

WEALTH MANAGEMENT



Maximus Capital S.A.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь , 2012

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

2011 год был годом, который большинство инвесторов предпочтет забыть. Несмотря на то, что американский фондовый рынок закрылся практически без изменений по итогам года, все остальные основные фондовые рынки продемонстрировали отрицательную динамику. Все это происходило на фоне крайне высокой волатильности (так, например, основной американский индекс S&P 500 продемонстрировал изменение значений на уровне в 300 пунктов в течение года – 9% ралли сопровождалось 22% падением, а затем последовало еще одно 20% ралли). Ряд событий способствовал такой динамике: цунами и последовавшие за этим проблемы на атомной электростанции в Японии, революции в Египте и Ливии, а также понижение кредитного рейтинга Соединенным Штатам. Инвесторов, ожидающих передышку после такого года, в 2012 году, скорее всего, постигнет разочарование, т.к. все основные макро и геополитические проблемы никуда не исчезли.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

Перспективы мировой экономики на 2012 год достаточно ясны, однако, к сожалению, выглядят не очень радужно: начало рецессии в еврозоне, вялый рост в США с серьезными рисками дальнейшего замедления вследствие кризиса еврозоны, а также замедление как в экономике Китая, так и в других развивающихся странах (рост в азиатских странах тесно связан с ростом Китая), в свою очередь, страны Латинской Америки и Россия могут пострадать из-за потенциального падения цен на сырье, т.к. основным источником роста спроса на сырье в последние годы был именно Китай и в меньшей степени другие развивающиеся страны. Центральная и Восточная Европа тесно связаны с кризисом в периферийной еврозоне, в свою очередь, геополитические риски Ближнего Востока оказывают давление на всю мировую экономику посредством сохраняющихся высоких цен на нефть. Среди других основных стран с развитой экономикой Великобритания переживает W-образный экономический спад, по мере того как бюджетная консолидация на начальном этапе и воздействие кризиса еврозоны подрывают экономический рост. В Японии восстановление после землетрясения также выдыхается.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

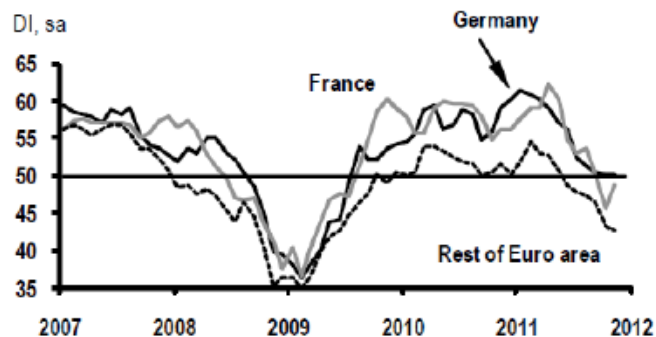
### Еврозона:

На данный момент рецессия в еврозоне не вызывает сомнений. Хотя ее глубину и продолжительность нельзя предсказать, продолжение кредитного кризиса, проблемы суверенного долга, отсутствие конкурентоспособности и жесткая консолидация бюджетов ряда стран предполагают серьезный спад. Агентство Standard&Poor's объявило 5 декабря, что Германия и Франция могут потерять рейтинг AAA на фоне общего кризиса еврозоны.

С очень высокой вероятностью можно будет ожидать снижения учетной ставки Европейским Центральным Банком на фоне удручающих данных о состоянии в промышленном секторе ЕС.

**Figure 17: Euro-Area PMIs Point to Recession . . .**

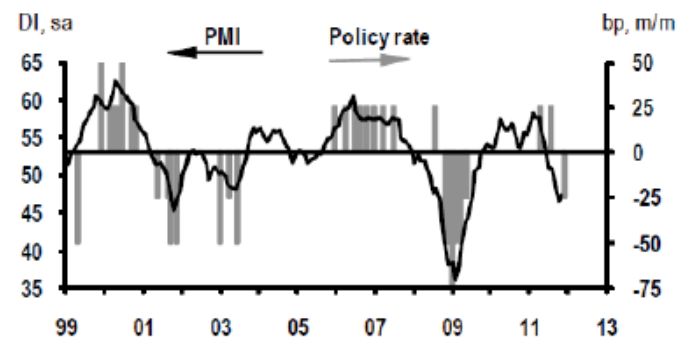
From "Global Data Watch" dated 11/25/11



Source: J.P. Morgan.

**Figure 18: . . . And Likely Further Cuts by ECB**

From "Global Data Watch" dated 11/25/11



Source: J.P. Morgan.

