



1. Конюнктура

Глобален преглед

Като цяло световната икономика отново бележи стабилен ръст през първата половина на 2011 г., но първите значителни тенденции за отслабване обаче не могат да останат незабелязани на много места по света. Докато за конюнктурата в САЩ, а също така и в Европа, всичко зависи в голяма степен от по-нататъшните политически мерки – преди всичко от евентуални програми за икономии или също така и от възможни нови мерки за стимулиране на икономиката, при развиващите се и възникващите държави темпът на растежа изглежда като цяло все така добър. Действително централните банки в много страни натискат спирачки, за да противодействат на инфлацията, но от днешна гледна точка това би довело най-много до временно състояние на „отрицателен растеж“ в рамките на запазващ се продължителен възход на икономиката. В САЩ обаче е възможно в нарастваща степен да стане отново актуален страхът от рецесия вероятно най-късно през 2012 г. и нататък. Не само поради това, че приключват някои държавни и от страна на паричната политика конюнктурни програми, които досега подкрепяха икономиката в голяма степен. Но към това се прибавя и фактът, че актуалната тенденция на масивно нарастващи държавни дългове е почти смазваща и за икономическата сила, номер едно в света. С това рано или късно стават почти неизбежни мащабните съкращения на държавните разходи и/или увеличаването на данъците, което би обременило трайно конюнктурата в САЩ. Положителните перспективи пред Япония са все така несъществени. Конюнктурните изгледи в Европа са силно поляризирани между „основните“ и „периферните“ държави, но въпреки известни рискове могат да бъдат оценени общо като напълно положителни. Най-общо по-голямата част от наблюдателите и участниците на пазара изглежда, че изхождат понастоящем от добро за конюнктурата второ полугодие, докато изгледите за периода от 2012 г. нататък са обременени от засилващи се непредвидими рискове.

Стабилен икономически растеж през първата половина на 2011 г.

Забавянето при държавите с възникващи пазари вероятно представлява само временен спад на растежа

В САЩ е възможно страхът от рецесия да се превърне във важна тема през 2012 г.



***Динамиката на
икономиката на САЩ
отслабва***

***Развитието на пазара
на недвижими имоти
подтиска нивото на
инфлацията***

***Високата
задлъжнялост на
държавите подтиска
бъдещия растеж***

САЩ:

След наистина добър старт в началото на годината, конюнктурната обстановка за икономиката на САЩ напоследък отново се помрачи. Действително и през следващите месеци трябва да се очаква продължаване на растежа, но изглежда, че динамиката чувствително отслабва. В сравнение с предходни конюнктурни цикли оживлението остава все така много под средното ниво и то въпреки масивни, в исторически план единствени по рода си помощни програми от страна на правителството и централната банка. Въпреки слабото оживление през последните месеци пазарът на труда се съвзема като цяло сравнително само в малка степен. В общ план най-мощните досега в историята фискални и от страна на паричната политика мерки за стимулиране доведоха до момента само до най-слабото конюнктурно оживление в САЩ за всички времена. Пазарът на недвижими имоти остава слаб. През първите месеци на годината цените отново се понижиха и отчасти паднаха под най-ниските в исторически план нива от 2009 г. Тъй като обаче косвено упражняват значително влияние върху потребителските цени, те оказват натиск върху размера на инфлацията и с това най-малкото улесняват централната банка при аргументирането на изключително либералната парична политика. Към това се добавят и все по-големите бюджетни и финансови проблеми на правителството на САЩ, както и на отделните щати и общини. Неизбежни изглеждат големите икономии (съкращаване на разходите, съкращения, спиране на социални плащания), но те същевременно ще имат силно въздействие върху конюнктурата в САЩ. С това се повишава и рискът от значително отслабване на растежа най-късно в хода на следващата година. Като цяло обаче за 2011 г. съществуват все още положителни признаци – очакваме реален ръст от 2,5%, което е малко под нивото на „пазарния консенсус“. С оглед на големия държавен дълг обаче и на потребителите в САЩ, пред които още дълго време ще стои задачата за намаляване на дълговете им, през следващите години в САЩ би могъл да се очаква в най-добрия случай умерен, под средното ниво растеж.





