



Pasaules ekonomikai neiet viegli. Privātais gala patēriņš nav attaisnojis daudz klusās cerības – tas nav bijis spējīgs pārņemt izaugsmes grožus. Industriālajā sektorā atveseļošanās cikla labākās dienas, visticamāk, jau ir garām. Tajā pat laikā uz doto brīdi pieejamo globālo indikāciju kopums ir tālu no tāda, kas signalizētu par jaunu neizbēgamu recesiju. Nedrīkst par zemu novērtēt Federālo Rezervju Sistēmas spējas – rodoties vajadzībai, ar jaunām likviditātes injekcijām apārstēt akūtas problēmas ASV ekonomikā, paralēli „uzpumpējot” aktīvu cenas.

Ir parādījusies svaiga tēma – „valūtu kari”. Neatkarīgi no tā, vai tādi tiešām notiek, vai arī šis termins vienkārši ir iepatiesies publikai tā skanīguma dēļ, dolārs šobrīd viennozīmīgi ir kļuvis par nemīļētāko starp nozīmīgākajām valūtām. Tikai pirms pusgada šajā statusā bija eiro. Kura valūta pēc pusgada ieņems šo „godpilno” pozīciju – var tikai minēt. Šādos apstākļos iesakām izvairīties no atvērtām valūtas pozīcijām lielajās valūtās.

Rekomendējamās portfeļu alokācijas nākamajiem 6-12 mēnešiem

Paaugstināta riska fiksēta ienesīguma instrumenti – neitrāla

Šai aktīvu klasei saglabājam iepriekšējo – „neitrālo” alokāciju. Sniegums ir labs, cenas kāpj, taču šajā procesā atsevišķi segmenti kļūst arvien pārvērtētāki. Pēdējo mēnešu laikā augusi attīstīto valstu augsta ienesīguma (high yield) vērtspārīru salīdzinošā pievilcība.

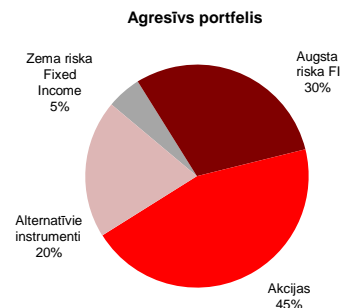
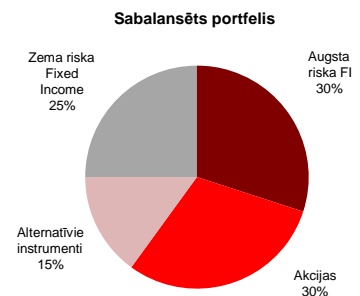
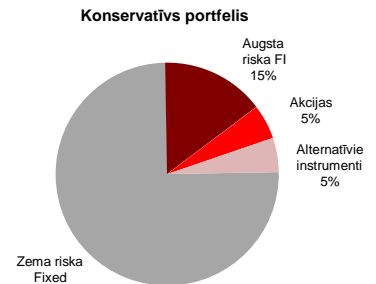
Akcijas – paaugstināta

Akciju tirgi joprojām piedāvā salīdzinoši labu riska un potenciālā ienesīguma attiecību, ņemot vērā kompāniju pelnītspēju, zemās procentu likmes un papildus likviditātes solījumus. Paralēli perifērajai Āzijai, no atsevišķiem tirgiem šoreiz izcelsim Krieviju – pateicoties tās relatīvajam lētumam.

Alternatīvie instrumenti / aktīvi – paaugstināta

Zelts ar uzviju ir attaisnojis uz to liktā cerības. Cenu mērķi sasniegti, der apsvērt taktisku peļņas fiksāciju. Taču stratēģiski visi „taustāmiem aktīviem” labvēlīgie apstākļi ir joprojām ir ar mums. Uzlabojam rekomendāciju uz „paaugstināta”, galvenokārt ar lielāku ekspozīciju visā izejvielu kompleksā.

Zema riska fiksēta ienesīguma instrumentu daļu portfeļos, kā parasti, iesakām veidot no banku depozītiem, salīdzinoši kvalitatīvām un drošām obligācijām (piemēram, investīciju reitinga korporatīvajiem papīriem). Ieteicams izvairīties no pārmērīgi gariem dzēšanas termiņiem.



Tirgus apskati

Zigurds Vaikulis

Zigurds.Vaikulis@citadele.lv
Ekonomika, likmes, FOREX, izejvielas

Andris Kotāns

Andris.Kotans@citadele.lv
Riska obligācijas

Kristiāna Ķiete

Kristiana.Kiete@citadele.lv
Kaspijas akcijas, metāli

Jānis Praņēvičs

Janis.Pranevics@citadele.lv
Rietumvalstu akcijas

Vitalij Šostak

Vitalij.Sostak@citadele.lv
Krievijas akcijas

Jānis Stukuls

Janis.Stukuls@citadele.lv
Baltijas akcijas

Klientu portfeļu pārvaldīšana

Edgars Makarovs

Edgars.Makarovs@citadele.lv

Voldemārs Strupka

Voldemars.Strupka@citadele.lv

Harijs Beķeris

Harijs.Beķeris@citadele.lv

Klientu apkalpošana

Sergejs Zaicevs

Sergejs.Zaicevs@citadele.lv

Oļegs Karpovs

Olegs.Karpovs@citadele.lv

Rolands Klincis

Rolands.Klincis@citadele.lv

Ineta Done

Ineta.Done@citadele.lv

Aleksandrs Ručkovskis

Aleksandrs.Ruckovskis@citadele.lv

Inguss Andersons

Inguss.Andersons@citadele.lv

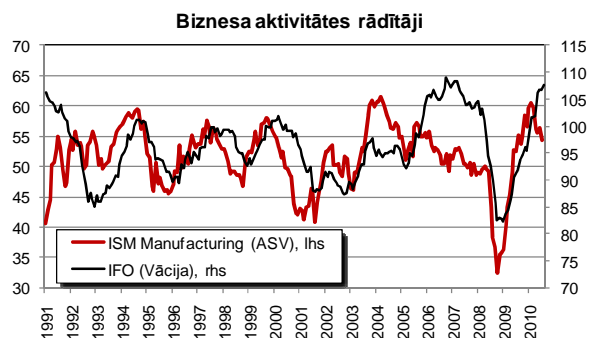
Globālā ekonomika

Sāksim ar nelielu atkāpi nesenā pagātnē! Jau pirms gada - 2009. gada otrajā pusē, kad ASV ekonomikā oficiāli beidzās recesija un Amerikas un pasaules ekonomika kopumā sāka dinamiski atveseļoties, vairums ekonomistu bija vienojušies divos punktos. Pirmkārt, IKP rādītāju straujie uzlabojumi notiek, pateicoties fiskālām un monetārām stimulācijām no valsts puses un saistībā ar krājumu atjaunošanos korporatīvajā sektorā. Otrkārt, 2008.-2009. gada masīvo stimulāciju, kā arī krājumu atjaunošanas efekta ietekme ar laiku mazināsies, kā rezultātā ekonomikas izaugsme sabremzēsies un tas, visticamāk, notiks... 2010. gada otrajā pusē. (To visu mēs ne reizi vien aprakstījām iepriekšējās Investīciju Stratēģijās.) Tāpēc šķiet nedaudz dīvaini, ka daudzi eksperti un investori izskatās bezgala pārsteigti par pašreizējo ekonomikas pagurumu - kā par pārkonu no skaidrām debesīm. Kur viņi ir bijuši visu šo laiku?!

Kad tas ir pateikts, atzīmēsim, ka ekonomikas tendences šī gada otrajā pusē patiešām ir kļuvušas mazāk spožas. Galvenā pasaules ekonomikas atveseļošanās tiešā dzinējspēka - industriālā sektora - izaugsme kļūst lēnāka. Pasūtījumu un ražošanas apjomu dinamika pēdējo mēnešu laikā pat rada bažas par stagnācijas draudiem. ASV nekustamā īpašuma tirgū visi galvenie rādītāji - cenas, darījumu apjomi, būvniecības aktivitāte - straujā tempā atkrituši uz jauniem krīzes zemākajiem līmeņiem. Tas spilgti demonstrē šī tirgus atkarību no maksliģiem stimuliem. Darba tirgū turpinās stabilizācija un tikai. ASV darba vietu skaits šogad aug par vidēji 100 tūkstošiem mēnesī - ar to tik vien kā pietiek, lai absorbētu augošo darbaspējīgo amerikāņu skaitu (jā, ASV šis skaits aug). Bezdarba līmeņa (9.6% septembrī) samazināšanai ar to ir par maz. Eirozonā bezdarba līmenis jau gadu turas gandrīz nemainīgs ap 10%.