ВВП Еврозоны составляет 12.1 триллиона долларов, что не намного меньше размеров экономики США (14.5 трлн.), и так как Европа представляет собой более открытую экономику, на нее приходится большая доля международной торговли.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

### США:

США, растущие самыми медленными темпами начиная с 2010 года, сталкиваются со значительными рисками дальнейшего замедления, а, возможно, и рецессии вследствие кризиса еврозоны. Они также должны бороться с существенным финансовым тормозом – продолжающимся сокращением доли заемных средств в секторе домашних хозяйств наряду со слабым созданием рабочих мест, застойным уровнем доходов и устойчивым понижением цен на недвижимость и финансовые активы, а также растущим неравенством и политическим тупиком. Несмотря на то, что последние данные показывают более хорошее состояние экономики (все признаки указывают на то, что ВВП в 4 квартале покажет рост на уровне 3%), важно не акцентироваться на краткосрочной перспективе. Фискальные стимулы заканчиваются в конце 2011 года, а цены на недвижимость по-прежнему будут под давлением из-за огромных избыточных теневых запасов находящихся на балансах банков. Также существует ряд дополнительных рисков. Первый риск связан с кризисом в еврозоне. Около 20% американского экспорта приходится на Европу, и европейская рецессия однозначно повлияет на США. Второй риск связан с дальнейшим фискальным ужесточением – рецессия 2008 года вызвала беспрецедентную реакцию со стороны властей, и в результате дефицит бюджета подскочил до отметки в 10% от ВВП. Политическая толерантность к таким уровням дефицита в последнее время начинает уменьшаться, и ряд фискальных стимулирующих мер в 2012 году рассеется, что потенциально может отнять 2% от темпов роста американской экономики.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

### Китай:

В Китае в 2012 году можно ожидать темпы роста на уровне 7.5%-8%. Для Китая это достаточно анемичные темпы роста на фоне двузначных темпов роста в последние годы. Мы более пессимистично смотрим на темпы роста Китая в 2012 году, нежели Всемирный Банк и МВФ, которые прогнозируют 8.5%-9% - прогнозы, которые не учитывают резкое охлаждение рынка недвижимости в Китае. Хотя слабеющий спрос на недвижимость еще не до конца отразился в ценах в ряде регионов, объем сделок резко снизился, что является хорошим опережающим индикатором цен на жилье. Между тем, недостатки модели экономического роста Китая становятся очевидными. Падение цен на недвижимость вызывает цепную реакцию, которая окажет негативное влияние на застройщиков, инвестиции и правительственные доходы. Строительный бум начинает замедляться, так же как чистый экспорт стал тормозить экономический рост вследствие ослабления спроса США и, особенно, еврозоны. В свою очередь, в попытке охладить рынок недвижимости путем обуздания быстро растущих цен, китайским лидерам будет трудно возобновить рост.

# Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

## Взгляд на рынки

Мы ожидаем, что волатильность и неуверенность сохранится на рынках и в 2012 году. Американский фондовый рынок, скорее всего, снова станет лучшим. Американские фондовые индексы показывают лучшую доходность, чем рынки БРИК в течение последних четырех лет. Удивительно, но, похоже, что большинство инвесторов не осознает этот факт. График 1 демонстрирует доходность S&P 500 и MSCI BRIC – американский рынок не только продемонстрировал защитное поведение относительно рынков развивающихся стран в течение медвежьего рынка 2008 года (куда девалась история «разпараллеливания» (decoupling) развивающихся стран от развитых, которой активно потчевали своих клиентов инвестиционные банки в 2007 и в начале 2008 года?), но и сохранил тенденцию показывать лучшую доходность в течение бычьего рынка 2009-2011 года.

# Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

График 1: S&P 500 vs. MSCI BRIC



Источник: Bloomberg

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

В настоящий момент США также имеют самый крепкий корпоративный сектор в мире, и американские корпорации показывают высокие нормы прибыли одновременно со снижением уровня задолженности. Графики 2 и 3 демонстрируют тенденции в американском и китайском корпоративных секторах (коэффициент отношения заемных средств к собственным средствам). В то время как американские корпорации снижают долг в течение всего последнего десятилетия, китайские корпорации, напротив, наращивают долг. Китайский коэффициент отношения заемных средств к собственным средствам на данный момент находится на уровне американского, однако динамика китайских прибылей намного слабее. Также, скорее всего китайские компании будут и дальше наращивать долговую нагрузку, принимая во внимание сильный рост китайской экономики.

# Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

График 2: US Debt/Equity



Источник: Bloomberg

# Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

График 3: China Debt/Equity



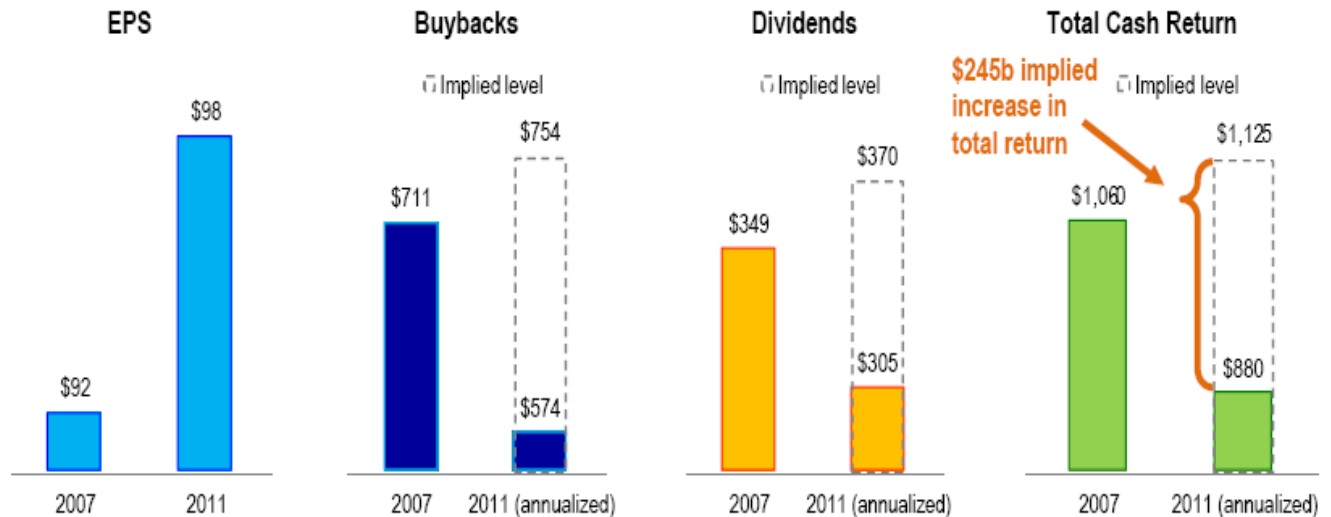
Источник: Bloomberg

# Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

Также, если мы сравним статистику возврата прибыли акционерам в 2011 и 2007 году, когда прибыли у компаний, входящих в состав индекса S&P 500, были примерно на тех же уровнях, что и в этом году, мы можем увидеть, что в 2007 году размер дивидендов составил 349 миллиардов долларов, и только 305 сейчас.

2007 vs. 2011(annualized), \$bn where applicable



Source: FactSet.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

Основным сценарием на 2012 год мы рассматриваем формирование американским S&P 500 торгового коридора 1350-1100 пунктов. Рынку будет трудно преодолеть отметку выше 1300 пунктов и там закрепиться до тех пор, пока не утихнет европейский долговой кризис и не рассеются рецессионные риски. То же самое можно сказать и о движении рынка ниже 1100-1075 пунктов: пока США удастся избежать рецессии, прибыли корпораций остаются на высоком уровне, а инвесторы остаются достаточно консервативно настроенными. Тем не менее, в целом имеется много понижательных рисков (кризис в Европе способен перекинуться на банковский сектор наподобие событий с Lehmann Brothers в 2008 году; начало рецессии в США; резкое замедление темпов роста в Китае; геополитические риски на Ближнем Востоке) и мало пространства для позитивных сюрпризов. В результате, рынок в 2012 году потенциально может протестировать отметку в 950-1000 пунктов.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

Более оптимистичный сценарий для фондовых рынков должен будет включать в себя комбинацию из следующих факторов:

- разрешение европейского кризиса
- пересмотр прогнозов по американской экономике в положительную сторону
- новые фискальные стимулы в США, новый раунд количественного смягчения ФРС, а также
- запуск печатного станка Европейским Центробанком, и
- избежание Китаем жесткой посадки.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

### Сырьевые товары:

Реальные активы имеют тенденцию генерировать хороший уровень дохода в периоды девальваций валют и роста инфляционных ожиданий. Однако в данный момент таких тенденций на североамериканском рынке не наблюдается. График 4 демонстрирует, что большинство инвесторов до сих пор не осознает, что сырьевые товары в целом достигли пика в 2008 году. Хотя отдельные категории сырья и демонстрировали хорошие темпы роста, но класс актива как таковой не оправдал ожиданий многих инвесторов. Данная динамика имеет смысл, т.к. сырьевые активы являются страховкой от инфляционных рисков, а повышенную инфляцию вызывает избыточный рост кредитной массы. Кредитный пузырь привел к наиболее высокой за последние 18 лет инфляции в США (5.6% в июле 2008 года). Однако после 2008 года происходит делевереджинг, в результате чего объемы кредитов падают, а вслед за ними и уровень инфляции.

# Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

График 4: The ThomsonReuters/Jefferies CRB Index



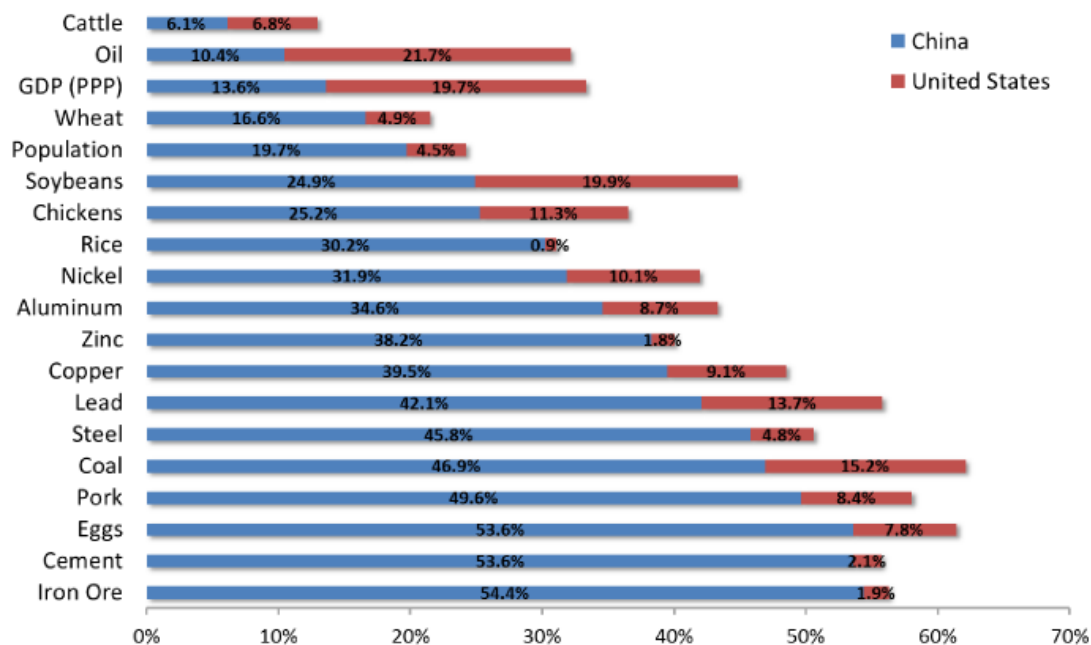
Источник: Bloomberg

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

Также, приведенная ниже таблица дает хорошее представление о том, что может произойти с общим спросом на сырьевые товары в случае замедления роста в Китае. К примеру, если посмотреть на железную руду, можно увидеть, что падение спроса со стороны Китая на 10% приведет к снижению общего мирового спроса на 5%.

**Таблица 1: Доля Китая в общем спросе на различные сырьевые товары:**



## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

### **Золото:**

В течение последних 11 лет подряд золото демонстрировало превосходную доходность - за последнее десятилетие средняя доходность составляла около 20%, по сравнению с 2.5% инфляцией в США. Сможет ли золото повторить подобный результат и в 2012 году? Мы позитивно смотрим на золото в долгосрочной перспективе, хотя следует отметить, что потенциальное падение EUR/USD способно будет притормозить рост цен на благородный металл.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

### Валютные рынки:

Замедление мировой экономики в 2012 году предполагает, что традиционные «тихие гавани» в лице доллара, японской йены и швейцарского франка будут чувствовать себя лучше, чем валюты развивающихся стран. Продолжающиеся проблемы в еврозоне, делеверидж американских потребителей, а также падение доходностей облигаций будут этому способствовать. Лучше всех из этой тройки, скорее всего, проявит себя доллар, особенно на фоне валютных интервенций швейцарского ЦБ. Также, в случае ухудшения экономической ситуации в США, произойдет традиционное бегство в качество инвестиционных капиталов, а единственной валютой, способной абсорбировать такие объемы, является американский доллар. Основным риском для доллара в 2012 году является новый раунд количественного смягчения (QE) в США. Однако во время второго QE падение доллара было меньшим, чем во время первого. Третий же раунд, скорее всего, окажет еще меньшее влияние на курс американской валюты. Тем более что печать денег в том или ином виде идет в большей части экономик мира.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

В то же время, несмотря на то, что некоторые инвесторы ищут безопасное убежище в скандинавских валютах (особенно в норвежской кроне), привлекаемые их устойчивым фискальным положением, можно отметить, что данные страны не защищены от глобального делевериджинга и следующего за ним замедления экономических темпов роста. Швеция в особенности зависит от мирового роста, принимая во внимание, что уровень экспорта составляет 50% от ВВП, в свою очередь, 40% экспорта приходится на страны Евросоюза.

# Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

## SEK Re-establishing Correlation to Equity Market



Source: Reuters EcoWin

Source: Reuters EcoWin

## SEK Trades in Line with the Global Export Cycle ...



Source: Reuters EcoWin

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

Ключевым риском, связанным с NOK, являются цены на нефть. В данный момент цена на «черное золото» устойчиво высока в связи с геополитической премией за риск, однако преобладающими рисками являются риски падения цены, т.к. глобальный спрос ослабевает, в частности развитые экономики с трудом переваривают даже нынешний уровень цен. Т.к. экономика Норвегии очень тесно завязана на сырьевой экспорт, падение цен на нефть приведет к серьезному замедлению темпов экономического роста, зарплат и потребления. При таком сценарии последует вынужденная реакция Банка Норвегии в виде снижения учетной ставки.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

### Выводы:

- Мы находимся в совершенно другой пост-рецессионной экономической ситуации, нежели мы привыкли видеть в предыдущие 10 спадов до глубочайшего кризиса 2007-2009 года. Те спады были не более чем краткими и непродолжительными спадами ВВП в контексте непрекращающейся кредитной экспансии. Можно не сомневаться, что после нескольких десятилетий роста кредитной массы, потребуются годы сокращения объемов кредитования для возврата к среднеисторическим значениям.
- Волатильность рынка является неотъемлемой частью цикла делевереджинга, который наступает вследствие лопанья пузырей на рынках. Из этого следует, что необходимо делать постоянный акцент на рыночно нейтральных стратегиях относительной стоимости, которые не коррелируют с другими финансовыми рынками, но при этом используют недооценку в различных секторах в периоды повышенной волатильности.
- Дефляция будет довлеть над инфляцией в виде основного тренда во время цикла сокращения заемных средств. Это означает необходимость выделения инвесторами защитных секторов со стабильными и предсказуемыми финансовыми показателями.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

- В данной экономической среде, наступившей после лопанья пузыря на рынках, политика процентных ставок по-прежнему будет оставаться околонулевой в течение ближайших лет.
- Сохранение низких процентных ставок означает, что реальные ставки будут иметь отрицательную доходность. Даже если Индекс Потребительских Цен войдет в дефляционную зону, мировые центральные банки будут продолжать цикл ослабления монетарной политики путем печатанья денег. В этом случае «вековой» бычий тренд на рынке золота останется в силе, соответственно, краткосрочные падения цен необходимо использовать для наращивания длинных позиций.
- Глобальный цикл сокращения доли заемных средств почти всегда вызывает повышенную геополитическую напряженность. В частности, именно поэтому цена на нефть имеет такой высокий уровень в данный момент. Протекционизм будет продолжать усиливаться в рамках тенденции разворота тренда мировой глобализации.

## Глобальный обзор и перспективы

Январь, 2012

- Инвесторы должны сфокусироваться на инструментах с надежной доходностью:
  - 1) Высококачественные корпоративные облигации (не циклические, с высокими резервами наличности, а также минимальной потребностью рефинансирования)
  - 2) Акции – ориентация на заслуживающем доверия росте дивидендов / доходности
  - 3) Альтернативный класс активов – отводить значительную часть инвестиционного портфеля стратегиям, которые не зависят от поведения и где волатильность может быть использована во благо.
  - 4) Драгоценные металлы – хеджирование против рефляционной политики ведущих государств мира, направленной на снижение дефляционных рисков, печатанья денег, девальвации валютных курсов и роста протекционизма.



12, rue Jean-Clavin

1204 Женева

Швейцария

Телефон +41 22 311 05 46, + 371 67783600

Факс + 371 67783602

[swiss@maxcapman.com](mailto:swiss@maxcapman.com)

[www.maxcapman.com](http://www.maxcapman.com)

#### ПРАВОВАЯ ОГОВОРКА

Материалы, содержащиеся в данной презентации, предназначены исключительно для ознакомительных целей. Все утверждения и мнения, касающиеся будущих событий, являются исключительно мнениями Maximus Capital, построенными на основе информации, доступной компании на данный момент. Все утверждения и информация, предоставленная третьим лицам, является конфиденциальной и не должна восприниматься как утверждения от лица Maximus Capital.