**Положително
настроение в
еврозоната...**

**...но и много големи
различия там**

**И през следващите
години еврозоната е
изправена пред
предизвикателства**

**Продължителни
проблеми с
инфлацията при
възникващите пазари
– кулминацията обаче
трябва да настъпи
през лятото**

Еврозона

Като цяло еврозоната се възстановява все така наистина добре. БВП на ЕС-15 успя да отбележи повишение за тримесечието от 0,4%, в годишно сравнение това означава нарастване с 1,9%. За 2010 г. като цяло очакваме реален ръст от 1,5%, а очакванията ни са същите и за 2011 г. Прогнозните индикатори, като например IFO индексът, напоследък бяха отново с много положителни стойности. През последните месеци чувствително се подобри и настроението на потребителите. Въпреки това между отделните държави в еврозоната все така съществуват много големи разлики, като към момента не може да се очаква премахване на това разделение. Напротив, строгите мерки, които предприемат правителствата на южноевропейските периферни държави (Гърция, Португалия и Испания) и на Ирландия (принудително), изострят допълнително вътрешноевропейския дисбаланс – най-малкото в краткосрочен план. През следващите години страните членки от еврозоната ще трябва да решат дали искат да запазят еврото и как трябва да бъде организиран в бъдеще валутният съюз. Запазването на единната европейска валута, каквото е желанието към момента на всички държави, изисква в действителност много по-добро настройване и синхронизиране на националните икономики и бюджети, както и най-малкото временна финансова подкрепа за по-бедните държави от страна на по-богатите. След като цялата еврозона спечели много през последните 10 години от единната валута, сега се оказва, че тези предимства всъщност не са безплатни, а са свързани в дългосрочен план и с разходи, и със задачата относно възможностите за ефективност на национално ниво.

Възникващи пазари

В силен контраст с индустриалните нации, за повечето възникващи пазари основните проблеми към момента са инфлационният натиск и опасността от прегряване. Инфлационният натиск се засилва и чрез големия приток на капитали в тези страни през последните години. Не на последно място той бе в резултат на твърде високата ликвидност при развитите национални икономики. В много страни централните банки отчасти стремително се противопоставят с редица мерки на инфлационните опасности, но резултатът засега е по-скоро скромнен. Например нито Китай, нито Индия, Бразилия или Русия успяха досега да овладеят проблемите си с инфлацията. Всъщност в много страни съществува относително голяма увереност, че през летните месеци ще може да бъде прехвърлен инфлационният връх и след това ситуацията постепенно ще се успокои.



Развитите национални икономики попадат все по-силно под влиянието на възникващите пазари

И през 2011 г. възникващите пазари е възможно като цяло да отбележат силен растеж, но в сравнение с 2010 г. динамиката донякъде ще отслабне. Към момента ние считаме това по-скоро за временен „спад“ в рамките на запазващ се и силен дългосрочен подем на икономиката. При това локомотиви на растежа продължават да бъдат Китай, Индия, Югоизточна Азия и Латинска Америка. Източна Европа ще е все така силно зависима от хода на конюнктурата в еврозоната, но към момента показва също така добра динамика на конюнктурата. Остава да се изчака доколко агресивно ще подхождат централните банки в страните с възникващи пазари срещу инфлационните опасности, в случай че не се осъществят надеждите за скорошно отслабване на инфлационната динамика, и евентуално в каква степен ще забавят с това растежа на собствените си национални икономики. При това не трябва да се подценяват и обратните връзки с развитите национални икономики, които от своя страна все по-силно се влияят от развитието на възникващите пазари.

2. Облигации и валути

Държавни облигации на САЩ, деноминирани в щатски долари

Както и досега, дългосрочният низходящ тренд при облигациите се запазва.

Дългосрочните държавни облигации на САЩ, деноминирани в щатски долари, не продължиха низходящия си тренд от четвъртото тримесечие на 2010 г. и от първото на 2011 г. Това би могло да се дължи не на последно място на значително помрачените изгледи за конюнктурата, след като в началото на годината съществуваха множество очаквания за значително по-силен икономически растеж. Така дългосрочните низходящи тенденции при печалбите от ценните книжа, които започнаха през 80-те години, все още се запазват. Въпреки че е много вероятно най-ниските нива в исторически план да са вече зад гърба ни, все още е твърде рано да се говори за вече състояла се дългосрочна промяна по отношение на лихвите. Разбира се, като цяло остава под съмнение това, изобщо каква изразна сила все още притежават „пазарните цени“ на държавните облигации на САЩ с оглед на широкообхватните пазарни интервенции от страна на централната банка на САЩ. Разликата при печалбите от краткосрочните и дългосрочните държавни облигации на САЩ продължава да е голяма и помага в огромна степен на банките при оздравяването на балансите им – напълно преднамерен и съзнателно насърчаван от правителството и централната банка ефект.



