

**2011 год:
Сдержанность вопреки
искушениям**

Ильяшенко Павел

Что определяет динамику рынков в среднесрочном периоде?

- 1) Изменение потоков движения институциональных денег в ответ на пересмотр ожиданий
- 2) Шоковые события

Что нужно для правильного позиционирования в среднесрочном периоде?

- 1) Определить во что верит консенсус и в чем основные предположения консенсус-прогноза
- 2) Найти слабые предположения, исследовать их и выстроить свою стратегию в расчете на корректировку прогнозов

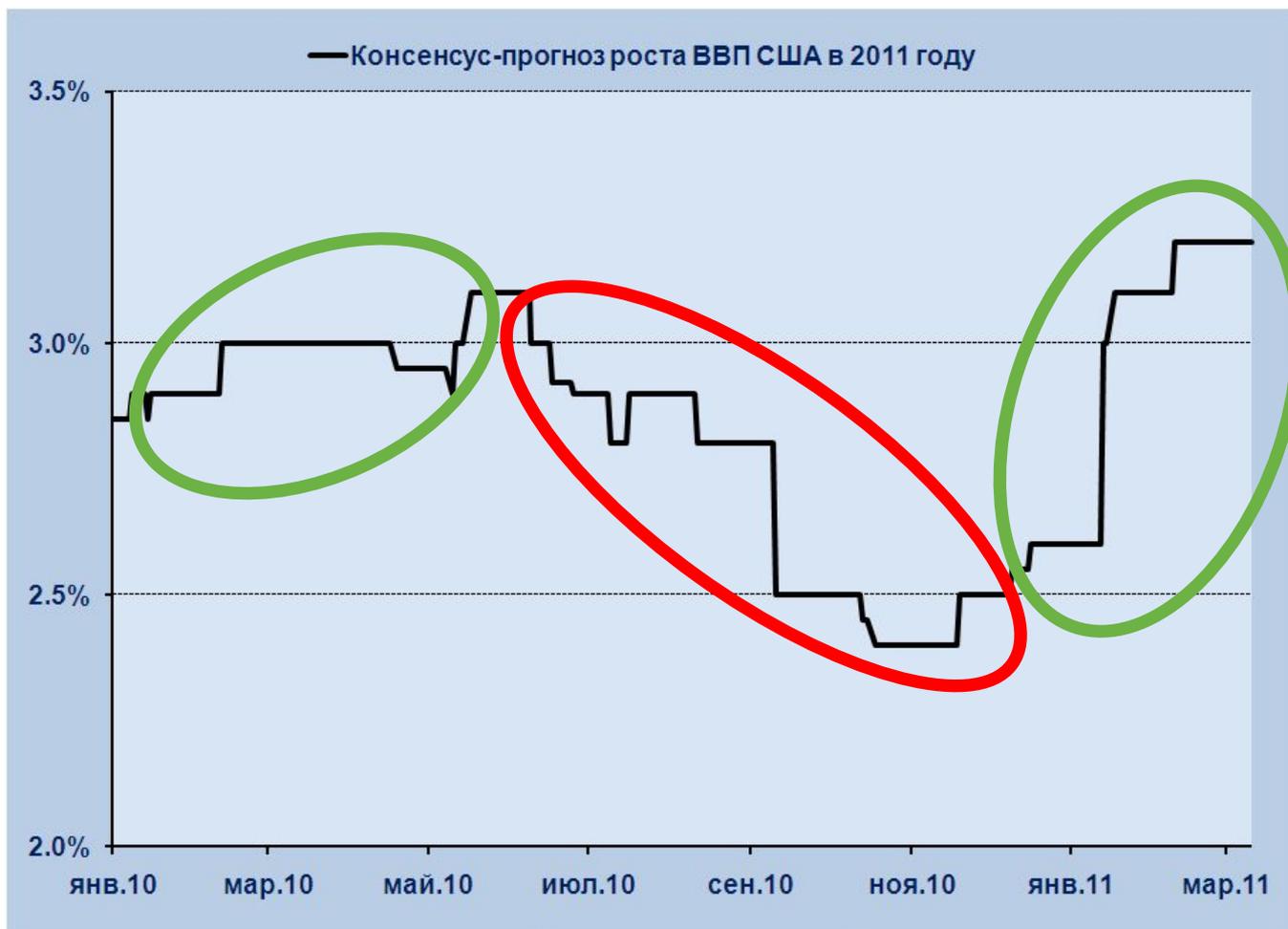
Три типа стратегии базируясь на том, соглашаетесь вы с консенсус-прогнозом или нет