Taču ir arī labas ziņas! Saskaņā ar Federālo Rezervju Sistēmas (FRS) aptauju, ASV banku kredītu menedžeri

turpina atvieglot kredītu izsniegšanas nosacījumus, tostarp, samazina kredītu riska prēmijas (uzcenojumus). Privātā sektora kredītu masas dinamika ir pozitīva - Amerikā aizņēmumu atmaksas (deleveraging) temps kļūst lēnāks, savukārt Eirozonā gan kompānijām, gan mājsaimniecībām izsniegto kredītu masa aug. Biznesa noskaņojuma rādītāji turas salīdzinoši augsti, vai pat turpinājuši augt - piemēram, Vācijā.



Kopējais secinājums varētu būt sekojošs. Pasaules ekonomikai neiet viegli - privātais gala patēriņš nav attaisnojis daudzu klusās cerības - pagaidām tas nav bijis spējīgs pārņemt izaugsmes grožus savās rokās. Industriālajā sektorā labākās dienas arī jau ir garām. Mēs atstājam spēkā prognozi, ka indekss ISM Manufacturing (tiek uzskatīts par vissvarīgāko augstas frekvences rādītāju ASV, ja ne visas pasaules mērogā) tuvāko mēnešu laikā var atkrist atpakaļ uz 50 punktu līmeni, iespējams, pat zem tā. Taču uz doto brīdi pieejamo indikāciju kopums ir tālu no tā, lai signalizētu, ka pasaule atrodas jaunas neizbēgamas recesijas priekšā. Turklāt, nedrīkst par zemu novērtēt FRS spējas - rodoties vajadzībai, ar svaigi sadrukātiem dolāriem „aizbāzt” akūtas problēmas ASV ekonomikā.

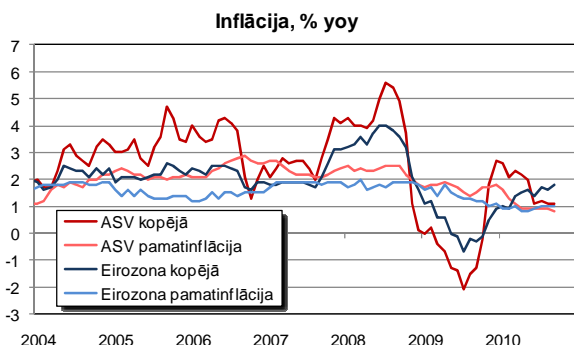
Inflācija

Citadele Asset Management (CAM) ceturkšņa investīciju komitejās mēs cenšamies apzināt visus faktoros, kas varētu pozitīvi, vai arī negatīvi ietekmēt to vai citu makro rādītāju vai aktīvu klasi, lai galu galā nonāktu pie izsvērtā kolektīva viedokļa. Attiecībā uz inflāciju, tiem faktoriem, kas runā par labu augstākai inflācijai, parasti ir bijusi izteikti teorētiska un grūti kvantificējama daba. No sērijas: fiskālie un monetārie stimuli rada augsni inflācijas lēcieniem, ja patēriņš pēkšņi atdzīvojas, uzblīgušās valsts parāda masas problēmu valdības risinās caur augstu inflāciju utt. uttp. Vieni vienīgi „ja” un sazvērestības teorijas. Savukārt, puslīdz „taustāmie” faktori nemainīgi signalizē, ka augsta inflācija nav pārskatāmas nākotnes problēma. Rietumvalstīs eksistē lielas brīvās jaudas gan darba tirgū (zems algu spiediens), gan ražošanā (vājš investīciju pieprasījums), gan nekustamā īpašuma tirgū (zemas īres maksas), turklāt energoresursu cenas jau gadu stāv uz vietas. Un pēdējie faktori līdz šim izrādījušies noteicošie.

Iepriekšējā CAM Investīciju Stratēģijā rakstījām, ka kopējais klimats ASV bija un joprojām ir deflācijas. Pašlaik tas ir kļuvis par dominējošo viedokli tirgū. Tiek uzskatīts, ka tā saucamās „deflācijas spirāles” risks ir lielāks nekā pārāk augstas inflācijas risks. Pēdējos šaubīgos pārliecināja FRS komentārs pēc septembra beigās notikušās sēdes, kurā Amerikas centrālā banka tiešā tekstā pateica, ka inflācija ir zem viņuprāt pieņemamiem līmeņiem. Pamatinflācija (neskaitot pārtikas un enerģijas cenas) Amerikā jau pusgadu ir zem 1%, turklāt turpina lēnām pazemināties, septembrī noslīdot līdz jaunam 50 gadu antirekordam: 0.8%. Tātad tekošie cipari jau sen nesakrīt ar FRS inflācijas mērķiem (par kādu tiek uzskatīts 2% līmenis), turklāt, acīmredzot, FRS redz iemeslu baidīties par lejupejošās tendences turpināšanos.

Nedaudz par cipariem. Kopējā inflācija ASV pašlaik ir tuva pamatinflācijai (1.1% septembrī) un nekur tālu neaizskries, neskatoties uz pašlaik notiekošo pārtikas resursu cenu lēcieni (+40% kopš gada vidus, tuvu

2008. gada rekordiem). Kā liecina mūsu vienkāršais, bet efektīvais ASV inflācijas prognozēšanas modelis, pat ja pārtikas cenas turpina mēreni kāpt, inflācijas līmenis pārskatāmā nākotnē turēsies tepat 1-2% apgalbā.



Eirozonā pamatinflācija pašlaik ir 1%, savukārt kopējā inflācija septembrī bija 1.8% - tātad netālu no Eiropas Centrālās Bankas mērķa (2%). Līdzīga modeļa pielietošana Eirozonas gadījumā rāda, ka tuvāko mēnešu laikā kopējā inflācija turēsies ap ECB mērķa līmeni – tas ir, tā būs salīdzinoši „normāla” (augsta) pret ASV inflāciju. Galvenais atšķirību iemesls ir EUR/USD dinamika, kas līdz nesenam laikam strādāja kā inflāciju paaugstinošs faktors (EUR/USD kurss pat pēc nesena kāpuma atrodas 5-10% zem pērnā gada līmeņiem).

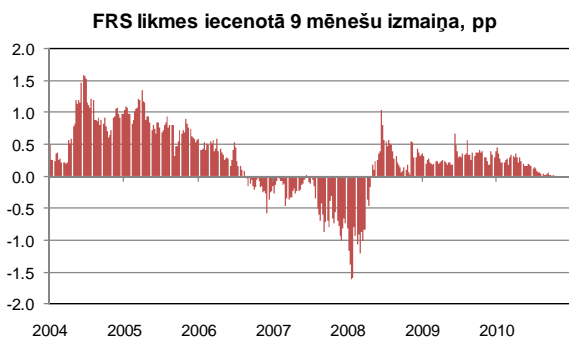
Globālā mērogā īpašas uzmanības cienīga ir, protams, Ķīna. Inflācijas līmenis Ķīnā paaugstinās, kā parasti,

galvenokārt uz pārtikas rēķina. Paralēli Ķīnā atkal apgriezienus uzņem darba samaksas pieaugums. Saskaņā ar pieejamo oficiālo statistiku par algām Ķīnas pilsētās, 2010. gada 2. ceturksnī atalgojums pilsētās pieauga par 14% gada izteiksmē, un eksperti spriež, ka temps paātrināsies. (Informācijai - šīs statistikas aptvertie 130 miljoni strādājošo pašlaik saņem vidēji 400 USD mēnesī.) Augstākas algas Ķīnā teorētiski nozīmē augstākas Ķīnas ražojumu cenas pasaulē. Vēl viens risks augstākas globālas inflācijas virzienā ir saistīts ar Ķīnas (un citu attīstības valstu) valūtas tālāku un, iespējams, ātrāku nostiprināšanos galvenokārt pret USD (un citām rietumu valūtām). Taču kompensējošu lomu spēlē ķīniešu (u.c. lēta darbaspēka valstu) preču un pakalpojumu globālā noieta pieaugums (aizstāj dārgākos rietumu vietējos ražojumus). Šo efektu grūti novērtēt ciparos, tomēr, spriežot pēc Ķīnas u.c. Āzijas attīstības valstu labajiem izaugsmes rādītājiem, šis process turpinās pilnā sparā. Visticamāk, globālā mērogā Ķīna joprojām ir neto deflācijas eksportētāja – pat par spīti iekšējiem cenu procesiem.

Rezumējot – pasaulē augsta inflācija pie apvēršņa uz šo brīdi nav redzama. Tomēr visi sākumā minētie teorētiskie inflācijas sprādziena riski nekur nav pazuduši. Patiesībā tie pat ieguvuši svaigu elpu, saistībā ar amerikāņu FRS pausto apņemšanos pielietot tās rīcībā esošās monetārās sviras inflācijas palielināšanai. Tātad - uzmanīgi jāseko, vai un kad FRS aktivitāšu rezultāts izpaudīsies „taustāmos” inflācijas ciparos.