Ценовият натиск при суровините е малко вероятно да намери отражение в трайни повсеместни покачвания на цените

В средносрочен план пазарът очаква инфлация от малко над 2%.

Капиталовите пазари все още очакват надеждно разрешаване на проблема на страните от групата PIIGS

Понастоящем рисковите премии за Испания се понижиха

Паричната политика на централната банка на САЩ се очаква да остане много либерална в обозримо бъдеще, особено докато така наречената основна инфлация, която не обхваща цените на енергията и хранителните стоки, остане все така ниска въпреки лекото покачване. С оглед на достатъчното свободни производствени мощности и на високия ръст на безработицата е малко вероятно ценовият натиск при суровините да намери отражение в трайно общо увеличение на цените. Вместо това той по-скоро ще доведе до по-малки маржове при печалбите за някои компании, както и до намаляване на разполагаемите доходи за потребителите. Най-малкото в САЩ и в Европа повисоките цени на енергията и на хранителните стоки по-скоро ще изместят на заден план други, не непременно необходими разходи за частните домакинства. Въпреки това трябва да се очаква най-малкото ново слабо покачване на процента на инфлацията. Инфлационните очаквания на пазара обаче отново се понижиха през последните седмици, след като преди това се бяха покачвали непрекъснато в продължение на половин година. Обвързаните с инфлацията държавни облигации отразяват очакваните нива на инфлацията до 2015/2020 г. от около 2%-2,2% на година. Като цяло считаме, че държавните облигации на САЩ са относително скъпи към момента – от наша гледна точка съществено по-малки печалби биха били оправдани само при значително по-лоша конюнктурна обстановка, признаци за каквато към момента обаче не виждаме.

Европейски държавни облигации

Изострящата се криза със задлъжнялостта на страните от групата PIIGS (Португалия, Ирландия, Италия, Испания, Гърция) продължава да бъде централната тема за европейските облигационни пазари. Въпреки множеството спасителни пакети в размер на милиарди евро облигациите на Гърция са под постоянен натиск, а ценните книжа на Португалия и Ирландия попадат все по-силно във водовъртежа на кризата. Нестихващата дискусия относно задлъжнялостта и все така повишаващите се рискови премии за държавните облигации на страните от групата PIIGS показват, че освен краткосрочните спасителни пакети финансовите пазари очакват надеждно и приемливо дългосрочно решение на проблема. Засега зад кулисите се разиграва борба между европейските политици за разпределяне на товара и за бъдещата организация на валутния съюз. Към момента най-вероятният сценарий изглежда почти неизбежното реструктуриране рано или късно на гръцките държавни облигации (удължаване на срока и/или намаляване на лихвените проценти и/или само частично обратно изкупуване). Как ще се развие ситуацията в крайна сметка зависи от толкова много политически и икономически фактори, така че понастоящем едва ли някой може да предскаже със сигурност какъв ще бъде по-нататъшният ход на събитията. Но все пак трябва да се отбележи положителната новина, че рисковите премии за испанските държавни книжа отново се понижиха.

Печалбите от дългосрочните германски държавни облигации се покачиха значително през четвъртото тримесечие на 2010 г. – от една страна, увлечени от вихъра на покачващите се печалби от облигациите

юни 2011 г.

Пазарен доклад



Актуален доклад за международните капиталови пазари

стр. 6

в САЩ и подобрените изгледи за конюнктурата, от друга страна, въз основа на засилващите се опасения, че Германия в крайна сметка ще (трябва да) предостави огромна финансова подкрепа за спасяване на еврото. През изминалите месеци печалбите почти не се промениха и се колебаеха между 3% и 3,3% за десетгодишните германски държавни облигации.



