

# Ежемесячный аналитический обзор

УРАЛСИБ | Банк 121

*Август 2011*

## Глобальный прогноз, позиционирование портфеля

По итогам июля глобальные рынки продемонстрировали незначительное падение. При этом развивающиеся рынки показали лучшую динамику, нежели развитые. Так, по итогам месяца индекс развитых рынков упал на **1,8%** в то время, как развивающиеся рынки снизились на **0,7%**.

На протяжении прошедшего месяца на рынках наблюдался высокий уровень волатильности, обусловленный все теми же глобальными проблемами: долговой кризис в Европе и отсутствие решения по подъему лимита государственного долга в США.

Одним из наиболее важных событий прошедшего месяца стало принятие долгожданного решения относительно греческого долга. Европейские лидеры планируют оказать финансовую поддержку Греции, при этом размер помощи достаточно внушительный. Так, из Европейского фонда финансовой стабильности будет выделено **109** млрд. евро. Часть средств будет направлено на выкуп греческих облигаций, планируется продлить сроки погашения долговых инструментов, а также снизить процентную ставку по новым выпускам. Также предполагается участие частных инвесторов в «спасении» Греции в размере **50** млрд. евро.

Определенная напряженность с рынка снята. Однако инвесторы опасаются, что решение европейских лидеров о выделении помощи Греции может лишь отложить, но не решить долговые проблемы периферийных стран. Поэтому позитивная реакция была не столь сильной, нежели ожидалось, – ралли продолжалось всего **2** дня. В результате, европейские рынки оказались в лидерах падения по итогам месяца среди развитых стран.

Основной причиной недостатка оптимизма на рынках являются опасения инвесторов, что распространение кризиса может продолжиться, и другие страны, прежде всего Италия, столкнутся с проблемой недостатка средств для выплаты по своим государственным обязательствам. Однако, если посмотреть более детально на экономику Италии, то можно понять, что проблемы страны не настолько значительны, как, например, в Греции, Испании и Португалии. Итальянские банки в меньшей степени зависят от Европейского центрального банка, чем их соседи. Если сравнить соотношение выданных кредитов к депозитной базе, Италия также смотрится более стабильно по сравнению с Грецией. Однако нельзя отрицать, что некоторые проблемы существуют и решение греческого вопроса не полностью успокоило инвесторов относительно будущего остальных европейских стран.

Среди ключевых аспектов, которые влияли на рынки в прошлом месяце, следует назвать проблему подъема лимита государственного долга США. Окончательны не определены меры по снижению дефицита государственного бюджета, – конгресс продолжит их обсуждение осенью. В свою очередь, рейтинговые агентства всерьез заявляют о возможности снижения наивысшего кредитного рейтинга крупнейшей экономике мира. Хотя лимит государственного долга будет повышен, однако невозможно предвидеть, каким образом повлияют на рост американской экономики меры по сокращению бюджета, за которые активно выступает республиканская партия.

Кроме того, одним из факторов, которые добавляют нервозности рынкам, является инфляционное давление в развивающихся странах. Несмотря на действия, предпринимаемые центральными банками развивающихся экономик, цены продолжают расти темпами, превышающими целевые показатели. В качестве мер по борьбе с инфляцией банки поднимают ключевые ставки, тем самым снижая ликвидность, что способствует «охлаждению» экономик. Так, в июле ключевые ставки были увеличены в Китае, Бразилии, Мексике и Индии. Соответственно, рынки реагируют на ужесточение кредитно-денежной политики негативно. Однако за второй квартал 2011 года цены как на нефть и металлы, так и на продовольственные товары, значительно снизились. Данный фактор позволяет ожидать, что инфляционное давление уже достигло своего пика и начнет снижаться.

Ухудшение макроданных остается одним из основных рисков для развитых экономик. Темпы производства снижаются, безработица по-прежнему находится на высоком уровне, потребительские расходы растут медленно. Наиболее значительное расхождение в фактических данных и ожиданиях инвесторов было отмечено в мае и июне. Как мы писали в предыдущих отчетах, данное замедление экономики может объясняться значительным инфляционным давлением, не позволяющим экономикам поддерживать высокие темпы роста, а также негативным влиянием на глобальную экономику катастрофы, произошедшей в марте этого года в Японии. При этом мы делали ставку на быстрое восстановление Японии. Наши оптимистичные прогнозы на июль оправдались. Промышленное производство этой страны растет высокими темпами. Результаты ежеквартальных опросов, проводимых среди участников рынка, менеджеров и собственников компании на предмет оценки условий экономической деятельности свидетельствуют о росте деловой активности. Индекс Танкан, который отражает настроение производителей, значительно вырос по сравнению с прошлым периодом. Кроме того, увеличиваются и розничные продажи, что оказывает поддержку росту японской экономике. Торговый баланс страны восстанавливается: по последним данным, экспорт вновь превысил импорт. Соответственно, улучшение макроэкономической ситуации в Японии может оказать поддержку всей глобальной экономике.

