджевые стратегии	10	10	10	10

Тактическая аллокация: учитывает текущие ожидания по рынку (1 мес)

	Ультраконсервативная		Консервативная		Сбалансированная		Агрессивная	
	01.10.2010	01.09.2010	01.10.2010	01.09.2010	01.10.2010	01.09.2010	01.10.2010	01.09.2010
Денежные средства	15	15	15	15	10	15	10	15
Облигации	60	60	55	60	45	40	25	20
Гос. облигации	35	45	30	35	20	25	5	15
Корп. облигации	20	15	20	20	15	10	10	
Обл. разв. рынков	5	0	5	5	10	5	10	5
Акции	0	0	5	0	20	20	40	35
Развитые рынки	0	0	5	0	15	15	20	20
Развивающиеся рынки	0	0	0	0	5	5	20	15
Альтернативные инвестиции*	25	25	25	25	25	25	25	30
в т.ч. Золото	15	15	15	15	15	15	15	20
хеджевые стратегии	10	10	10	10	10	10	10	10

В портфеле акций развитых стран сейчас довольно непросто выделить географические приоритеты. Заметим кстати, что отнюдь не географический принцип чаще всего определяет различия в доходности между развитыми рынками, гораздо важнее правильная отраслевая ставка. Тем не менее несколько более привлекательно выглядит сейчас, на наш взгляд, Великобритания: этот рынок недоинвестирован по сравнению с другими развитыми площадками, заметно дешевле по мультипликаторам (P/E), а экономика региона растет темпами, опережающими ожидания. Япония, с другой стороны, выглядит хуже конкурентов в силу сохраняющейся дефляции, дорогой йены, ослабляющей позицию страны на экспортных рынках, и самых высоких показателей P/E среди развитых стран. С точки зрения отраслевой аллокации, мы уравнили позиции защитных и циклических секторов в портфеле. Среди первых, мы остановили свой выбор на телекоммуникационном секторе, ставкой среди вторых стали финансы.

Табл. 3 Акции развитых рынков

РАЗВИТЫЕ РЫНКИ		РЕКОМЕНДАЦИИ		ИЗМЕНЕНИЕ, %		
		01.10.2010	01.09.2010	1 мес	YTD	2009
США	SPX Index	0	0	7,8	2,9	23,5
Европа	SX5E Index	0	0	5,5	-6,4	21,1
Великобритания	UKX Index	+	+	7,2	3,1	22,0
Япония	NKY Index	-	-	6,3	-9,4	19,0
ОТРАСЛИ		РЕКОМЕНДАЦИИ		ИЗМЕНЕНИЕ, %		
		01.10.2010	01.09.2010	1 мес	YTD	2009
Энергетика	MXWO0EN Index	0	0	7,5	-6,9	22,9
Материалы	MXWO0MT Index	0	0	11,9	2,5	58,4
Промышленность	MXWO0IN Index	0	0	10,4	9,3	23,9
Потребительские товары длительного пользования	MXWO0CD Index	-	-	11,2	11,5	37,3
Потребительские товары повседневного спроса	MXWO0CS Index	0	0	7,2	6,0	18,6
Здравоохранение	MXWO0HC Index	-	-	8,0	-2,1	16,4
Финансы	MXWO0FN Index	+	0	7,6	-2,0	27,7
Информационные технологии	MXWO0IT Index	0	0	10,3	-0,5	50,9
Телекоммуникации	MXWO0TC Index	+	+	7,5	3,2	8,6
Коммунальные услуги	MXWO0UT Index	0	+	3,5	-4,6	2,0

Развивающиеся рынки в последнее время пытаются подвести свое название дословно и доказать, что они могут продолжить развиваться, даже в случае глобальных экономических проблем. Вопрос, смогут ли развивающиеся страны также уверенно продолжить подъем в случае спада в Европе и США, остается открытым. Пока все-таки полной уверенности, что у стран этой группы есть возможность поддерживать рост в отсутствии внешних потребителей, у нас нет.

Показавший себя с лучшей стороны Китай, который, по мнению некоторых аналитиков, даже не входил в рецессию, на данный момент может испытывать проблемы с избытком ликвидности и попытками правительства ее снизить. На эту проблему еще накладываются попытки перейти от экспортной модели к внутреннему потреблению, что не позволяет нам сохранить положительный прогноз по Поднебесной. Наша рекомендация на октябрь – нейтральная.

Индонезия и Индия – страны, на которые мы делаем ставку на ближайший месяц. Бурный рост промышленности, дешевая рабочая сила, позитивная макростатистика – такому набору качеств позавидовали бы многие рынки. Единственное, чего можно опасаться в данном случае, это опасения инфляции и фискального дефицита в 2011, но пока есть надежды, что данные проблемы будут преодолены. Также стоит присмотреться к Турции, прогноз по которой на данный месяц мы ставим нейтральный, но вполне возможно, что в будущем мы его пересмотрим в позитивную сторону.