Monetārā politika, īstermiņa likmes

Pirms pusgada – aprīļa Investīciju Stratēģijā izteicām pārdrošu minējumu, „ka FRS nāksies atsākt bilances audzēšanu un vērtspapīru uzpirkšanas programmas, lai novērstu ekonomikas atkrišanu atpakaļ recesijā”. Šobrīd par to nešaubās vairs neviens – jautājums ir tikai par to, kādos apjomos un pēc kādas shēmas tas notiks.



Augusta mītiņā FRS nolēma pielikt treknu punktu spriedelējumiem par „izejas stratēģijām”, paziņojot, ka plāni ir mainījušies un „ekonomikas atlabšanas atbalstam cenu stabilitātes kontekstā FRS nesamazinās vērtspapīru apjomu bilancē un hipotekāro obligāciju dzēšanas rezultātā iegūto naudu ieguldīs ilgāka termiņa ASV valdības papīros”. Savukārt septembra sēdē FRS nolēma iet vēl tālāk un pavēstīja, ka (citāts)

„nepieciešamības gadījumā ir gatava sniegt papildus stimulus, lai atbalstītu ekonomikas atlabšanu un atgrieztu inflāciju pieņemamos līmeņos”. Ar to pašu no tirgus tika aizmēztas pēdējās paliekas no prognozēm, ka kaut kad pārskatāmā nākotnē USD bāzes procentu likmes varētu paaugstināties.

Šobrīd visi ar nepacietību gaida nākamo sēdi novembra sākumā, jo cer, ka tajā FRS atklās konkrētākas detaļas par kvantitatīvās veicināšanas jauno kampaņu jeb „QE 2.0”. Saskaņā ar šobrīd centrālo versiju, FRS varētu izlemt par papildus valdības obligāciju iegādi 500 miljardu USD apjomā. Mazākus apjomus reti kāds prognozē, tajā pat laikā ļoti plaši ir izplatītas agresīvākas versijas. Piemēram, ka FRS var izlemt izmantot šīs krīzes laikā populāro „šokē un apstulbinī” stratēģiju, nosaucot ciparu ar 12 nullēm (triljonu USD). Vai arī, ka FRS nospraudīs atklātu mērķi kādam makro indikatoram (inflācijai vai IKP izaugsmes tempam), vai arī ilgāka termiņa obligāciju ienesīgumam. Teiksim, kamēr pamatinflācija ASV nebūs 2% vai nominālais IKP neaugs par 5% gadā, FRS katru mēnesi palielinās bilanci par 100 miljardiem USD. Vai arī pirks ASV valdības obligācijas jebkādā daudzumā, lai nelaistu 10 gadu papīru ienesīgumu virs, piemēram, 2.5%.

Atļausimies apgalvot, ka pēdējo divu mēnešu straujās cenu izmaiņas visos tirgos, sākot ar zelta, akciju, visu iespējamo obligāciju, naftas u.c. kāpumiem un beidzot

ar dolāra straujo kritumu, ir saistītas ar izmaiņām FRS monetārajā stratēģijā. Viss šobrīd griežas ap QE2.0, tāpēc 3. novembra sēdes iznākumam ir milzīga nozīme.

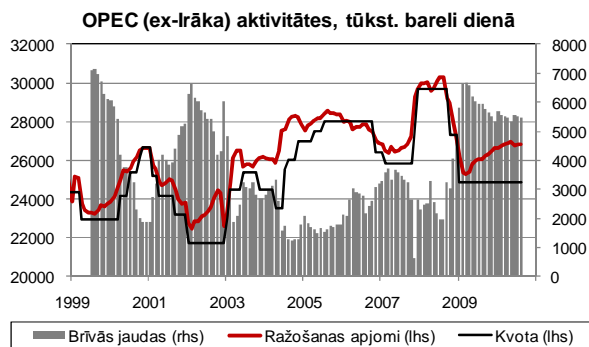
Pāris vārdus par Eirozonas īsajām likmēm. Atšķirībā no amerikāņu kolēģiem, Eiropas Centrālā Banka par papildus veicināšanas pasākumiem nedomā. Vēl vairāk – ECB lēnām turpina sašaurināt savu bilanci uz banku aizdevumu rēķina. Tādējādi liekās likviditātes spilvens banku sistēmā samazinās, bet īstermiņa starpbanku

likmes (atbilstoši mūsu prognozēm) turpina „normalizēties” – ceļas, atgriežoties pie / virs ECB bāzes likmes (kas joprojām ir 1%). Mūsuprāt, šobrīd šis process varētu būt tuvu noslēgumam, un būtiski īstermiņa likmju palielinājumi vairs nav gaidāmi, kamēr ECB nesāks reāli celt bāzes likmi. Lūk, kaut ko tādu joprojām ir grūti iedomāties, neskatoties uz ECB šķietamo apmierinātību ar ekonomiskajiem procesiem reģionā.

Nafta

Naftas pieprasījums no attīstīto valstu (OECD) puses 2008.-2009. gadā būtiski pazeminājās, savukārt šogad un nākamgad netiek gaidīts nekas cits kā tikai pieprasījuma stabilizācija. Tajā pat laikā pieprasījums no tā saucamajām ne-OECD valstīm turpinājis palielināties par spīti visām globālajām krīzēm. Tieši uz attīstības valstu rēķina kopumā pasaulē šogad un nākamgad tiek gaidīts naftas dienas pieprasījuma pieaugums par aptuveni 1.5 miljoniem barelu. Galvenais pieprasījuma kāpuma dzinējspēks, protams, ir Ķīna. Tā pašlaik nosaka pieprasījuma tendences praktiski visos resursu segmentos, sākot ar naftu un metāliem un beidzot ar pārtiku. Ja nebūtu „Ķīnas faktora”, kas kompensē vājo Rietumvalstu pieprasījumu, visas izejvielas pašlaik maksātu daudz lētāk.

Taču ar Ķīnas atbalstu globālais naftas pieprasījums pašlaik ir tikai un vienīgi atgriezies pirmskrīzes līmeņos. Vienlaikus piedāvājuma pusē turpināties pakāpenisks ieguves jaudu pieaugums. Sekas ir divējādas. Pirmkārt, „pieprasījuma bedrē” - 2008. un 2009. gadā - saražotā, bet nepatērētā nafta aizgāja krājumos. Tie strauji pieauguši un Rietumvalstīs pašlaik turas tuvu vairāku gadu desmitu rekordiem. Otrkārt, OPEC valstis pumpē naftu ar nepilnu jaudu. Pat neskatoties uz to, ka kartelis jau tā pamatīgi pārsniedz pašu noteiktās kvotas, neizmantotas stāv ieguves jaudas aptuveni uz 5.5 miljoniem bareli dienā. Tātad piedāvājuma pusē pašlaik nav nekāda stresa. Tieši šis apstāklis liek domāt, ka naftas cenām nav fundamentāla iemesla būtiski palielināties.

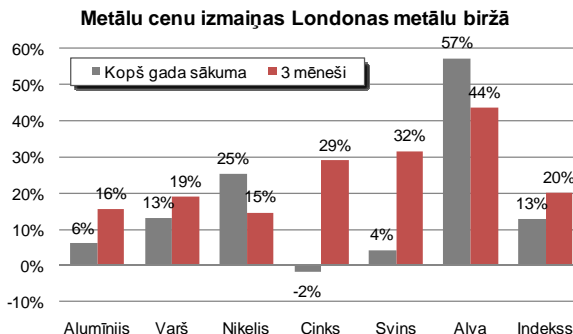


Protams, visādušus jokus var sastrādāt spekulanti. Arī nesenis naftas cenu kāpums virs 80 USD/bbl izskatās tieši šo tirgus dalībnieku ierosināts. Pirkšanas pamatā varētu būt ideja par visu aktīvu sadārdzināšanos saistībā ar gaidāmajiem „kvantitatīvās veicināšanas” papildus pasākumiem no FRS puses (papildus dolāru drukāšanu).

Pēdējo mēnešu laikā ir noticis dramatiski straujš spekulantu garo pozīciju pieaugums. Kad visi spēlmaņi, kas gribēja, būs naftu nopirkuši, bet reālais pieprasījums nebūs audzis, naftas cenas var piedzīvot strauju negatīvu korekciju. Taču kopumā pārskatāmā nākotnē, vidējās naftas cenas, visticamāk, turpinās svārstīties ap 70-80 USD/bbl jeb līmeņos, kur tās atrodas jau aptuveni gadu.

Industriālie metāli + zelts

Industriālie metāli pēdējo mēnešu laikā uzrādīja apbrīnojamu pretestību salīdzinoši negatīvajam ekonomikas datu fonam, un to spēcīgais sniegums krietni pārsniedza mūsu un daudzu citu tirgus dalībnieku prognozes. Metālu cenas atbalstīja gan lielāks nekā gaidīts pieprasījums pēc fiziskā metāla (galvenokārt, no Ķīnas puses, bet ne tikai), gan aizvien augošais finanšu pieprasījums. Cenu ralliju veicināja gaidāmais QE 2.0, straujais dolāra vērtības kritums, kā arī jaunas naudas plūsmas šajā aktīvu klasē. Pēdējo 3 mēnešu laikā cenā pieauga visi metāli, kā rezultātā Londonas Metālu Biržas kopējais indekss pieauga par 20%. Tajā pat laikā bija vērojamas salīdzinoši lielas cenu pieauguma atšķirības atsevišķu metālu vidū, ko noteica fundamentālie rādītāji un finanšu pieprasījums pēc konkrētā metāla.