Тем не менее, последние макропоказатели в США не внушают оптимизма. ВВП страны за второй квартал, по предварительным оценкам, увеличился лишь на 1,3% в годовом сопоставлении, а данные за первый квартал были пересмотрены со значительным понижением (0,4% против 1,9% в прошлом квартале).

В качестве одного из рисков для глобальных рынков мы отмечали замедление темпов роста китайской экономики, вследствие мер, принятых правительством страны по ужесточению кредитно-денежной политики. Повышая ключевые ставки, банк Китая тем самым способствовал замедлению темпов роста экономики страны. Инвесторы опасались, что вторая по величине экономика в мире резко замедлит свой рост. Тем не менее, показатели производства и данные о розничных продажах говорят о том, что ожидаемого ухудшения не произошло. Однако последний показатель PMI, отражающий уровень деловой активности в обрабатывающем секторе, опустился ниже критической отметки в 50 пунктов.

В настоящее время сезон корпоративной отчетности во многом определяет движение котировок акций. На дату выхода нашего отчета отчитались о результатах второго квартала 55% компаний, входящих в индекс S&P 500. Их показатели значительно превосходили ожидания экспертов. Так, 70% американских компаний показали уровень чистой прибыли прогнозов инвесторов. Соответственно, продолжающийся сезон корпоративной отчетности компаний США оказывает поддержку рынкам акций. В то же время финансовые отчеты европейских компаний за второй квартал разочаровывают инвесторов, – показатели оказываются ниже прогнозов аналитиков.

Среди факторов, определяющих направление рынка в краткосрочной перспективе, мы хотим отметить фактор сезонности. Наихудшими месяцами для рынка акций являются май и июнь. В августе мировые рынки обычно демонстрируют позитивную динамику.

Такой фактор как оценка компаний может поддержать рост котировок акций. На данный момент оценка рынком активов и финансовых показателей компаний находится на достаточно низком уровне.

Баланс факторов, оказывающих влияние на рынок, остается смешанным. Краткосрочные риски снижаются, при этом возрастают опасения инвесторов по поводу замедления темпов роста глобальной экономики. Помимо проблемы лимита американского госдолга сохраняется неопределенность относительно того, удастся ли европейским лидерам остановить распространение долгового кризиса на рынках Европы.

Мы рекомендуем поддерживать инвесторам нейтральное соотношение между позициями акций и облигаций.