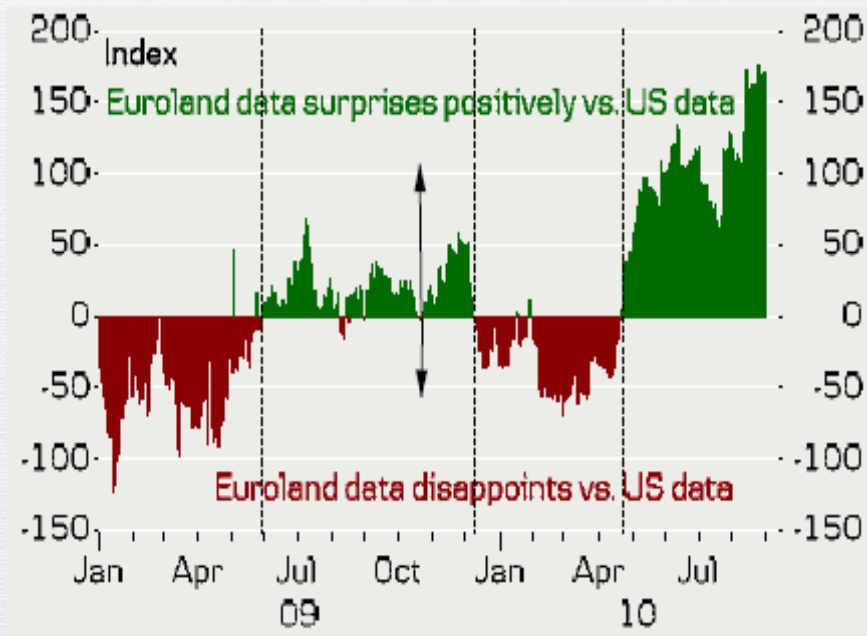
Мы подтверждаем нейтрально-негативную рекомендацию по России с прошлого месяца. К сырьевой зависимости и слишком большой перекупленности в портфелях глобальных фондов добавились еще и риск инфляции из-за засухи в европейской части.

Табл.4 Акции развивающихся рынков.

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ		РЕКОМЕНДАЦИИ		ИЗМЕНЕНИЕ, %			
		01.10.2010	01.09.2010	1 мес	YTD	2009	
EMEA							
	Россия	<i>MICEX Index</i>	0/-	0/-	3,2	2,9	121,1
	Турция	<i>XU100 Index</i>	0	0/-	10,5	24,2	96,6
	ЮАР	<i>TOP40 Index</i>	0/-	0	8,9	3,0	28,6
Asia ex Jpan							
	Китай	<i>SHCOMP Index</i>	-	0/+	0,3	-20,1	80,0
	Индия	<i>SENSEX Index</i>	+	0	11,3	14,7	81,0
	Корея	<i>KOSPI Index</i>	0	+	7,9	10,9	49,7
	Индонезия	<i>JCI Index</i>	+	0	12,7	38,1	87,0
LATAM							
	Бразилия	<i>IBOV Index</i>	0	0	5,6	0,9	82,7
	Мексика	<i>MEXBOL Index</i>	0	0	4,7	3,5	43,5

Мы повысили свои прогнозы по евро на всех временных горизонтах. В первую очередь это связано с новым этапом выкупа бумаг с рынка и соответственно роста баланса ФРС (второй раунд «количественного смягчения»). Рост денежной массы несомненно будет оказывать давление на стоимость доллара, тем более что традиционно более консервативный в своих действиях ЕЦБ едва ли последует за ФРС в ближайшее время. Кроме того Евросоюз все ещё смотрится сильнее по фундаментальным показателям и до недавнего времени демонстрировал более динамичные темпы восстановления (макроданные гораздо чаще превосходили ожидания аналитиков в Европе по сравнению с США.). Тем не менее проблемы суверенных долгов периферийных стран Еврозоны ещё очень рано сбрасывать со счетов: в течение лета стоимость страховки (CDS) по долгам Греции, Ирландии, Португалии, Испании существенно выросли, не смотря на позитивную динамику рынка акций. Сейчас котировки CDS по этим странам близки к своим максимальным значениям с начала года. Но если весной эти уровни можно было назвать завышенными вследствие царившей тогда паники на рынке, то сейчас инвесторы более объективно оценивают ситуацию и сознательно требуют повышенной доходности по обязательствам этих стран. Поэтому краткосрочный риск в случае ухудшения новостного фона по этим экономикам может перевесить все позитивные факторы, способствующие росту европейской валюты. (S&P и Moody's оценивают прогноз по Испании как «негативный»).

Рис.3. Сравнение коэф сюрприза (превышения статистических данных над ожиданиями рынка) по ЕС и США.



Источник: Danske Markets

Японская йена торгуется к доллару на минимумах за 15 лет, что очевидно не добавляет конкурентных преимуществ японским экспортерам (во втором квартале ВВП Японии вырос лишь на 0.4% в годовом измерении по сравнению с 4,4% в первом квартале). Центральный Банк Японии считает дальнейшее удорожание йены серьезной угрозой для роста экономики и пытается управлять этим риском путем интервенций на валютном рынке. Однако, судя по числу открытых длинных контрактов на йену (число длинных позиций по-прежнему превышает количество коротких), участники рынка не очень-то верят в успешность этих операций. Мы нейтрально смотрим на йену на горизонте полугода и считаем, что она может укрепиться до уровня 80-81 йен за доллар до конца года.