Joprojām pastāv riski, ka fiziskais pieprasījums pēc metāliem varētu samazināties saistībā ar pasaules ekonomiskās izaugsmes palēnināšanos. ASV

ekonomiskie dati joprojām norāda uz aktivitātes bremzēšanos un, visdrīzāk, tas ir tikai laika jautājums, kad Eiropa sekos ASV pēdās. Taču lielākais nezināmais, mūsaprāt, joprojām ir Ķīna, konkrētāk, situācija tās nekustamā īpašuma nozarē, kur daudzas pazīmes norāda uz burbuli. Vienalga – ir Ķīnā burbulis vai nav, plīsis tas vai nē, bet ir skaidrs, ka tik strauja nekustamā īpašuma tirgus attīstība, kā līdz šim, nevar turpināties. Valdība ir uzsākusi aktīvus pasākumus kreditēšanas izaugsmes ierobežošanai un nekustamā īpašuma tirgus atvēršanai. Tas, savukārt nozīmē, ka pieprasījumam pēc metāliem, kur būvniecības nozare spēlē lielu lomu, vajadzētu pierimt (vismaz nedaudz). Tāpat būtu jāatceras, ka Ķīna ir izveidojusi ievērojamas metālu rezerves un var nolemt uz laiku neiepirkt papildus metālus, ja cenas tai šķitīs pārāk augstas. Interesanta tēma metālu piedāvājuma un pieprasījuma kontekstā ir arī Ķīnas vēlme samazināt enerģijas patēriņu, tuvojoties 11. piecades plāna noslēgumam. Pēdējo mēnešu laikā tika ierobežotas jaudas lielajās enerģijas patērētājnozarēs, īpaši ietekmējot tērauda, alumīnija un cinka izlaides apjomus. Kopējā šo pasākumu ietekme joprojām nav novērtēta, iespējams, ka tas ir bijis vairāk īstermiņa faktors, kas ietekmējis šo metālu pieprasījuma / piedāvājuma bilanci. Taču būs interesanti redzēt, kādas tendences iezīmēs nākamais Ķīnas piecades plāns.

Nenoliedzami, finanšu pieprasījuma loma metālu cenu dinamikā ir krietni pieaugusi, un tas šobrīd, iespējams, ir kļuvis par galveno metālu cenu dzinēj spēku. Saglabājoties pašreizējai likviditātes pārbaģātībai pasaules finanšu tirgos, finanšu pieprasījuma loma tuvākajā nākotnē turpinās pieaugt. Apstākļos, kad investorus nomāc bažas, ka aizvien jauni QE pasākumi un valūtu kari novedīs pie papīra aktīvu devalvācijas, metāli spēj apmierināt vēlmi pēc t.s. „cietajiem aktīviem”. Finanšu pieprasījuma kontekstā liela tēma ir jau ilgi apspriestā metālu ETF fondu (Exchange Traded Fund) izveide, kas atsevišķiem metāliem (vispirms alumīnijam) tiek sagaidīta jau līdz šī gada beigām. Tas varētu radīt papildus dimensiju pieprasījumam pēc metāliem un varētu īpaši ietekmēt tos metālus, kur pieprasījuma un piedāvājuma bilance ir salīdzinoši ciešāka.

Zelts

Kopš jūlija beigām zelts ir ar uzviju attaisnojis uz to liktās cerības. Dolāru izteiksmē zelta cena ir kāpusi par aptuveni 12-13%, eiro izteiksmē – par 7-8%.

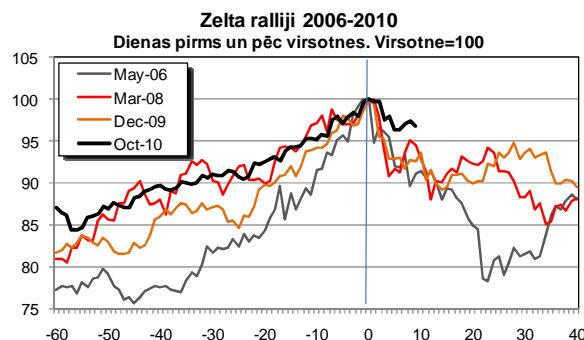
Valūtu tirgus

Vasaras beigās ASV makro indikāciju plūsma uzlabojās, un dubultās recesijas risks mazinājās. Tāpēc, uz labāka makro fona diezgan pārsteidzoši šķita FRS šefa Bena Bernanke publiskie izteikumi augusta beigās par iespējamām papildus stimulācijām, kam septembrī sekoja līdzīga satura FRS oficiāls paziņojums. Daudziem ekspertiem un investoriem neatlika nekas cits kā izdarīt secinājumu, ka tamlīdzīga retorika no FRS puses ir slēpts mājiens par amerikāņu vēlmi redzēt vājāku dolāru. Dolārs sāka strauji pavājināties pret visām nozīmīgajām valūtām. Daudzas valstis – Japāna, Brazīlija, Koreja u.c. – veica intervences valūtas tirgū, lai bremzētu savu

Jau ceturkšņiem ilgi esam nemainīgi rekomendējuši zeltu kā vienu no pievilcīgākajiem investīciju aktīviem. Centrālais arguments par labu zeltam bija saistīts ar valdību un centrālo banku plaši izmantotajām metodēm cīņā par ekonomikas atdzīvināšanu. Tās izpaužas kā masīvi fiskālie un monetārie stimuli, kā rezultātā tiek ražota likviditāte (jauna nauda), bet procentu likmes tiek turētas maksimāli zemas. Investoriem rodas bažas par naudas vērtību, nepatika pret visa veida „papīra aktīviem” – valūtām, obligācijām, akcijām utt. Pirmā atbilde visām šīm bažām ir reāli aptaustāmais zelts.

FRS iecerētā QE 2.0 vienkārši perfekti iederējās zeltam labvēlīgajā bildē. Jau tā zemās likmes kļuva vēl zemākas, bet reālās likmes (tās ko var nopelnīt virs inflācijas) Amerikā nupat ir kļuvušas ... negatīvas.

Visi zeltam labvēlīgie faktori joprojām ir ar mums. Bet! Mūsu zelta cena mērķis ilgstoši ir bijis 1300-1500 USD/uncē. Pašlaik zelta cena atrodas šī apgabala vidusdaļā. Nevienam netaisās apgalvot, ka zelts neaizskries vēl augstāk. Taču mēs ieteiktu nekļūt pārmērīgi alkatīgiem un piefiksēt vismaz daļu peļņas. Visi tie, kas „sēdēja” zeltā, ir labi nopelnījuši, un daudzi noteikti vēlas šos ieguvumus nepalaist vējā. Ja zelta rallijs sabremzēsies (un tas jau notiek), sekojošā peļņas fiksācijas izraisītā korekcija var būt diezgan strauja. Vismaz tā ir noticis iepriekšējo ralliju laikā, kādu pēdējo dažu gadu laikā nav trūcis (jā, šis nav ne vienīgais, ne arī pats straujākais no rallijiem).



Labāk būt pirmajiem, kas fiksējas. Mūsu rekomendācija: samazināt zelta pozīcijas, ar domu tās uzbūvēt atpakaļ, bet jau par labākām cenām.

valūtu nostiprināšos. Paralēli publiskajā telpā pastiprinājās amerikāņu valdības kritika Ķīnas virzienā. Brazīlijas finanšu ministrs iesaucās „valūtu kari ir sākušies”. Un tēma „aizgāja”...

Mūsaprāt, ar to vien, ka dolārs pēdējo pāris mēnešu laikā piedzīvojis salīdzinoši strauju kritumu, vēl ir par maz, lai ar pārliecību teiktu, ka pasaulē iet vajā „valūtu kari”. Tās ir tikai un vienīgi aizdomas un spekulācijas, ka Federālo Rezervju Sistēmas nesenas aktivitātes, kas izraisīja dolāra vājumu, ir vērstas uz apzinātu dolāra pavājināšanu. Visticamāk, FRS mērķis patiešām ir ASV ekonomikas atveseļošanās un deflācijas risku

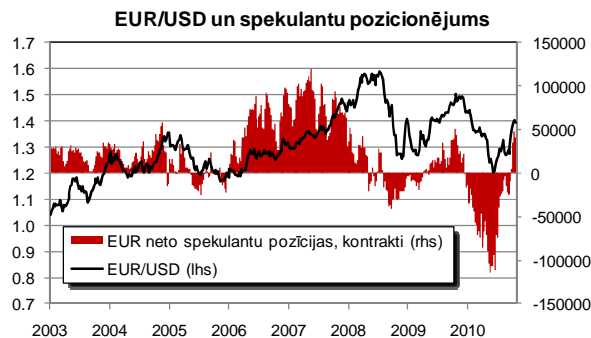
novēršana ar maksimāli zemu procenta likmju palīdzību. Un dolāra vējums ir tikai (pieņemams) blakusefekts, nevis primārais mērķis. Kritika Ķīnas virzienā? Tāda bez apstājas turpinās jau vismaz 10 gadus. (Turklāt, atcerēsimies, ka ASV nāk virsū Kongresa vēlēšanas ar attiecīgu „pirmsvēlēšanu” retoriku). Valūtas intervences? Japānai intervences pret savu valūtu ir ierasts mehānisms. Arī Šveice pēdējā pusotra gada laikā aktīvi nodarbojusies ar franka kāpuma ierobežošanu (neveiksmīgi).