- 1) Стратегический contrarian: консенсус-прогноз совершенно не прав (например лето 2008 года)
- 2) Tактический contrarian: консенсус-прогноз избыточно оптимистичен/пессимистичен (например весна и осень 2010 года)
- 3) Momentum play: согласие с консенсус-прогнозом, следование за толпой (например весна и лето 2007 года)

Стратегический взгляд на 2011 год: Momentum play + Тактический contrarian

- 1) Худшего не произошло, мировая экономика сохранила шансы на «выкарабкаться за счет роста»
- 2) Хороший год для развитых рынков акций и плохой для развивающихся рынков. Рост акций в США, а также Россия/Турция/Польша лучше остальных EM → шанс для Украины
- 3) Маловероятные, но разрушительные риски (долговой/монетарный/фискальный шок) → оставаться в акциях, но хеджировать риски при первом проявлении опасности
- 4) Ключевой риск → замедление в EM (проявит себя не раньше концовки II – начала III кварталов)

Эволюция консенсус-прогноза роста экономики США: оптимизм-пессимизм-ОПТИМИЗМ



Целевой уровень консенсус-прогноза для Индекса S&P 500 – 1400 пунктов (1350-1550)

S&P 500 Year-End 2011 Strategist Price Targets*

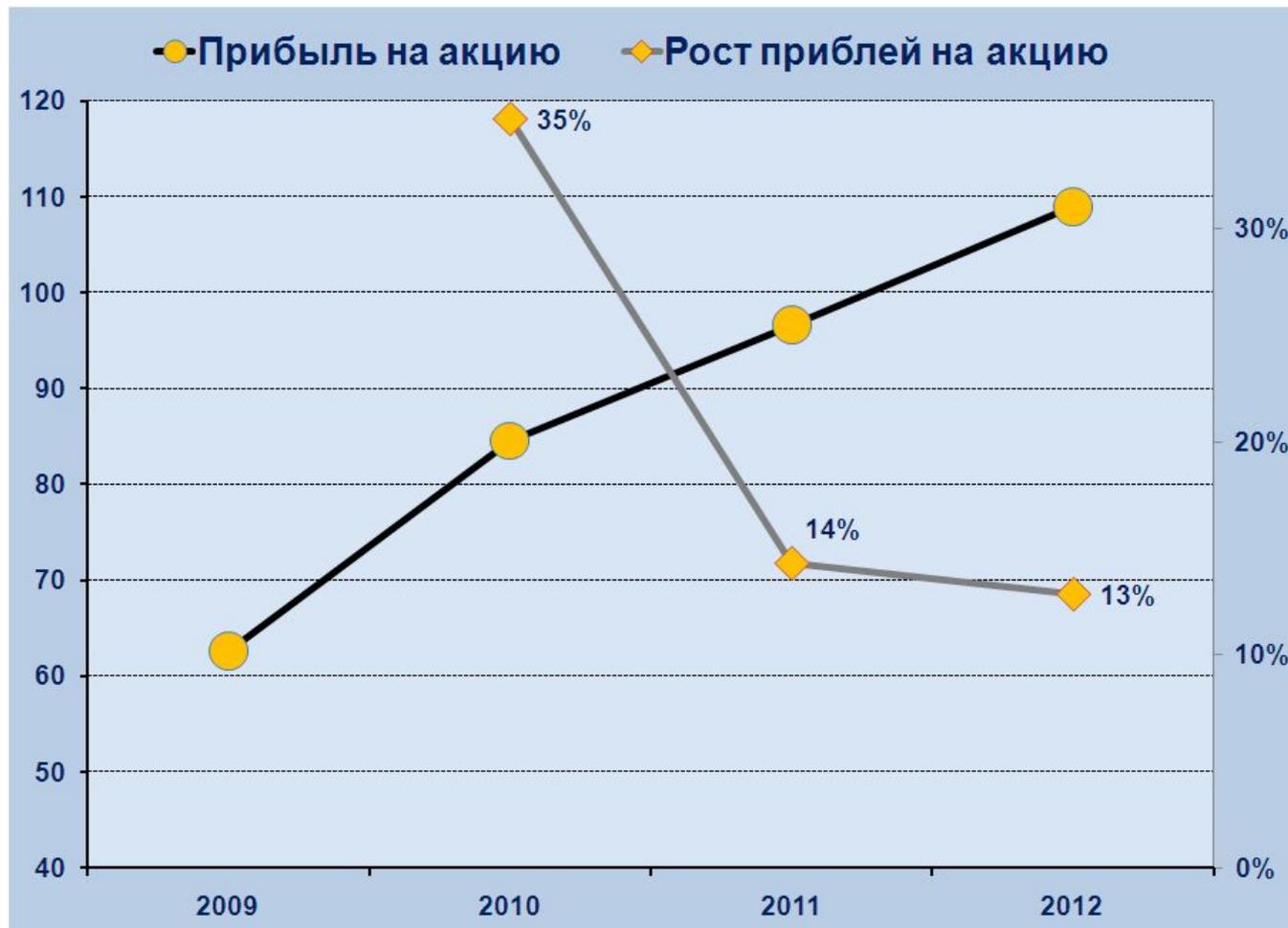
| Firm | 2011 Year End Target | | Expected 2011 % Chg at Start of Year | Expected 2011 % Chg Now |
|------------------|----------------------|----------------|--|-------------------------------|
| | 1/4/2011 | Current | | |
| Deutsche Bank | 1,550 | 1,550 | 23.25 | 23.25 |
| Goldman Sachs | 1,450 | 1,500 | 15.30 | 19.27 |
| Barclays | 1,420 | 1,450 | 12.91 | 15.30 |
| Bank of Montreal | 1,350 | 1,430 | 7.34 | 13.71 |
| HSBC | 1,320 | 1,430 | 4.96 | 13.71 |
| JPMorgan | 1,425 | 1,425 | 13.31 | 13.31 |
| UBS | 1,325 | 1,425 | 5.36 | 13.31 |
| Bank of America | 1,400 | 1,400 | 11.32 | 11.32 |
| Citigroup | 1,400 | 1,400 | 11.32 | 11.32 |
| Wells Fargo | - | 1,390 | | 10.52 |
| Oppenheimer | 1,325 | 1,325 | 5.36 | 5.36 |
| Credit Suisse | 1,250 | 1,250 | -0.61 | -0.61 |
| Morgan Stanley | 1,238 | 1,238 | -1.56 | -1.56 |
| Average | 1371.08 | 1401.00 | 9.02 | 11.40 |