ЕЦБ предприема стъпки по отношение на лихвата в рамките на макс. 2% до края на годината

От гледна точка на инфлацията силното покачване на цените на суровините би трябвало да намери своето отражение през следващите месеци и в индекса на потребителските цени – все пак в относително умерена степен. За 2011 г. очакваме инфлация за еврозоната в размер на 2,7%. След повишаването на лихвата през април от страна на ЕЦБ напоследък отново отслабнаха донякъде първоначално засилените опасения от покачването на лихвите. До края на годината очакваме допълнителни стъпки от страна на ЕЦБ по отношение на лихвата до (максимум) 2%. Остава обаче да се изчака дали ще се стигне в действителност до това – все пак много силната досега немска конюнктура показва и първи значителни признаци на отслабване, а ЕЦБ в крайна сметка не може да игнорира кризата със задлъжнялостта на периферните държави, за които всяко покачване на лихвата е почти губелно.

И през 2011 г. е възможно да се реализира по-голяма печалба с този клас активи, отколкото с държавни облигации

Корпоративни облигации, деноминирани в евро

Премиите върху печалбите при корпоративните облигации отново слабо се понижиха през първото тримесечие на 2011 г. в сравнение с държавните облигации, деноминирани в евро (германските държавни облигации), и оттогава не отбелязват съществено движение. Както при ценните книжа от инвестиционен клас, така и при високодоходните облигации е възможно премиите върху печалбите незначително да се увеличат до края на годината. Въпреки това е възможно и през 2011 г. отново да се постигне донякъде по-висока печалба от корпоративните облигации, деноминирани в евро, отколкото с германските държавни облигации. Но не може да се очаква повторение на много доброто развитие на стойностите от двете предходни години. Голямо значение може да имат добрият избор на отделни ценни книжа и успешното управление на държавния риск. Както и досега, атрактивна алтернатива и съответно добро допълнение към корпоративните облигации представляват освен това и ипотечните облигации, които благодарение на обезпечението с материални ценности предлагат допълнителна сигурност при сходни очаквания за печалба.

Цикълът за повишаване на лихвите във възникващите пазари върви към своя край

Облигации от възникващите пазари

Както облигациите от възникващите пазари, деноминирани в твърда валута, така и тези, деноминирани в местна валута, от няколко месеца се развиват в странична посока. Напоследък обаче бяха регистрирани масово отново покачващи се курсове (намаляващи печалби). Към момента пазарите изхождат от това, че възникващите пазари ще предприемат само още малко допълнителни повишения на лихвите и че вероятно скоро ще бъде премината върхната точка на нивото на инфлацията. Наред с отслабващата динамика на икономиката това предизвика оживление при курсовете на облигациите. Премиите върху печалбите на облигациите от глобалните възникващи пазари се намират като цяло в голяма степен на атрактивни нива в дългосрочен план с оглед на относително положителното развитие на конюнктурата и на подобрената кредитоспособност, като при това разбира се отделните държави и емитенти трябва да бъдат оценявани строго

Облигации от възникващите пазари, деноминирани в местна валута, е особено вероятно да бъдат все така атрактивни



юни 2011 г.

Пазарен доклад



Актуален доклад за международните капиталови пазари

стр. 8

облигациите от възникващите пазари са добре подкрепени. На базата на значително слабите валути на утвърдените икономически центрове (САЩ, Япония, еврозоната) е много вероятно специално облигациите от възникващите пазари, деноминирани в местна валута, все така да се представят по-добре, отколкото тези, деноминирани в твърда валута (евро, долар, йена).

диференцирано.
смятаме,

Ние
че





**Вероятни нови
покачвания на лихвата
в еврозоната
подкрепят еврото**

**Възможно е леко
отслабване на еврото
в бъдеще**

**Ситуацията е все
така добра за
благородните метали**

Валути

Кризата със задлъжнялостта в Европа и дискусиите относно засилващия се икономически дисбаланс в еврозоната все така хвърлят сянка върху еврото – въпреки това обаче европейската единна валута успя през второто тримесечие да се възстанови в значителна степен спрямо щатския долар. За това не на последно място вероятно допринесоха и намеците за възможни нови повишения на лихвите в еврозоната. Щатският долар все така остава под натиск на базата на огромни дефицити в търговския баланс и държавния бюджет, както и поради либералната политика на централната банка на САЩ. Може само да се предполага до какви рекордни стойности вероятно щеше да достигне еврото спрямо долара, ако не беше настъпила кризата със задлъжнялостта на страните от групата на PIIGS. От друга страна твърде силното евро щеше да се отрази рано или късно значително негативно върху толкова важната за Европа експортна икономика и вследствие на това щеше вероятно отново да поевтинее в известна степен.