Turklāt jāatzīmē, ka eiro/dolāra kursa kāpumu atpakaļ uz 1.40, ļoti labi izskaidro „ikdienišķi” faktori. Paralēli eiro kursa kāpumam, procenta likmju starpība būtiski mainījās par labu eiro, riska aktīvu cenas palielinājās, spekulanti strauji sabūvēja īsas dolāra / garas eiro pozīcijas, arī riska prēmijas abās sistēmiski nozīmīgajās PIIGS valstīs (Spānija un Itālija) saruka (Irījā situācija tieši otrādi – pasliktinājās).

Neatkarīgi no tā, vai tiešām notiek „karš”, vai arī šis termins ir izvēlēts tā skanīguma dēļ, dolārs šobrīd viennozīmīgi ir kļuvis par nemīļtāko starp pasaules lielajām valūtām. Savukārt eiro ir kļuvis par „valūtas karu” tēmas uzkarstētās ažiotažas savdabīgu ventili – kopš augusta beigām eiro ir bijis visspēcīgākā „lielā četrinieka” (USD, EUR, JPY, GBP) valūta. Nav arī brīnums, ņemot vērā atšķirīgos, pat diametrāli pretējos monetārās politikas virzienus ASV un Eirozonā. Lai kādi būtu FRS patiesie mērķi, tās plānoto darbību rezultātā tiks radīti jauni dolāri. Tajā pat laikā ECB samazina savu bilanci, bet Eirozonas amatpersonas lepni apgalvo, ka eiro kāpums ir OK – tas tikai apliecinot PIIGS valstu krīzes iedragātās uzticības atjaunošanos reģionam utt. Kas gan cits šādā situācijā atliek investoriem kā iet vieglākās pretestības ceļu - pirkt eiro?

Pēc nesenajiem notikumiem (FRS aktivitātes, valūtu kursu dinamikas izraisītā noskaņojuma maiņa), mūsu

iepriekšējie eiro/dolāra kursa mērķi (1.20-1.15 EUR/USD), protams, vairs nav aktuāli. Ņemot vērā milzīgā tempā sabūvētās spekulatīvās neto eiro garās pozīcijas, EUR/USD pāri teorētiski pastāv īstermiņa korekcijas risks, taču ar to ir par maz, lai atstātu spēkā iepriekšējos mērķus.



Oktobra Investīciju Komitejā mūsu kopējais viedoklis attiecībā uz nākamo 6-12 mēnešu perspektīvām mainījās uz dolāram nelabvēlīgu. Taču tas nenozīmē, ka tagad būtu jāpērk eiro, vai mārciņa, vai jena! Visu četru lielo valūtu salīdzināšana – tas bija ir un būs „neglīteņu konkurss”. Apkopojot valūtu kontekstā svarīgus strukturālos un īstermiņa faktoros (valdību parāda apjomi, fiskālās bilances, tekošais konts, ekonomikas izaugsme, inflācija, procentu likmes u.c.) tās visas draudzīgi atrodas pasaules 20 nozīmīgāko valūtu saraksta pašā apakšā (skatīt tabulu zemāk!). Jautājums nav par to, kuru pirkt, bet kuru pārdot. 2010. gada pirmajā pusē tas bija eiro, tagad tas ir dolārs. Kas būs vēl pēc pusgada? Kas to lai zina!

Atbilstošākais šādos apstākļos būtu atgriezties pie rekomendācijas izvairīties no atvērtām valūtas pozīcijām lielajās valūtās.

Pasaules valūtu novērtējumu matrica. Atsevišķi indikatori (viss procentu izteiksmē) & iegūtie kopvērtējuma punkti

Valsts	Valūta	IKP, yoy, Jaunākie dati	Inflācija, yoy, Jaunākie dati	Fiskālā bilance / IKP	Fiskālā bilance / IKP, 5g vidējā	Valdības parāds / IKP	Tekošais konts / IKP	FDI / IKP, 5g vidējais	Īstermiņa likmes	legūtie punkti
Indonēzija	IDR	6.0	5.8	-2	-0.9	29.0	1.4	0.6	6.1	88
Krievija	RUB	4.0	7.0	-4	4.4	7.8	5.1	0.4	5.8	83
D-Koreja	KRW	4.5	3.6	-0.2	0.7	31.8	1.6	-0.9	3.1	83
Ķīna	CNY	10.0	3.5	-2.9	-0.9	17.5	6.2	2.7	1.8	82
Singapūra	SGD	5.7	3.3	-1	0.5	43.5	22.0	6.2	0.4	81
Brazīlija	BRL	5.5	4.7	-2.9	-3.0	60.6	-2.9	1.3	11.7	69
Meksika	MXN	4.2	3.7	-2.5	-1.4	28.0	-1.1	1.5	4.6	69
Austrālija	AUD	3.0	3.1	-3.5	0.5	20.3	-3.5	1.5	4.8	68
Taizeme	THB	5.5	3.0	-4.1	-1.2	31.8	2.5	3.0	2.5	67
Norvēģija	NOK	1.1	1.7	10.5	16.0	40.0	16.8	-5.1	2.3	67
Šveice	CHF	1.5	0.3	-1.3	1.2	38.2	9.5	-8.5	0.4	62
Zviedrija	SEK	1.2	1.5	-2.3	1.9	42.6	5.4	-1.9	1.5	60
Polija	PLN	2.7	2.5	-6.3	-4.1	53.9	-2.8	2.8	4.7	59
Indija	INR	8.8	9.9	-8.2	-7.3	75.9	-2.2	0.8	7.1	59
Čehija	CZK	1.7	2.0	-5.6	-3.1	39.8	-1.7	3.8	1.7	58
Jaunzēlande	NZD	2.9	1.5	-3.3	3.6	31.0	-4.6	2.5	3.8	53
Kanāda	CAD	3.1	1.7	-5.2	0.0	85.7	-2.6	0.4	1.4	46
Eirozona	EUR	0.9	1.8	-6.3	-2.5	78.7	-0.6	-1.9	0.9	45
Lielbritānija	GBP	1.3	3.1	-11.4	-5.1	78.5	-1.7	0.4	0.6	40
Japāna	JPY	1.9	-0.9	-9.8	-6.2	222.5	2.8	-1.4	0.1	35
ASV	USD	3.1	1.1	-11	-5.5	92.6	-3.3	-0.2	0.4	26

Obligāciju tirgus

Etalona obligācijas

ASV valdības etalona obligāciju cenas pēdējo trīs mēnešu laikā turpināja palielināties – garāko papīru (7-10 gadi) atdeve kopš jūlija beigām bija aptuveni 3.5%, īstermiņa obligācijas atnesa 0.5% (kas nav maz pie ienesīgumiem stipri zem 1%). Ja iepriekšējā Investīciju Stratēģijā pirms 3 mēnešiem mēs rakstījām, ka īstermiņa faktori etalona obligācijām ir labvēlīgi, taču mēs tās nerekomendējām no riska / atdeves viedokļa, tad tagad arī īstermiņa faktori ir kļuvuši etalonam mazāk labvēlīgi, bet riska / atdeves attiecība, protams, ir kļuvusi vēl nepievilcīgāka.

Amerikāņu etalona obligācijas rudenī turpināja demonstrēt labus rezultātus pat par spīti tam, ka paralēli strauji pieauga praktiski visu riska aktīvu cenas. Lemesls – Federālo Rezervju Sistēmas nesenie paziņojumi. Pirmkārt, FRS augusta lēmums tās bilancē esošo hipotekāro obligāciju dzēšanas rezultātā iegūto naudu ieguldīt ilgāka termiņa ASV valdības papīros. Šobrīd FRS bilancē atrodas hipotekārie un aģentūru papīri aptuveni 1.2 triljonu USD apjomā. Pašlaik tie tiek dzēsti ar ātrumu 30 miljardi USD mēnesī (turklāt, jo zemākas ASV valdības obligāciju (un hipotekāru kredītu) likmes, jo dzēšanas temps paātrinās saistībā ar aktīvāku refinansēšanos). Aplēses liecina, ka līdz 2011. gada beigām šādu aktivitāšu rezultātā FRS varētu nopirkt ASV valdības papīrus par veseliem 500-600 miljardiem USD.

