

Аналитическое обозрение: сентябрь.

Август стал ещё одним месяцем, неблагоприятным к рискованным инвесторам: развитые рынки акций лишились более 3%¹ своей стоимости. Это уже пятый в текущем году месяц отрицательной доходности для развитых рынков. Молодые же площадки, вопреки всем канонам науки об инвестициях, похоже, выработали иммунитет к глобальной непогоде: их результат заметно лучше не только в текущем месяце (-2%), но и сначала года (-2% по сравнению с -7% на развитых рынках). Тем не менее, «защитные» качества развивающихся рынков отнюдь не однородны: наибольшую устойчивость скорее будут демонстрировать сбалансированные экономики, опирающиеся на сильный внутренний спрос (Китай). Сырьевые же страны всецело зависят от настроений рынка и совершенно неспособны уберечь капитал инвесторов во времена высокой «турбулентности» (Россия).

Несмотря на не слишком впечатляющую динамику рынка акций, на фоне выходящей макроэкономической статистики её вполне можно назвать успешной. Способность рынков переваривать негативные новости в ушедшем месяце по меньшей мере впечатляет. Ряд аналитиков интерпретируют эту «индифферентность» рынка, как его внутреннюю силу и увеличивают долю акций в портфелях с расчетом на ралли до конца года. Однако не следует забывать также, что многие участники рынка используют последние недели лета, чтобы отдохнуть, а объемы торгов традиционно невысоки. Вероятно, более объективно о соотношении потенциалов продавцов и покупателей на рынке можно будет судить в сентябре с восстановлением торговой активности.

Больше всего пищи для сомнений и опасений в августе дали инвесторам США. Настораживает ситуация на рынке труда: незначительный прирост занятости в июле почти полностью пришелся на промышленный сектор (который представляет лишь 10% всей занятости в экономике), количество же вновь поданных заявок на пособие по безработице достигло в августе психологически важного уровня в 500 тыс., который принято считать признаком начала рецессии. Рынок недвижимости после едва заметного оживления в период действия налоговых льгот откатился к минимумам во втором квартале. Количество вновь выдаваемых разрешений на строительство снижается четвертый месяц подряд и не позволяет рассчитывать на оживление рынка в ближайшие месяцы. Население, для которого недвижимость составляет немалую долю общего капитала, по понятным причинам не испытывает желания увеличивать расходы - розничные продажи в очередной раз разочаровали аналитиков. Даже промышленный сектор, где мы наблюдали наиболее активное восстановление в прошлом и в начале текущего года, демонстрирует признаки замедления. Динамика потребительских цен все настойчивее подтверждает угрозу дефляции, которая уже, к слову, и наблюдается в целом ряде отраслей, связанных со сферой услуг: медицина, образование, ресторанный бизнес,

¹ Здесь и далее данные по доходности рынка приведены на 27.08.2010

телекоммуникационные услуги и др. Не удается запустить и кредитный цикл в экономике: остатки денежных средств на счетах банков продолжают расти от месяца к месяцу, - столь же планомерное, только снижение демонстрирует динамика кредитования.

Следует признать, что текущее положение дел никак не соответствует тому, чего можно было бы ожидать после беспрецедентных стимулирующих мер монетарной и фискальной политики, проведенных по всему миру начиная с конца 2008 года. Официальное признание более медленного восстановления экономики по сравнению с ожиданиями прозвучало уже даже в заявлениях ФРС. О том же свидетельствует и рынок американских Treasuries: доходность по 10-летним казначейским обязательствам скатилась уже ниже 2,5% годовых. Последний раз к отметке 2% доходность по 10-летним американским нотам приближалась в конце 2008 года, сразу после краха Lehman Brothers и объявления ФРС о начале выкупа бумаг с рынка. Впоследствии программы «спасения» финансовых институтов и накачка рынков ликвидностью привела к ралли на рынке акций и снижению спроса на безрисковые активы. Доходность по казначейским бумагам достигла пика в апреле (одновременно с рынком акций), когда инвесторы требовали почти 4% за вложения в 10-летние ноты. Четыре месяца спустя мы наблюдаем уже принципиально другую картину...