В ролята си на трета световна валута, йената е все така силна спрямо еврото и долара, което се приема в страната на изгряващото слънце по всякакъв друг начин, но не и с одобрение – твърде силната йена заплашва износа, който е основен стълб на японската икономика. Но почти всички книжни валути се представят слабо в сравнение със златото (и среброто), което в крайна сметка се възприема от нарастващ брой инвеститори като единствената истинска твърда валута. Цената на златото, изчислена в долари и евро, удари нови най-високи стойности в исторически план. От почти 10 години насам златото поскъпва спрямо щатския долар и въпреки това продължително покачване показва учудващо незначителна склонност към по-силни корекции. Трайно ниските, в много случаи отрицателни реални лихви и несигурността относно огромните дългове на индустриалните нации създават все така добра обстановка за благородните метали.





3. Акции

Акции - САЩ

Потенциалът за корекции изглежда наистина ограничен

Акциите от САЩ регистрират от началото на годината значително покачване. Съществена роля за това вероятно са изиграли продължаващото либерализиране на паричната политика от страна на централната банка на САЩ и временните по-добри данни за конюнктурата. Средата се запазва засега положителна: фундаменталните данни (например развитие на печалбата и оценките) са стабилни, много от алтернативните инвестиции не са атрактивни и ликвидността все още е добра. Действително през последните месеци имаше преди всичко отрицателни новини (конюнктура, политически борби за надмощие във Вашингтон при бъдещата бюджетна и дългова политика, кризата със задлъжнялостта в Европа). На този фон и с оглед на либерализацията на паричната политика от страна на централната банка на САЩ извършващата се консолидация на пазара протече обаче учудващо гладко. Допълнителният потенциал за корекции също изглежда към момента твърде ограничен. Корпоративният сектор, преди всичко големите, работещи в международен план концерни, остават фактор, оказващ подкрепа (баланси, развитие на печалбата, възможности за рефинансиране). Компании със солидни финанси и устойчиви бизнес модели, които правят възможни стабилни или нарастващи изплащания на дивиденди, би трябвало да предложат през следващите месеци и години особено добри шансове за печалба.

Конюнктурните страхове напоследък отново намалиха печалбите от акциите от първите месеци

Акции – еврозона

Според нас дългосрочните изгледи пред европейските акции остават положителни

Европейските фондови борси продължават да бъдат разделени на две – между по-здравите във финансово и икономическо отношение „основни“ държави и разклатените периферни държави. Като цяло (измерено спрямо DJ Eurostoxx 50) до април обаче беше регистриран все пак значителен плюс. Отново зараждащите се конюнктурни страхове и постоянната тема за задлъжнялостта на държавите напоследък поставиха европейските фондови борси отново под натиск. Така на практика за първата половина на 2011 г. резултатът е движение в странична посока. Ние считаме конюнктурните опасения – подобно на ситуацията от средата на 2010 г. – за преувеличени и изхождаме от продължено циклично оживление. Доброто развитие на печалбите и атрактивните изгледи за такива при много европейски компании, както и отчасти много изгодните оценки на акциите продължават да бъдат аргумент в защита на по-високи курсове на акциите в Европа в средно- и дългосрочен план. Поради това дългосрочните изгледи за европейските акции остават положителни. Също така и в сравнение с корпоративните облигации европейските акции имат по-добра оценка. Дългосрочни шансове за печалба предлагат преди всичко големи европейски качествени компании.



Предимства се
наблюдават при Large
Caps

Европейски акции на фирми с малка капитализация (Small Caps)

Курсовете на Small Caps (малки фирми с по-ниска пазарна капитализация) се развиха значително по-добре през последните 12 месеца, отколкото тези на Large Caps (големи компании с по-висока пазарна капитализация). Преди всичко от гледна точка на оценките продължаваме обаче да смятаме, че предимствата са недвусмислено на страната на фирмите с голяма пазарна капитализация. През следващите месеци очакваме промяна на тренда при относителното развитие на стойностите и даваме предимство на тези компании, които са с голяма пазарна капитализация.