*From weekly Bloomberg survey.

Консенсус чаще прав, чем не прав. С точки зрения консенсус-прогноза текущее снижение рынков – возможность для покупки



В основе оптимизма лежит прогноз роста прибыли компаний входящих в состав индекса S&P 500



Фундаментальные факторы имеют значение: экономика определяет прибыли компаний, а прибыли компаний определяют стоимость акций



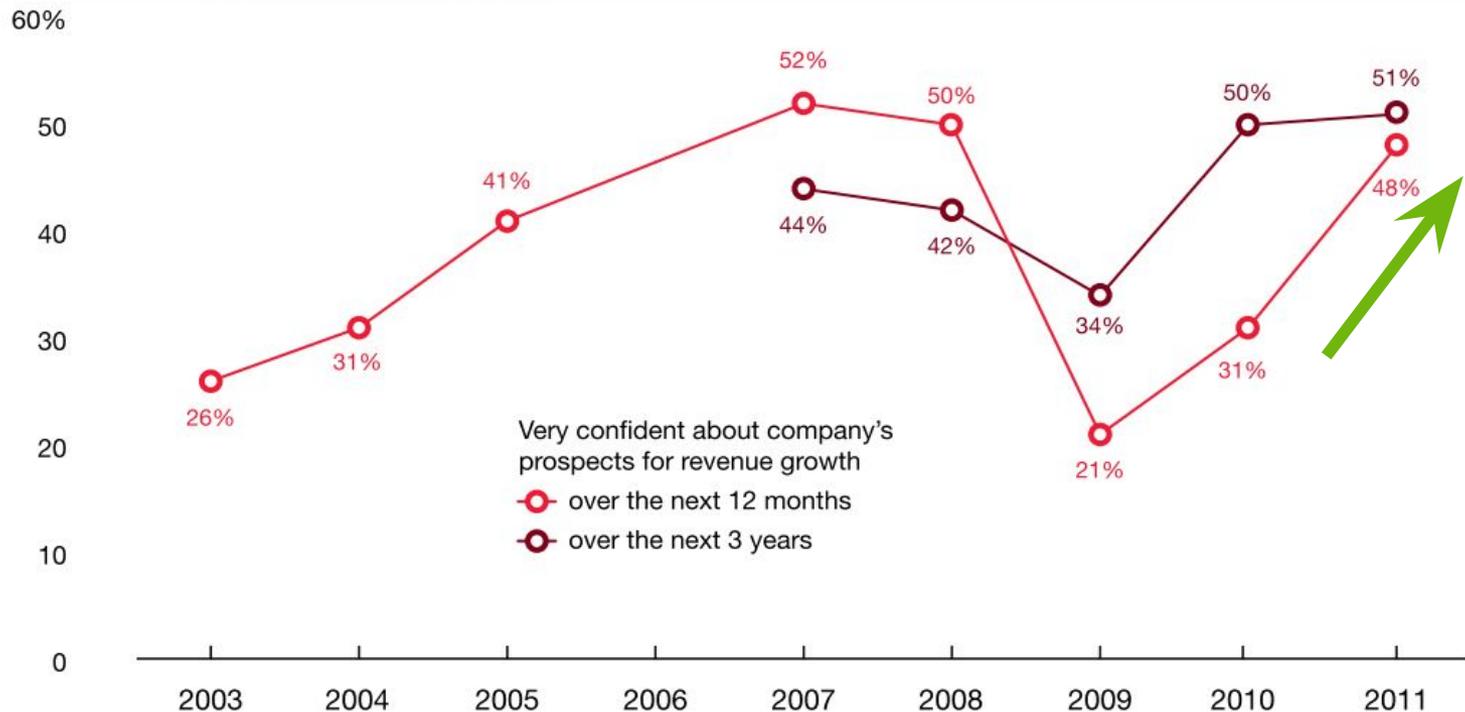
Изменение в прогнозах прибылей компаний также объясняет и среднесрочную динамику акций