На фоне сильно упавшей доходности по долгам наиболее надежных заемщиков и, по сути, нулевой стоимости денег по времени, премия за риск инвестирования в акции начинает казаться исключительно привлекательной. Однако опасность такого суждения заключается в том, что оно базируется на соотношении цены акций с *прогнозом* будущей прибыли, а ошибка прогноза, как известно, может быть колоссальной. Покупая акции, исходя из оценки их стоимости к ожидаемой прибыли в следующем году (12m forward P/E), мы через год вполне можем увидеть, что соотношение уплаченной цены к реальной (полученной) прибыли составляет 15 или 17, что уже отнюдь не дешево. Это тем более актуально, что ожидания корпоративных прибылей достигли своего пика в апреле (одновременно с рынком акций) и с тех пор пересматриваются в сторону уменьшения.

Вероятно более объективной оценкой «справедливой» стоимости акций является т.н. Shiller P/E, который учитывает уже полученные прибыли в реальном выражении и с поправкой на цикличность. Факт в том, что Shiller P/E составляет величину около 20, что на 26% выше средне исторического значения.

Добавим, что сезонность также имеет не последнее значение в нашем текущем обзоре: сентябрь традиционно является худшим месяцем для американского рынка акций.

Однако, несмотря на большое количество негативной информации, общий настрой на рынке остается скорее оптимистичным. По данным Investor Intelligence доля «быков» хоть и снизилась за последнюю неделю с 36,7% до 33,3%, все ещё превышает процент «медведей»

(31,2%), а доля денежных средств в портфелях управляющих сохраняется на нейтральном уровне (около 3,8% по сравнению с 6% во время падений рынка в 2001 и в 2008 гг). Даже после некоторого понижения прогнозов, рынок ожидает двузначного роста корпоративных прибылей в следующем году, а рост американского ВВП оценивает не менее чем в 2,8%! Учитывая последнюю динамику экономической статистики, текущий уровень консенсус-прогнозов видится нам весьма оптимистичным, да и портфельное позиционирование явно не характерно для «дна» рынка. Мы ожидаем увидеть дальнейшее понижение прогнозов, и считаем высоким риск коррекции на рынке акций в начале осени.

СЦЕНАРИИ

Ключевым сценарием мы продолжаем считать дальнейшее восстановление мировой экономики, медленное, но устойчивое. Однако вес данного сценария в сентябре был снижен до 50% (снижение на 10%). Вероятность негативного сценария была оценена в 40%, что на 10% больше по сравнению с предыдущим месяцем. Основными факторами для пересмотра весов сценариев стали ухудшившаяся динамика макро данных и понижение прогноза корпоративных прибылей в будущих периодах. Оптимистичный и кризисный сценарии по-прежнему представляются нам маловероятными, их доли были сохранены на уровне 5%.

Сценарий	Вес (сент)	Вес (авг)	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	50%	60%	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	40%	30%	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. "Закрывание" кредитных рынков. (Credit crunch)	Cash! USD, золото.

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

Ключевые риски

- высокая долговая нагрузка развитых экономик
- слабый потребительский спрос в развитых странах (высокая безработица)
- замедление темпов роста в Китае
- ужесточение регулирования финансового сектора

В соответствии с более осторожным взглядом на динамику рынка в ближайшей перспективе мы снизили долю рисковых активов: акций и долговых обязательств развивающихся рынков, и перебалансировали портфели в пользу более защитных инструментов: государственных облигаций и золота.

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
<i>в т.ч. Золото</i>	5	5	10	10
<i>хеджевые стратегии</i>	10	10	10	10

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

	Ультраконсервативная		Консервативная		Сбалансированная		Агрессивная	
	01.09.2010	01.08.2010	01.09.2010	01.08.2010	01.09.2010	01.08.2010	01.09.2010	01.08.2010
Денежные средства	15	15	15	15	15	15	15	15
Облигации	60	65	60	65	40	35	20	10
<i>Гос. облигации</i>	45	45	35	35	25	20	15	5
<i>Корп. облигации</i>	15	15	20	20	10	10		
<i>Обл. развив. рынков</i>	0	5	5	10	5	5	5	5
Акции	0	0	0	0	20	25	35	50
<i>Развитые рынки</i>	0	0	0	0	15	20	20	25
<i>Развивающиеся рынки</i>	0	0	0	0	5	5	15	25
Альтернативные инвестиции*	25	20	25	20	25	25	30	25
<i>в т.ч. Золото</i>	15	10	15	10	15	15	20	15
<i>хеджевые стратегии</i>	10	10	10	10	10	10	10	10

АКЦИИ

В портфеле акций мы пока сохраняем нейтралитет между развитыми и развивающимися странами. С одной стороны, возросшие глобальные риски не позволяют нам сделать ставку на молодые рынки в силу того, что исторически они более уязвимы в период коррекций. С другой стороны, динамика текущего года совершенно не подтверждает этого правила, а фундаментальные проблемы висят на балансе не развивающихся, а именно развитых экономик, поэтому перевес последних в портфелях выглядит ещё менее оправданным.