Несмотря на то, что британский фунт является самой недооцененной валютой по паритету покупательной способности среди стран «Большой десятки», мы не считаем эту валюту привлекательной для инвестиций в настоящее время. Высокая инфляция и долговая нагрузка экономики создают политическую напряженность, под вопросом остается и сохранение страной высочайшего кредитного рейтинга (AAA).

Укрепление рубля все ещё не видится нам вероятным сценарием. Высокая зависимость экономики от цен на сырье (а валюты от экспортных поступлений) вкупе с невысокими прогнозами по росту цен на нефть и металлы заставляет нас придерживаться умеренно-негативного взгляда на динамику рубля.

Швейцарский франк является, по нашему мнению, лучшей валютной ставкой в среднесрочной перспективе. Сильные макроэкономические индикаторы в выгодную сторону отличают швейцарскую экономику от других стран Евросоюза, а позиционирование франка как стабильной, безрисковой валюты усиливает его популярность в ситуации высокой неопределенности на рынке.

Табл. 5. Прогнозы по валютам.

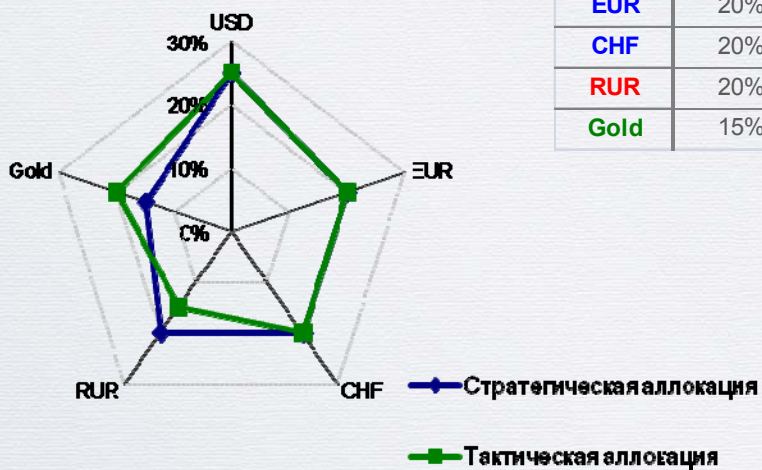
ВАЛЮТЫ	текущее значение	4Q2010		1Q2011		2Q2011		Изменение, %		
		01.окт	01.сен	01.окт	01.сен	01.окт	01.сен	1 мес	YTD	2009
EUR/USD	1,3577	↓ 1,3	1,2	↑ 1,36	1,27	↑ 1,38		7,07%	-5,20%	2,51%
USD/JPY	83,7	↓ 81	81	→ 84	88	↑ 88		-0,59%	-10,02%	2,63%
GBP/USD	1,5829	↓ 1,43	1,4	↓ 1,43	1,43	↓ 1,47		3,13%	-2,11%	10,81%
USD/CHF	0,9754	→ 1	1,07	↓ 0,95	1,03	↓ 0,92		-3,91%	-5,78%	-3,13%
USD/RUB	30,4236	↑ 31,85	32,6	→ 31	30	↓ 30		-1,23%	1,29%	2,15%

Золото достигло новых максимумов в сентябре (1311 долл за тройскую унцию), превысив наш целевой уровень цены (1300). После столь значительного и быстрого роста небольшая коррекция вполне допустима. Несмотря на то, что возможности дополнительного заработка на данном активе практически исчерпаны (мы сохраняем прогноз цены на уровне 1300), золото, на наш взгляд, все ещё является ценной частью валютного портфеля, в первую очередь в качестве защиты от негативных сценариев. В эпоху общего обесценения валют, золото все больше воспринимается инвесторами в качестве оплота стабильности.

Табл. 6 Прогнозы по сырьевым рынкам.

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ	текущее значение	4Q2010		1Q2011		2Q2011		Изменение, %		
		01.окт	01.сен	01.окт	01.сен	01.окт	01.сен	1 мес	YTD	2009
нефть	76,41	↓ 68	65	→ 74	74	↑ 80		2,8%	-1,0%	85%
золото	1310,45	↑ 1300	1300	↓ 1200	1200	↓ 1100		5,1%	19,5%	24%
пром металлы	412,234	↓ 365	345	↑ 450	360	↑ 500		9,2%	5,2%	91%
с/х сырье	408,664	→ 400	380	↑ 420	390	↑ 450		10,4%	15,6%	15%

Рис.4 Валютная корзина.



	Стратегическая аллокация		Тактическая аллокация		Отклонение
	01.10.2010	01.09.2010	01.10.2010	01.09.2010	
USD	25%	35%	25%	40%	0%
EUR	20%	25%	20%	20%	0%
CHF	20%	0%	20%	0%	
RUR	20%	25%	15%	15%	-5%
Gold	15%	15%	20%	25%	5%