Otrkārt, vairums ekspertu uzskata, ka FRS septembrī paustā apņemšanās veikt papildus veicināšanas pasākumus izpaudīsies kā bilances audzēšana tieši uz ASV valdības obligāciju rēķina. Ja jaunais iepirkumu plāns ir uz pašlaik plaši prognozētajiem 500 miljardiem USD, FRS nākamā gada laikā var nopirkt ASV valdības papīrus tuvu 1 triljonam USD. Ar tādu apjomu FRS jau spētu nofinansēt praktiski visu 2011. gada ASV budžeta deficītu!

Neatkarīgi no FRS novembra sēdes iznākuma detaļām, amerikāņu centrālā banka ir acīmredzami nolēmusi darīt visu, lai procentu likmes visā termiņu spektrā turētos cik vien iespējams zemas. Tāpēc milzīgi ASV valdības obligāciju ienesīgumu kāpumi visticamāk nedraud. Arī bez FRS pēdējām aktivitātēm, ienesīguma līkne (starpība starp īsajām un garākajām likmēm) joprojām ir relatīvi stāva – īsās likmes kalpo kā enkurs.

Tomēr īsa un vidēja termiņa perspektīvā, ASV etalona papīri, mūsuprāt, ir pakļauti negatīvas korekcijas riskam. Pirmkārt, tiek uzskatīts, ka tirgū jau ir pilnībā iecenota QE 2.0 pakete vismaz 500 miljardu USD apjomā. Ja nebūs vairāk, vai būs mazāk, kādam tas var sagādāt vilšanos. Otrkārt, nedaudz mulsina etalona papīru labais sniegums uz ASV ekonomikas pulsa uzlabošanās fona.



Korelācija starp ilustrācijā redzamajām līknēm nav ideāla, taču nesenā atšķirība virzienos, mūsuprāt, rada vērā ņemamu nelabvēlīgu fundamentālo fonu garāka termiņa etalona papīriem, ja / kad QE 2.0 spekulācijas pierimsies.

Eirozonas kvalitatīvā etalona sektorā strādā daži specifiski apstākļi. Vācijas valdības obligāciju tirgu ne pārāk labvēlīgi ietekmē ECB politika – atšķirībā no FRS tā ne tikai neplāno papildus veicināšanas pasākumus, bet pat sašaurina savu bilanci. Bez tam pakāpeniska investoru intereses palielināšanās par PIIGS valstu obligācijām nozīmē mazāku pieprasījumu pēc kvalitatīvajiem Vācija papīriem. Tomēr arī šajā krastā etalona tendences, it īpaši, garajos termiņos vienmēr ir bijušas stipri atkarīgas no notikumiem Amerikā. Tieši tāpēc Vācijas 7-10 gadīgo papīru atdeve pēdējo 3 mēnešu laikā bija pozitīva (+2%), un tieši tāpēc tā varētu būt mazāk pozitīva nākamajos mēnešos.

Riskantāko obligāciju segments

Aizvadītie mēneši ieguldījumiem riska parāda vērtspapīros bijuši ļoti labvēlīgi, galvenokārt, pateicoties joprojām paaugstinātam naudas masas daudzumam finanšu pasaulē. Īpaši nepārsteidz, ka labāko sniegumu uzrādīja tieši augstāka riska obligāciju klases – spekulatīva reitīnga korporatīvās obligācijas (high yield), kā arī attīstības valstu valdību un korporatīvās eiroobligācijas, pēdējo trīs mēnešu laika nodrošinot ienesīgumu 6-8% robežās. Pat relatīvi drošākās investīciju reitīnga korporatīvās obligācijas uzrādīja atzīstamu atdevi 3-4% apmērā. Vietējo valūtu obligāciju tirgu sniegumu spēcīgi ietekmēja vispārējais straujais dolāra vērtības kritums, kas investoriem ar dolāru kā bāzes valūtu kopš jūlija beigām ļāvis nopelnīt 12%, bet eiro izteiksmē ap 3-4%.

Šobrīd esam kļuvuši nedaudz piesardzīgāki, tomēr paredzam, ka arī turpmākajos mēnešos investori turpinās meklēt investīcijas ar paaugstinātu ienesīgumu, kuru starpā par pievilcīgākajiem mēs uzskatām high yield, attīstības valstu korporatīvo un vietējo valūtu obligācijas.

Riskantāku obligāciju sektoru salīdzinošā pievilcība

	Attīstītās valstis		Attīstības valstis		
	Kvalitatīvas korporatīvas	High yield korporatīvas	Korporatīvās eiroobligāc.	Valdību eiroobligāc.	Valdību obi. vietējā valūtā
Kredītkvalitāte	pozitīvi	neitrāli	pozitīvi	pozitīvi	pozitīvi
Piedāvāj. / piepras.	negatīvi	pozitīvi	negatīvi	negatīvi	neitrāli
Novērtējumi	pozitīvi	pozitīvi	pozitīvi	negatīvi	negatīvi
KOPĀ	NEITRĀLI	POZITĪVI	POZITĪVI	NEGATĪVI	POZITĪVI

Neskatoties uz to, ka attīstīto valstu high yield vidējais ienesīgums ir noslīdējis tuvu visu laiku zemākajam līmenim, tas joprojām ir augstāks nekā citām parāda vērtspapīru klasēm. Turklāt pašreizējās riska prēmijas ieceno, mūsaprāt, pārlieku augstu maksātnespējas risku. Attīstības valstu korporatīvo eiroobligāciju segments turpina izskatīties pievilcīgs, galvenokārt, novērtējuma perspektīvas dēļ – tas ir lēts, salīdzinot ar vēsturi, kā arī ar vidējo kredītreitingu. Attīstības valstu makroekonomiskā situācija uztur pievilcīgu vidi ieguldījumiem vietējo valūtu obligācijās, tomēr valdību vēlme bremsēt vietējo valūtu stiprināšanos pieaug. Reģiona griezumā, mūsaprāt, arī nākamajos mēnešos visinteresantākās būs Āzijas valūtas.

Savukārt investīciju reitinga obligācijas šobrīd nešķiet interesantas niecīgā ienesīguma dēļ. Runājot par attīstības valstu valdību obligācijām - lai gan valdību kredītpēja bažas nerada, to eiroobligācijas ir kļuvušas vēl pārvērtētākas. To, visticamāk, ir izraisījis piedāvājumam neproporcionāli lielais pieprasījums pēc attīstības valstu kredītriska un salīdzinoši mazais šī tirgus kopējais apjoms.

Rezumējot: esam kļuvuši relatīvi vēl pozitīvāk noskaņoti par augsta ienesīguma segmenta turpmāko izaugsmi, savukārt investīciju reitinga obligācijas vairs nešķiet tik pievilcīgas kā iepriekš.

Austrumeiropas obligācijas

Krievijas korporatīvo eiroobligāciju tirgus pēdējā laikā cieši sekojis globālajām tendencēm, un mēs neredzam iemeslus, lai šī sakarība pazustu. Relatīvi pret citiem attīstības tirgiem, Austrumeiropā joprojām ir atrodami instrumenti ar augstāku vidējo ienesīgumu, tajā pat laikā absolūtā izteiksmē tie atrodas vēsturiski zemākajos līmeņos. Tāpēc emitenti steidz aizņemties līdzekļus par pēc iespējas zemākām likmēm un uz garākiem termiņiem. Tomēr arī šādos apstākļos, pienācīgi izvērtējot riskus, ir iespējams atrast nenovērtētus instrumentus. Rubļu obligāciju dinamika pēdējo mēnešu laikā nav bijusi tik iepriecinoša un dolāru izteiksmē pakāpusies vien par 1-2%. Arī tuvākajā nākotnē rubļa perspektīvas nešķiet pārlieku spīdošas, turklāt valsts budžeta deficīts tiek aktīvi finansēts ar aizņēmumiem vietējā tirgū, kas kopumā nerada pievilcīgu vidi rubļu obligāciju segmentam.

Ukrainas tirgu pēdējā laikā labvēlīgi ietekmēja trīs tēmas – bankas, metalurģija un budžets, visām attīstoties pozitīvā virzienā. Depozītu pieplūduma un kredītēšanas stagnācijas rezultātā, banku sektors ir akumulējis ievērojamu likviditātes spilvenu, kas vismaz īstermiņā krasi samazinājis banku sektora maksātnespējas riskus. Tērauda ražotāji, pēc atslābuma maijā-jūlijā, vasaras beigās un rudens sākumā kāpināja apgriezienus un sasniedza 75% jaudu noslogojumu, uzlabojot Ukrainas ārējo bilanci un tās maksātpēju. Pozitīvā virzienā pavirzījies arī sāpīgais jautājums par budžeta finansēšanu. Pirmkārt, pirmo reizi kopš 2007. gada Ukraina spēja emitēt valdības eiroobligācijas 2 miljardu ASV dolāru apmērā. Otrkārt, SVF pārstāvju pozitīvā retorika par reformām Ukrainā ļauj cerēt uz nākamās aizdevuma daļas laicīgu saņemšanu. Treškārt, centrālā banka vairs nepalielina savu bilanci, uzpērkot valdības emitētās vietējās obligācijas, bet augsto piedāvājumu absorbē vietējas komercbankas. Kopumā, Ukrainas obligāciju tirgus joprojām ir visnenovērtētākais, kurā, mūsaprāt, ir atrodamas vairākas interesantas ieguldīšanas idejas.