Реальная экономика полна надежд на рост бизнеса в 2011 году

Figure 1: CEOs prepared for recovery in 2010 and expect growth in 2011

Q: How confident are you about your company's prospects for revenue growth over the next 12 months/3 years?



Base: 2011 (1,201), 2010 (1,198), 2009 (1,124), 2008 (1,150), 2007 (1,084), 2006 (not asked), 2005 (1,324), 2004 (1,386), 2003 (989)

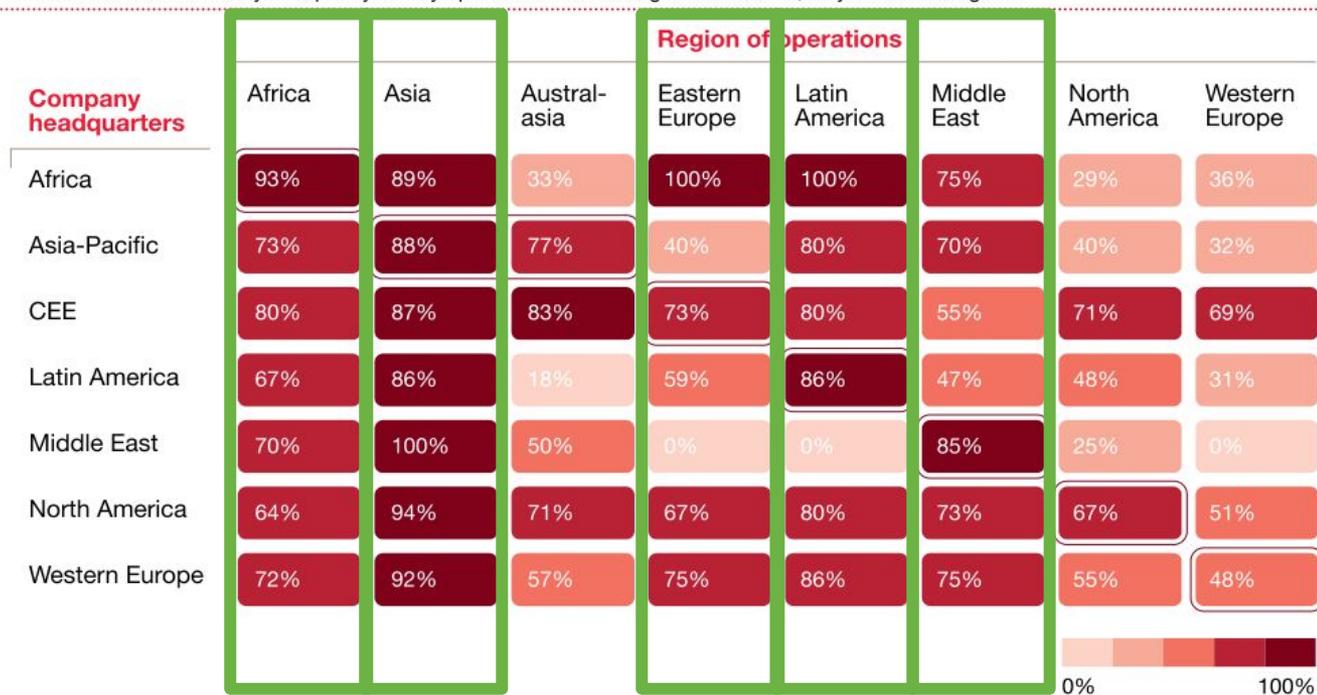
Note: Percentage of CEOs who are very confident about their companies' prospects for revenue growth