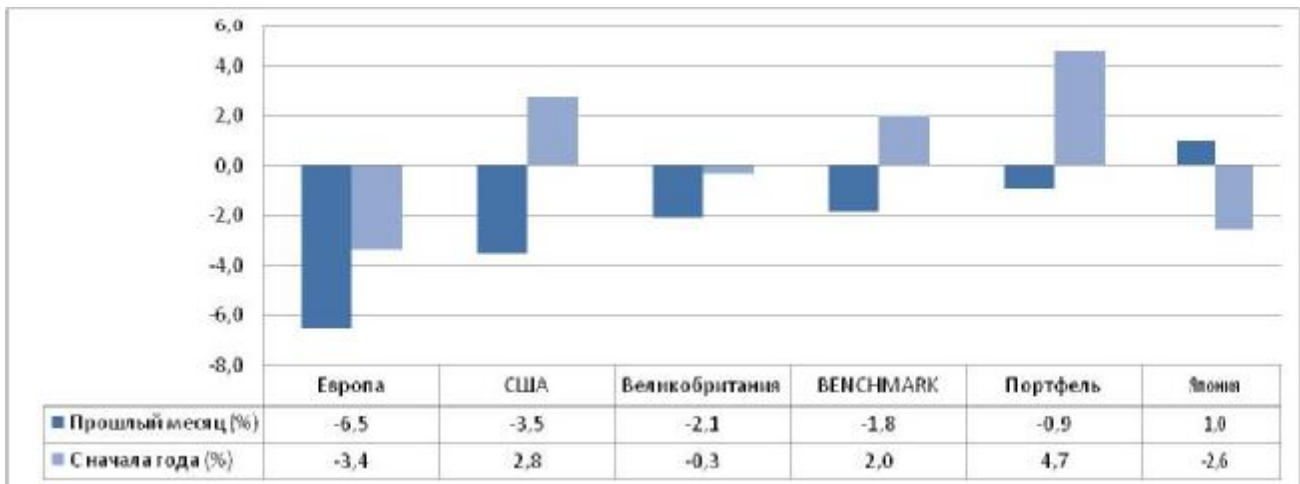
## Рынки акций

На август мы оставили нейтральное соотношение между акциями развитых и развивающихся рынков в нашем глобальном портфеле.

### Развитые рынки

В прошлом месяце мы незначительно увеличили долю акций Японии и снизили долю ценных бумаг Великобритании. В целом наши рекомендации оказались верными. Рынок акций Японии показал наилучшую динамику среди развитых по итогам прошедшего месяца. Индекс **Nikkei** вырос на 1% за июль. В то же время индекс Великобритании показал отрицательную динамику.

По итогам месяца доходность нашего портфеля превзошла показатель индекса.



По нашему мнению, акции японских компаний обладают потенциалом роста. Во-первых, экономика восстанавливается темпами более значительными, нежели ожидали эксперты. Данные за июнь по промышленности внушают оптимизм. Центральный банк Японии предоставляет производителям поддержку, выделяя кредиты на льготных условиях. При этом последние данные указывают на рост оптимизма участников рынка. Кроме того, немаловажным фактором является то, что на данный момент оценка активов японских компаний находится на исторически низких уровнях.

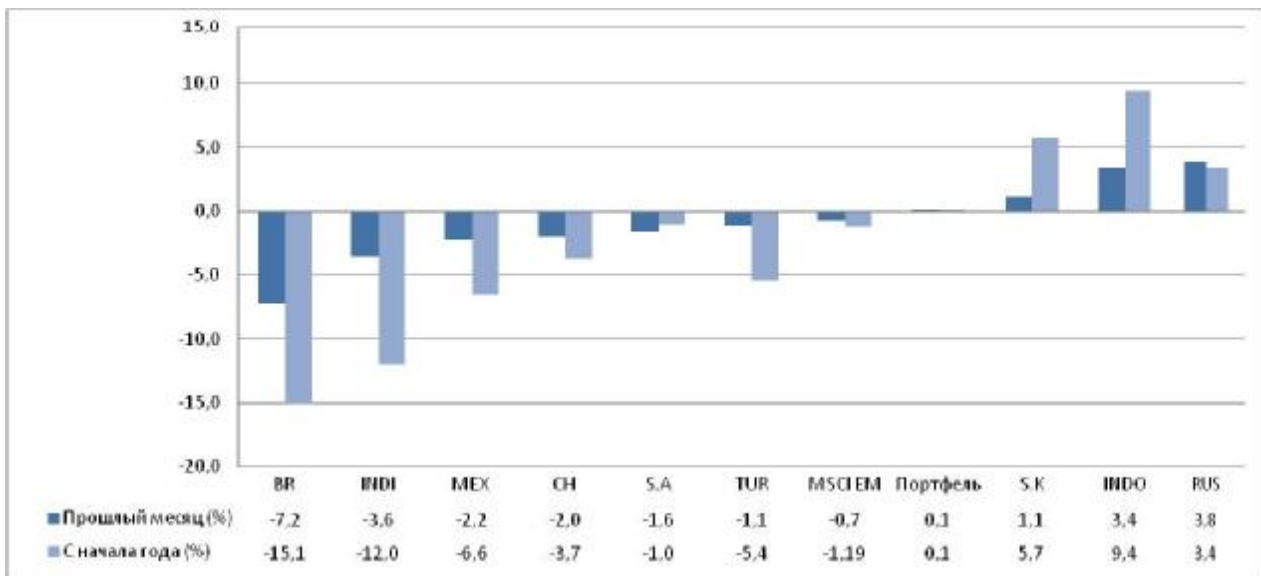
На предстоящий месяц мы снизили долю акций Европы в нашем модельном портфеле относительно индекса. Именно страны данного региона демонстрируют худшую динамику макроданных. Одновременно с этим, — по итогам второго квартала — европейские компании демонстрируют крайне слабые финансовые результаты. Так, чистая прибыль 55% компаний, отчитавшихся к настоящему моменту, оказалась ниже прогнозов аналитиков. Кроме того, одним из факторов, оказывающих негативное влияние на рынки акций, являются меры по ужесточению кредитно-денежной политики, предпринимаемые Европейским центральным банком.