За последние пару месяцев европейские площадки из аутсайдера превратились в самый популярный рынок (из числа развитых) среди международных инвесторов. Отметим, что и с точки зрения экономической статистики Еврозона выглядят куда уверенней Соединенных Штатов. Все же, предположение о том, что Европа обгоняет США в ходе экономического цикла, не выглядит слишком убедительным, поэтому мы ожидаем, что третий квартал будет менее успешным для этого региона. В то же время любое волнение на рынках акций может легко вернуть внимание инвесторов к проблемам периферийных стран Еврозоны, создав дополнительное давление на европейские рынки в целом. Эти мотивы побудили нас снизить аллокацию на Европу до нейтрального уровня, несмотря на то, что этот рынок все ещё является дешевым по мультипликаторам в сравнении с США и Японией.

Япония, на наш взгляд, является наименее привлекательным рынком среди развитых. ВВП Японии за 2 кв не просто не оправдал ожиданий, аналитики в несколько раз переоценили рост экономики (0,4% против прогноза 2,4%)! Дефляция, негативная динамика статистических данных, высокие мультипликаторы и дорогая йена, подрывающая позиции экспортеров, стали основными факторами нашей оценки.

Ключевым риском инвестиций в британский рынок остается банковская система страны – наиболее закредитованная среди развитых экономик. Этот фактор тем более важен в случае высокой вероятности коррекции. Тем не менее Великобритания остается самым дешевым среди развитых регионов, а набирающая силу популярность среди инвесторов должна позитивно сказаться на сравнительной доходности этого рынка в следующем месяце.

Среди отраслей наши предпочтения находятся на стороне защитных секторов: телекоммуникационного и сектора коммунальных услуг. Единственным изменением по сравнению с предыдущим месяцем стало снижение доли финансового сектора, что напрямую связано с общим экономическим прогнозом.

РАЗВИТЫЕ РЫНКИ		РЕКОМЕНДАЦИИ			ИЗМЕНЕНИЕ, %		
		01.09.2010	01.08.2010	1 мес	MTD	YTD	2009
США	SPX Index	0	-	-4.6	-4.5	-5.7	23.5
Европа	SX5E Index	0	+	-3.8	-4.7	-11.8	21.1
Великобритания	UKX Index	+	0	-2.9	-1.9	-4.7	22.0
Япония	NKY Index	-	0	-6.3	-7.3	-16.2	19.0

ОТРАСЛИ		РЕКОМЕНДАЦИИ			ИЗМЕНЕНИЕ, %		
		01.09.2010	01.08.2010	1 мес	MTD	YTD	2009
Энергетика	MXWO0EN Index	0	0	-4.2	-4.4	-14.4	22.9
Материалы	MXWO0MT Index	0	0	-3.2	-3.7	-9.9	58.4
Промышленность	MXWO0IN Index	0	0	-5.3	-5.7	-2.1	23.9
Потребительские товары длительного пользования	MXWO0CD Index	-	-	-3.2	-3.5	-0.9	37.3
Потребительские товары повседневного спроса	MXWO0CS Index	0	0	-2.2	-1.1	-1.5	18.6
Здравоохранение	MXWO0HC Index	-	-	-0.4	-0.2	-10.2	16.4
Финансы	MXWO0FN Index	0	+	-3.9	-6.9	-9.8	27.7
Информационные технологии	MXWO0IT Index	0	0	-7.0	-6.1	-10.0	50.9
Телекоммуникации	MXWO0TC Index	+	+	1.3	-0.7	-5.4	8.6
Коммунальные услуги	MXWO0UT Index	+	+	0.1	-0.5	-8.6	2.0

Больше других в группе развивающихся рынков нам нравятся Южная Корея и Китай. Первый привлекает инвесторов низкими ставками и динамичным восстановлением экспорта. Последний слишком долго отставал от рынка, однако внимание инвесторов понемногу возвращается к стране, которая не просто была локомотивом мировой экономики в 2009 году, но и сегодня демонстрирует двузначные темпы роста промышленности и розничных продаж.