Pēdējo mēnešu laikā Kazahstānas obligāciju tirgus demonstrēja labāko sniegumu NVS valstu starpā, galvenokārt, pateicoties diviem emitentiem – restrukturizētajām BTA un Alliance bankām. Abos gadījumos investori iepriekš ar pārlieku piesardzību vērtēja emitentu kredītriskus, neskatoties uz valsts līdzdalību to kapitālā, „iztīrīto” bilanci un sabalansēto parāda atmaksas grafiku. Savukārt, ekonomikas izaugsmes ziņā Kazahstāna turpina apsteigt savus kaimiņus, pateicoties gan labvēlīgai videi izejvielu tirgū, gan būtiskai fiskālo tēriņu izaugsmei. No negatīvās puses, atsevišķos gadījumos ieguves rūpniecībā realizējas valsts politiskie riski (piemēram, privātām kompānijām tiek atņemtas atļaujas strādāt Kazahstānā), kurus tirgus, šķiet, vairs neņem vērā. Kopumā, Kazahstānas obligāciju tirgus vairs nešķiet viennozīmīgi pievilcīgāks salīdzinot, piemēram, ar Krieviju, tomēr arī šeit ir atsevišķas pievilcīgas idejas.

Atsevišķas pievilcīgas Austrumeiropas obligācijas

	Valsts	Nozare	Reitings	Dzēšana	Yield, %
USD					
VTB Bank	RU	Bankas	Baa2	May-13 (put)	4.0
Alfa-Bank	RU	Bankas	Ba2	Mar-15	6.6
Bank CenterCredit	KZ	Bankas	B1	Jan-14	6.6
Metinvest	UA	Metalurģija	B3	May-15	8.2
FUIB	UA	Bankas	B2	Dec-14	11.3
EUR					
Gazprom	RU	Nafta, gāze	Baa2	Feb-15	4.2
MDM Bank	RU	Bankas	Ba2	Nov-11	4.1
MOL	HU	Nafta, gāze	Ba1	Oct-15	6.4
TVN	PL	Televīzija	B1	Nov-17	8.0
Agrokor	HR	Tirdzniecība	B2	Dec-16	8.2
CHF					
VTB Bank	RU	Bankas	Baa2	Aug-13	2.6

Akciju tirgus

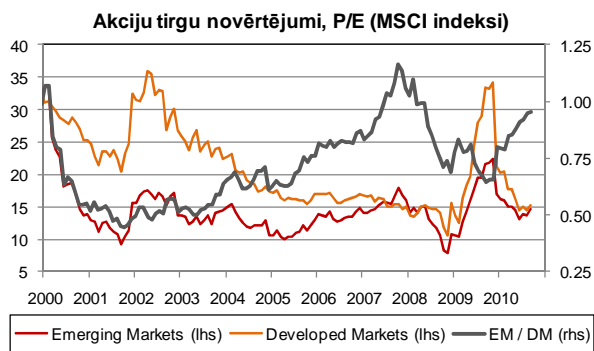
Pateicoties spēcīgam rallijam septembrī un oktobrī, gan attīstīto valstu, gan attīstības valstu akciju tirgi ir spējuši noslēgt trīs mēnešu atskaites periodu ar 10% pieaugumu (dolāru izteiksmē attīstības tirgi ir auguši par 17%). Pozitīvām tendencēm akciju tirgū ir arī fundamentāls pamats, taču nesēnā rallija galvenais dzinējspēks, mūsdiā, ir FRS solītie papildus stimulācijas pasākumi. FRS vēstījums nostādīja akciju tirgu savdabīgā „saldajā punktā”. No vienas puses, ja ekonomika būs pārāk vāja, FRS piedrukās naudu un spiedīs procentu likmes vēl zemāk, un investoriem nekas cits neatliks kā meklēt augstāku atdevi caur augstāku risku. Savukārt, ja izaugsme būs gana spēcīga, tad akciju tirgus augs arī bez FRS palīdzīgās rokas.

Taču tas nav vienīgais arguments par labu akcijām. Līdz šim (atveseļošanās laikā) kompāniju rādītāji konstanti pārsit prognozes. Šī gada 2. ceturksnī 80% Amerikas un 55% Eiropas kompāniju uzrādīja labākus kā gaidīts peļņas rādītājus. Pašlaik notiekošā 3. ceturksņa publikāciju sezona norit uz vēl pozitīvākas pārsteigumu nots. Kaut arī ASV izaugsmes perspektīvas ir pārskatītas uz leju, 2011. gadā tiek prognozēts pietiekami veselīgs IKP pieaugums 2.5% apmērā, (Eiropai: 1.5%), savukārt atkārtota iekrišana recesijā tiek vērtēts kā mazas iespējamības scenārijs. Analītiķu prognozes par indeksa S&P500 uzņēmumu peļņu 2011. gadā arī saglabājas optimistiskas (tiesa, tās arī vairs neaug) – tiek tēmts uz 13.3% pieaugumu.

Savukārt paši uzņēmumi peldas arvien dziļākā brīvo līdzekļu jūrā – saskaņā ar S&P aplēsēm, to rīcībā ir 843 miljardi dolāru, rekordliels apjoms gan absolūtā izteiksmē, gan attiecībā pret tirgus kapitalizāciju (11.6%). Naudas pārpalikums atspoguļojas M&A aktivitātes pieaugumā, un pēdējo trīs mēnešu laikā izteiktie pārpirkšanas piedāvājumi (ar apjomu virs pusmiljarda dolāru) ir bijuši vidēji ar 25% prēmiju pret tirgus cenu. Tas dod pamatotas cerības uz tālāku atbalstu akciju tirgum, ja brīvie naudas līdzekļi arī turpmāk tiks veltīti M&A finansēšanai.

Tādejādi mēs saglabājam mērenu optimismu attiecībā uz akciju tirgu. Līdzīgi kā iepriekš, priekšroku dodam attīstības tirgiem (emerging markets jeb EM), starp tiem joprojām izceļot perifēro Āziju (Indonēzija, Singapūra, Koreja u.c.). Jāatzīst, ka šajā ziņā mēs ar oriģinalitāti neizceļamies – par to liecina spēcīgās naudas plūsmas EM akciju fondos, kā arī tas, ka attiecībā pret attīstīto valstu (developed markets jeb DM) tirgiem EM novērtējumi nav tālu no maksimumiem.

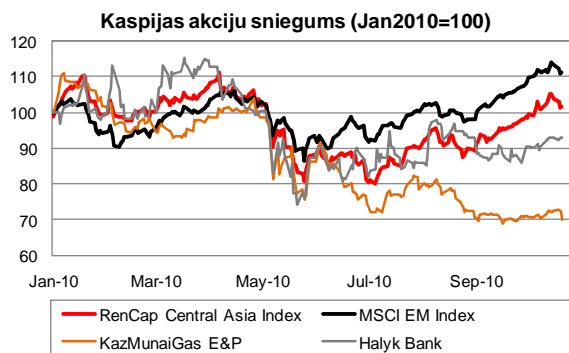
Vēsturiski iegājies, ka EM novērtējumu tuvošanos DM novērtējumiem (kaut vai pēc tā paša P/E rādītāja) daudzi uzver ar trauksmi. Galu galā EM parasti ir mazāk likvidi un tāpēc daudz volatīlāki, parasti tajos jārēķinās ar politiskiem riskiem utt. Tas viss joprojām ir taisnība. Šie riski joprojām ir aktuāli un par tiem nedrīkst aizmirst, taču līdz ar globalizāciju, EM ekonomiku un finanšu tirgu integrāciju to nozīme pēdējo 10 gadu laikā ir mazinājusies.



Tāpēc, ņemot vērā sagaidāmo salīdzinoši straujāko ekonomikas izaugsmi EM valstīs, vairums tirgus dalībnieku uzskata, ka šie tirgi „drīkst” tirgoties ar prēmiju pret veco pasauli.

Kaspijas Jūras reģiona akcijas

Līdzīgi kā citur, arī Kaspijas reģionā aizvadītajos trīs mēnešos bija novērojams akciju cenu pieaugums – RenCap Centrālāzijas akciju indekss šajā laika periodā ir pieaudzis par vairāk nekā 15%.