Source: PwC 14th Annual Global CEO Survey

.. НО ИСТОЧНИК ОПТИМИЗМА ЛЕЖИТ В расширении бизнеса в странах с развивающейся экономикой

Figure 2: Growth to come in emerging markets' operations, regardless of location

Q: In the next 12 months do you expect your key operations in these regions to decline, stay the same or grow?

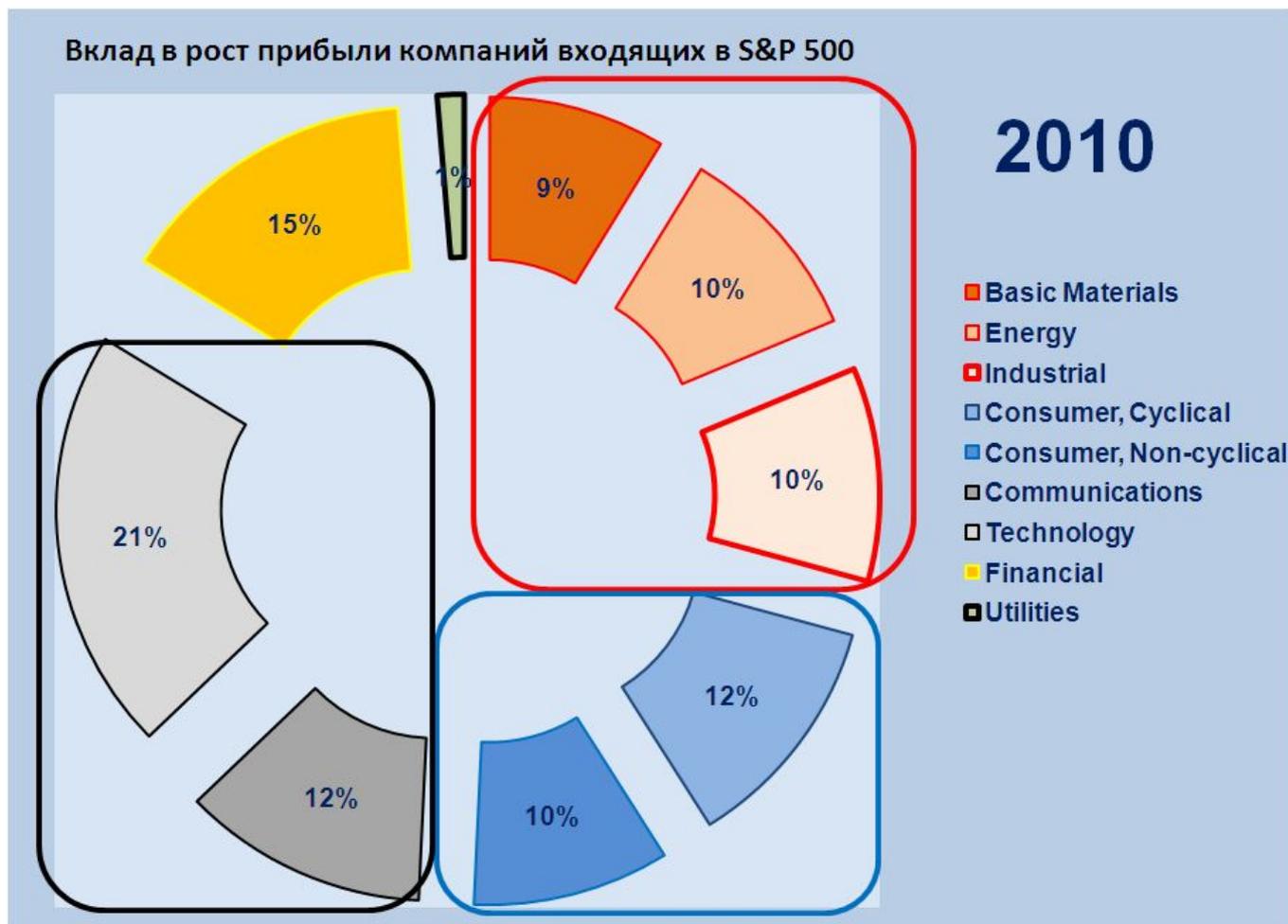


Base: Respondents who reported operations in said region (168-672)