В сентябре мы понизили наши рекомендации по России и Мексике. Россия в свете возросших рисков коррекции теряет свою привлекательность, являясь сырьевым рынком, который традиционно «с плечом» отыгрывает движения мирового рынка акций. Мексика, вероятно, пострадает от снижения деловой активности в США, экономические связи с которыми крайне сильны.

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ		РЕКОМЕНДАЦИИ			ИЗМЕНЕНИЕ, %			
		01.09.2010	01.08.2010	1 мес	MTD	YTD	2009	
EMEA								
	Россия	MICEX Index	0/-	0	-3.0	-4.1	-2.2	121.1
	Турция	XU100 Index	0	0/+	-1.1	-2.1	11.0	96.6
	ЮАР	top40 Index	0	0	-5.2	-4.8	-4.0	28.6
Asia ex Jpan								
	Китай	SHCOMP Index	0/+	+	2.0	-0.5	-19.9	80.0
	Индия	SENSEX Index	0	0	0.5	2.0	4.4	81.0
	Корея	KOSPI Index	+	+	-0.9	-1.0	3.6	49.7
	Индонезия	JCI Index	0	0	2.5	1.6	23.1	87.0
LATAM								
	Бразилия	IBOV Index	0	0	-1.8	-3.5	-5.0	82.7
	Мексика	MEXBOL Index	-	-	-4.4	-2.9	-2.4	43.5

Валюты.

Мы понизили наш прогноз по евро на всех временных горизонтах. Уменьшение глобального аппетита к рискам работает явно не на руку этой валюте. Проблемы периферии Еврозоны ещё далеки от разрешения, а замедление темпов роста вслед за США весьма вероятно.

«Распродажа» рискованных активов должна оказать мощную поддержку йене, в то время как эффективность валютных интервенций японского Центробанка вызывает сомнения. Мы делаем ставку на дальнейшее укрепление йены до конца года.

Тяжелая долговая нагрузка британской экономики заставляет усомниться в перспективе её валюты. Мы не исключаем возможность потери Великобританией самого высокого кредитного рейтинга, что, несомненно, окажет давление на курс фунта. Не добавляет привлекательности валюте «туманного альбиона» и высокая инфляция в экономике.

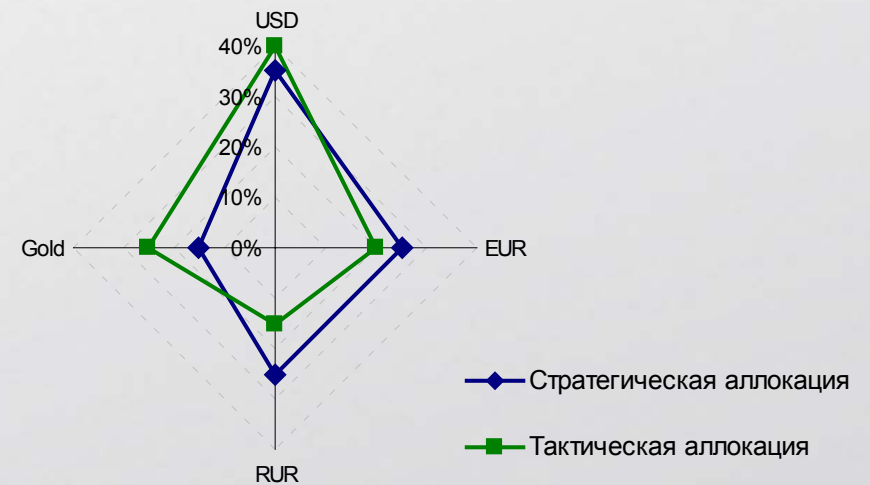
Негативный прогноз по рублю связан с его репутацией сырьевой валюты и повышением вероятности негативного сценария развития мировой экономики.

Репутация «защитного» актива делает швейцарский франк более привлекательным для вложений по сравнению с евро. Тем не менее власти Швейцарии, являющейся нетто-экспортером, не заинтересованы в сильном укреплении своей национальной валюты по отношению к валюте основного торгового партнера (Еврозоны), поэтому интервенции весьма вероятны. Наш прогноз по франку нейтральный.