Resursu ieguves nozaru uzņēmumi uzrādīja visspēcīgāko sniegumu, galvenokārt izejvielu cenu kāpuma dēļ, kamēr mazie un nelikvidie uzņēmumi joprojām nespēj piesaistīt investoru uzmanību, un to cenas stagnēja. Lielu nozīmi, īpaši naftas ieguves nozarē, spēlēja arī korporatīvo ziņu plūsma. Mazie naftas izpētes un ieguves uzņēmumi piesaistīja investoru uzmanību ar labiem operacionālajiem rezultātiem. Mēs sagaidām, ka ziņu plūsma no šī segmenta turpināsies, jo uzņēmumiem ir plānota aktīva izpētes programma līdz ziemas sākumam.

Bez tam energoresursu ieguves uzņēmumi finansējuma piesaistei aktīvi izmantoja kapitāla tirgu. Gribētos izcelt Tethys Petroleum veiksmīgo otrreizējo akciju emisiju un ZhaikMunai eiroobligāciju emisiju. Abiem uzņēmumiem lielās investoru intereses dēļ izdevās piesaistīt vairāk līdzekļu nekā sākotnēji plānots. Oktobra sākumā notika arī divu Mongolijas ogļrūpniecības uzņēmumu sākotnējie publiskie piedāvājumi (IPO) Honkongā. Abiem uzņēmumiem kopā izdevās piesaistīt 1.2 mljrd.

USD. Mūsuprāt, pārskatāmā nākotnē mēs ieraudzīsim vēl jaunas reģiona uzņēmumu akciju emisijas; ļoti iespējams, daļu tieši Honkongas biržā. Kazahstānas metālu koncerni Kazakhmys un ENRC abi ir norādījuši uz iespēju nākamā gada sākumā kotēt daļu akciju Honkongā, un nesen par IPO plāniem paziņoja arī šobrīd 100% valsts īpašumā esošais Kazahstānas lielākais naftas koncerns NC KazMunaiGaz. Laiks rādīs, vai šis IPO būtu jāuztver kā atsevišķs gadījums, vai arī kā pirmais virknei Kazahstānas valsts uzņēmumu. Mēs jaunu uzņēmumu kotēšanos uztveram kā pozitīvu ziņu reģiona akciju tirgum, paplašinot tā salīdzinoši mazo un šauru ieguldījumu klāstu un tādējādi potenciāli piesaistot lielāku investoru uzmanību.

No mazāk pozitīvās puses jāmin Kazahstānas valdības lēmums no 2011. gada sākuma dubultot nesen ieviesto naftas eksporta nodevu no 2.7 USD/bbl uz 5.4 USD/bbl, joprojām neatklājot nodevas aprēķina metodoloģiju. Tāpat neviennozīmīgi vērtējams Kazahstānas valdības lēmums palielināt valsts daļu uzņēmumā Kazakhmys līdz bloķējošajai paketei un pavadošās diskusijas par iespējām izveidot nacionālo čempionu metalurģijas nozarē, kas norāda uz valsts lomas pieaugumu šajā nozarē.

Kazahstānas banku sektorā pēc salīdzinoši ilga stagnācijas perioda pēdējie divi mēneši inesuši nelielas pozitīvas vēsmas. Augustā-septembrī banku kredītportfelis ir pieaudzis par 2%, un slikto kredītu apjoms, šķiet, nostabilizējies. Turpmākajos mēnešos, ņemot vērā Kazahstānas ekonomikas labo sniegumu (šī gada pirmajos trīs ceturkšņos IKP audzis par 7.5% gada izteiksmē) un labvēlīgo izejvielu cenu konjunktūru mēs sagaidām, ka banku sektorā turpināsies pakāpeniski uzlabojumi.

Turpmākie mēneši Centrālāzijā solās būt notikumiem bagāti, kas varētu palielināt investoru interesi par reģiona uzņēmumiem. Reģiona akcijām par labu runā arī tas, ka, neraugoties uz spēcīgo sniegumu pēdējo mēnešu laikā, tās joprojām atrodas teju 9% zem aprīlī sasniegtajiem maksimumiem un kopš gada sākuma ir pieaugušas tikai par 2% (MSCI EM indekss par 11%). Īpaši lielas šīs atšķirības ir atsevišķu sektoru ietvaros (banku, naftas). Ja saglabāsies apetīte pēc riska aktīviem un labvēlīgs izejvielu cenu fona, Centrālāzijas akcijām vēl ir kur kāpt.

Krievijas akcijas

Krievijas akciju tirgus atkal gluži kā Fenikss augšāmcēlās no maija korekcijas pelniem un atalgoja tam uzticīgos ar gandrīz 15% pieaugumu kopš mūsu iepriekšējās Investīciju stratēģijas tapšanas brīža. Tajā pat laikā par spīti gluži pieņemamam pieaugumam,

Krievija atpalika no citiem tirgiem (gan attīstības, gan attīstītajiem). Galvenais iemesls, mūsuprāt, ir investoru aizspriedumi pret Krievijas aktīviem. To apstiprina attīstības tirgos investējošo ārvalstu fondu piesaistīto naudas plūsmu statistika: visu 3. ceturksni Krievijas aktīvi praktiski pārtika no bada maizes, kamēr citos attīstības tirgos investējošie fondi izbaudīja rekordlielu naudas pieplūdumu.

Mūsuprāt, šis šķietami ne pārāk pozitīvais fakts patiesībā rada lieliskus priekšnoteikumus salīdzinoši straujākam Krievijas aktīvu cenu kāpumam tuvākajā nākotnē. Ārzemju investoru piesardzība ir pilnīgā pretrunā Krievijas akciju tirgus fundamentālajiem rādītājiem, kas ir par galvas tiesu labāki nekā citiem attīstības tirgiem. Ja vispārējais klimats pasaules tirgos saglabāsies labvēlīgs riska aktīviem (kāds arī ir mūsu uzskats), tam vajadzētu atspoguļoties salīdzinoši labākā Krievijas akciju tirgu dinamikā.

Krievijas akciju tirgus ar tā 12 mēnešu sagaidāmo P/E=6 viennozīmīgi ir alternatīva numur 1 starp attīstības tirgiem (kur sagaidāmais P/E ir vidēji 10) katram *value* investēšanas stila piekritējam. Ir vērts atzīmēt, ka pēdējo mēnešu laikā šī atšķirība ir pieaugusi un šobrīd būtiski pārsniedz savu vēsturiski vidējo vērtību.



Turklāt kopš 2. ceturkšņa salīdzinoši lēts (pret citiem attīstības tirgiem) ir ne tikai naftas un gāzes sektors, bet arī vairums citu sektoru.

Gana nozīmīgs faktors ir daudzskaitlīgais investīciju ideju un stratēģiju apjoms, kuras iespējams īstenot Krievijas tirgū. Lūk, daži piemēri: novērtētās akcijas (galvenokārt naftas un gāzes sektors un dažas rūpnieciskās kompānijas no otrā un trešā ešelona), iekšējā pieprasījuma atkopšanās (autoražotāji, mazumtirdzniecība), sektoru strukturālās reformas (elektroenerģētika), vispārēja ekonomikas atkopšanās (bankas, transporta uzņēmumi), infrastruktūras attīstība, dividendu stāsti (telekomunikācijas un naftas un gāzes sektors), saplūšanas un pārņemšanas darījumi (minerālmēslojuma ražotāji) u.c.

Saistību atruna

Šis apskats paredzēts izmantošanai tikai informatīvos nolūkos, un to nevar uzskatīt kā piedāvājumu vai rekomendāciju pirkt, turēt vai pārdot tajā minētos finanšu instrumentus. Šī apskata autori, kā arī IPAS Citadele Asset Management, tās saistītie uzņēmumi, filiāles, pārstāvniecību vai pārstāvji neuzņemas nekādu atbildību par apskatā iekļautās informācijas iespējamu izmantošanu, tostarp neuzņemas nekādu atbildību par tiešiem, netiešiem zaudējumiem (ieskaitot neiegūto peļņu), kā arī soda sankcijām, arī gadījumos, kad ir brīdināta par tādu iespējamību. Jebkurai jūsu veiktai investīcijai ir pilnībā jābalstās uz personīgo jūsu finansiālo apstākļu un investīciju mērķu novērtējumu. Šajā apskatā atspoguļotā informācija iegūta no avotiem, kas tiek uzskatīti par uzticamiem, tajā pat laikā sniegtās informācijas precizitāte un pilnība netiek garantēta. Apskatā paustie viedokļi attiecas uz apskata publicēšanas brīdi, un var tikt mainīti bez iepriekšēja brīdinājuma.

Detalizēts saistību, kā arī apskata veidošanas principu, metodoloģijas un riska novērtēšanas apraksts atrodams <http://www.citadele.lv/lv/research/disclaimer/> un IPAS Citadele Asset Management Tirgus analīzes daļā, Rīgā, Republikas laukumā 2a.