Уже в июне ключевая ставка была увеличена на **0,25%**. При этом следующее повышение планируется в сентябре. Кроме того, остается неопределенность, насколько эффективны и долгосрочны будут меры предоставления Греции финансовой помощи.

Развивающиеся рынки.

В прошлом месяце мы сделали ставку на акции Китая, снизив при этом долю в нашем модельном портфеле, приходящуюся на Бразилию и Индию.

По итогам прошлого месяца наш модельный портфель также показал лучшую динамику по сравнению с индексом



На предстоящий месяц мы увеличиваем долю инвестиций, приходящуюся на рынок акций Индонезии. При этом мы снижаем долю акций Индии и Южной Кореи.

Рынок Индонезии кажется нам наиболее привлекательным среди стран азиатского региона. Инфляция, – в отличие от большинства развивающихся стран, – находится здесь в пределах целевых уровней, установленных центральным банком. Кроме того, экономика страны сравнительно независима от глобальных рынков, в частности, по причине высокого уровня внутреннего спроса.

На предстоящий месяц мы снизили долю инвестиций, приходящихся на рынок Южной Африки, и увеличили долю России.

Рынок Южной Африки мы считаем менее перспективным среди экономик регионов Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки. Безработица страны находится на крайне высоком уровне (**25%**). Последние данные свидетельствуют о значительном росте цен с тенденцией к дальнейшему повышению.

## Валюты

Мы существенно не меняли свой взгляд на тенденции валютных рынков. По нашему прогнозу соотношение **RUR/USD** к концу года будет находиться на уровне **28,5**. Мы считаем, что рубль может незначительно ослабнуть до конца года, но начнет восстанавливать свои позиции в начале следующего года за счет незначительно роста цен на нефть.

Несмотря на разрешение греческой проблемы и повышение ключевой ставки в Европе, мы не ожидаем укрепления европейской валюты из-за слабых макроэкономических данных.

С начала года лучшую динамику продемонстрировал швейцарский франк. Мы рекомендуем инвесторам сокращать часть позиций в евро в пользу швейцарского франка в целях диверсификации.

ВАЛЮТЫ	текущее значение	3Q2011		4Q2011		1Q2012		Изменение, %					
		01-авг	01-июл	01-авг	01-июл	01-авг	01-июл	MTD	YTD	2010			
EUR/USD	1,4286	→	1,43	1,43	→	1,42	1,42	↓	1,42	1,42	-1,49%	6,74%	-6,54%
USD/JPY	77,64	↑	81	83	↑	84	84	↑	85	85	-3,62%	-4,29%	-12,80%
GBP/USD	1,6285	→	1,6	1,6	→	1,61	1,61	→	1,62	1,62	1,45%	4,31%	-3,45%
USD/CHF	0,8015	↑	0,85	0,86	↑	0,88	0,88	↑	0,9	0,9	-4,63%	-14,30%	-9,66%
USD/RUB	27,7269	→	27,85	28,25	→	28	28,5	→	28	28	-0,51%	-9,20%	1,67%

## Золото

Мы считаем, что золото сохранит сильные позиции в течении ближайших месяцев, однако к концу года котировки могут несколько снизиться.

Поскольку мы полагаем, что ФРС начнет повышать ставки в США в начале следующего года, поэтому прогнозируем на первый квартал **2012** года незначительное снижение цен на золото. С другой стороны, мы не ожидаем значительного снижения котировок, поскольку при существующих рисках золото будет восприниматься как «защитный» актив.

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ	текущее значение	3Q2011		4Q2011		1Q2012		Изменение, %					
		01-авг	01-июл	01-авг	01-июл	01-авг	01-июл	1 мес	YTD	2010			
нефть	96,96	→	95	93	→	97	95	→	100	100	1,61%	6,11%	15,15%
золото	1614,35	→	1600	1560	↓	1530	1450	↓	1450	1400	7,60%	13,62%	29,52%
пром металлы	485,1	→	480	460	↑	500	500	↑	520	520	4,07%	3,18%	19,99%
с/х сырье	482,66	→	470	470	→	500	500	↑	550	550	5,05%	-5,47%	44,47%