Очакванията за
печалба при акциите
от възникващите
пазари се
нормализираха в
значителна степен

Акции от възникващите пазари

След като акциите от възникващите пазари – изчислено в местна валута – достигнаха за пореден път през септември 2010 г. нови най-високи стойности съотнесено към развитите фондови пазари, оттогава те се представят като цяло по-слабо от развитите пазари. След корекционните движения, които много възникващи пазари регистрираха през изминалите седмици и месеци, възможно е курсовете отново да имат нов потенциал за поскъпване. В повечето случаи акциите от възникващите пазари са с все така доста атрактивни оценки (също и в сравнение с много развити фондови пазари) и много високите очаквания спрямо пазарите по отношение на корпоративните печалби в тази фаза се нормализираха значително. Към момента не изхождаме и от това, че китайската икономика ще се „приземи твърдо“, както и че ще се охлади в прекалено голяма степен. С това през следващите месеци има добри предпоставки за развитие в посока нагоре при акциите от възникващите пазари. В дългосрочен план тези акции се оценяват все така като перспективни.

Не се очаква „твърдо
приземяване“ за
китайската
икономика





Настоящият документ е изготвен и редактиран от „Райфайзен Капиталанлаге Гезелшафт“ м.б.Х., Виена, Австрия („Райфазен Кепитъл Мениджмънт“ или „Райфазен КАГ“). Въпреки внимателното проучване, данните, съдържащи се в него, са необвързваща информация и са базирани на знанията на служителите, отговорни за изготвянето на тези материали, към момента на изготвянето и са предмет на промяна от страна на „Райфазен КАГ“ по всяко време без допълнително уведомление. „Райфазен КАГ“ не поема никаква отговорност, независимо каква, по отношение на този документ или устна презентация на негова основа, по-специално по отношение на навременността, достоверността или изчерпателността на представената информация и на източниците на информацията съответно, или по отношение на осъществяване на прогнозите, представени тук. Също така, евентуални прогнози или симулации на предишно развитие на ценните книжа, представени в този документ, не представляват надеждна индикация за бъдещо развитие на стойностите. В допълнение, на инвеститори с валута на държавата, различна от валутата на фонда, се обръща внимание върху това, че освен това печалбите могат допълнително да се понижават или да се увеличават на базата на валутните колебания. Съдържанието на този документ не представлява нито оферта, нито препоръка за покупка или продажба, нито инвестиционен анализ. То в частност не е предназначено за употреба вместо индивидуална инвестиционна или каквато и да е друга консултация. Ако проявявате интерес към конкретен продукт, ние заедно с Вашия банков консултант сме на Ваше разположение преди евентуална покупка да Ви бъде предоставен пълния проспект за информация. Всяка конкретна инвестиция трябва да се предприема само след консултация и обсъждане и преглед на пълния проспект. Изрично се отбелязва, че трансакциите с ценни книжа съдържат значителен риск и облагането им с данъци зависи от личното положение и може да е обект на промяна в бъдеще. Резултатността на инвестиционните фондове се изчислява от Райфайзен КАГ съгласно метода ОеКВ на база на данните на банката-депозитар (при преустановяване на изплащането на цената за връщане по евентуални, индикативни стойности). При изчисляването на резултатите не се вземат предвид индивидуалните разходи, особено тези, като размерът на таксата на емитиране или съответно възможната цена за обратно изкупуване. Вземането им предвид води в зависимост от конкретния им размер до съответното намаляване на резултатите. Информация за максималния размер на таксата за емитиране и съответно за възможната цена за обратно изкупуване може да бъде намерена в краткия проспект. Данните за резултатността за минали периоди не дават основание за изводи и заключения относно бъдещото развитие на който и да е инвестиционен фонд или портфейл. Резултати в проценти (без разности), като се взема предвид реинвестирането на печалбата. Публикуваният проспект на даден инвестиционен фонд, описан в този материал, е на разположение на заинтересуваните в актуалната си редакция, включително всички промени от първото уведомление насам, на адрес www.rcm.at. Възпроизвеждането на информация или данни, по-специално използването на текстове, части от текста или графичен материал от този документ, изисква предварителното съгласие от страна на „Райфазен КАГ“.