ВАЛЮТЫ	ВАЛЮТЫ	текущ. ее значение	3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011		Изменение, %		
			01-Sep	01-Aug	01-Sep	01-Aug	01-Sep	01-Aug	1 мес	YTD	2009
EUR/USD	EUR/USD	1.273	↓ 1.245 →	1.28	↓ 1.2	↑ 1.3	↑ 1.27	↑ 1.3	-3.41%	-11.11%	2.51%
USD/JPY	USD/JPY	85.02	→ 82 ↓	85	→ 81	→ 90	↑ 88	→ 90	-1.71%	-8.60%	2.63%
GBP/USD	GBP/USD	1.554	↓ 1.44 ↓	1.44	↓ 1.4	↓ 1.45	↓ 1.43	↓ 1.43	-2.18%	-3.90%	10.81%
USD/CHF	USD/CHF	1.0309	→ 1.04 ↓	1.05	↑ 1.07	↓ 1.02	↓ 1.03	↓ 1	-0.78%	-0.42%	-3.13%
USD/RUB	USD/RUB	30.6538	↑ 31.65 ↑	30	↑ 32.6	→ 29	→ 30	→ 28	2.31%	2.06%	2.15%

В соответствии с общим прогнозом структура валютной корзины стала более защитной: доля доллара США и золота была увеличена как в стратегической, так и (более значительно) в тактической аллокации.

	Стратегическая аллокация		Тактическая аллокация		Отклонение
	01.09.10	01.08.10	01.09.10	01.08.10	
USD	35%	30%	40%	25%	5%
EUR	25%	30%	20%	30%	-5%
RUR	25%	25%	15%	25%	-10%
Gold	15%	15%	25%	20%	10%



Сырьевые рынки.

По мере того, как темпы роста американской экономики продолжают падать, мы видим риски снижения прогнозов потребления нефти и сохраняем негативный взгляд на этот актив. Сворачивание стимулирующих мер в Китае уже сейчас сказывается на импорте нефти, который впервые за 16 месяцев показал снижение по отношению к предыдущему году. Ещё большую поддержку нашему пессимистическому взгляду дает текущий уровень запасов нефти в США, который по-прежнему выше среднего значения за 10 лет и вырос по сравнению с прошлым годом.

Пик цены на золото пришелся на июнь. С того момента его стоимость незначительно снизилась вслед за сокращением спекулятивных позиций на рынке и притоков средств в «золотые» фонды. Тем не менее, политика низких процентных ставок обеспечивает крайне благоприятные условия для продолжения роста золота до конца года. Дополнительной поддержкой выступает спрос со стороны центральных банков, которые увеличивают вложения в золото 14-ый месяц подряд.

Базовые металлы, подобно нефти, находятся под риском в условиях замедления экономического роста в США и Китае. Не помогает спросу и строительная отрасль: объем нераспроданной недвижимости велик, а разрешений на новое строительство выдается все меньше.

Чересчур стремительный взлет цен на сельскохозяйственное сырье дает мало оснований для продолжения роста в сентябре. К тому же, уровень запасов сырья достаточен, несмотря на низкие урожаи в текущем году. Мы ожидаем нейтральной динамики рынка в ближайшие месяц-два. Однако среднесрочный прогноз остается положительным и предполагает умеренный рост рынка до конца текущего и в начале следующего года.

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ	СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ	текущее значение	3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011		Изменение, %			
			01-Sep	01-Aug	01-Sep	01-Aug	01-Sep	01-Aug	1 мес	YTD	2009	
CLA Comdty	нефть	75.14	↓ 68 →	75	↓ 65 →	74	→ 74 →	74	→ 74 →	-7.4%	-2.7%	85%
GOLDS Comdty	золото	1236.06	↑ 1265 →	1200	↑ 1300 ↑	1250	↓ 1170 →	1200	→ 1170 →	4.5%	12.7%	24%
SPGSIN Index	пром металлы	379.308	↓ 350 →	365	↓ 345 →	360	→ 360 →	360	→ 360 →	-3.2%	-3.2%	91%
SPGSA G Index	с/х сырье	377.069	→ 360 ↑	360	↑ 380 ↑	380	↑ 415 ↑	390	→ 415 →	5.2%	6.7%	15%