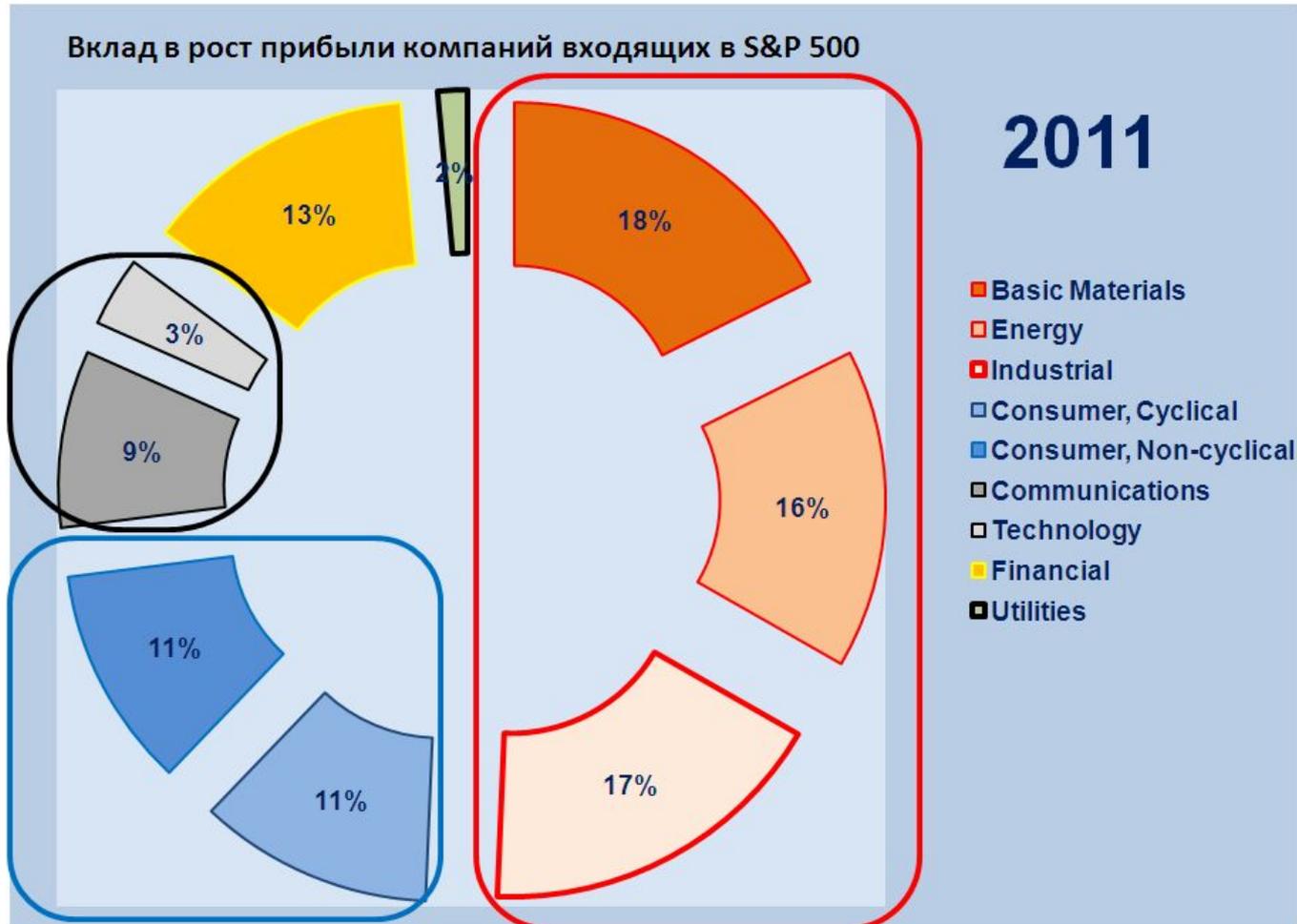
Note: Percentage of respondents who expect to grow their key operations in the region.

Source: PwC 14th Annual Global CEO Survey

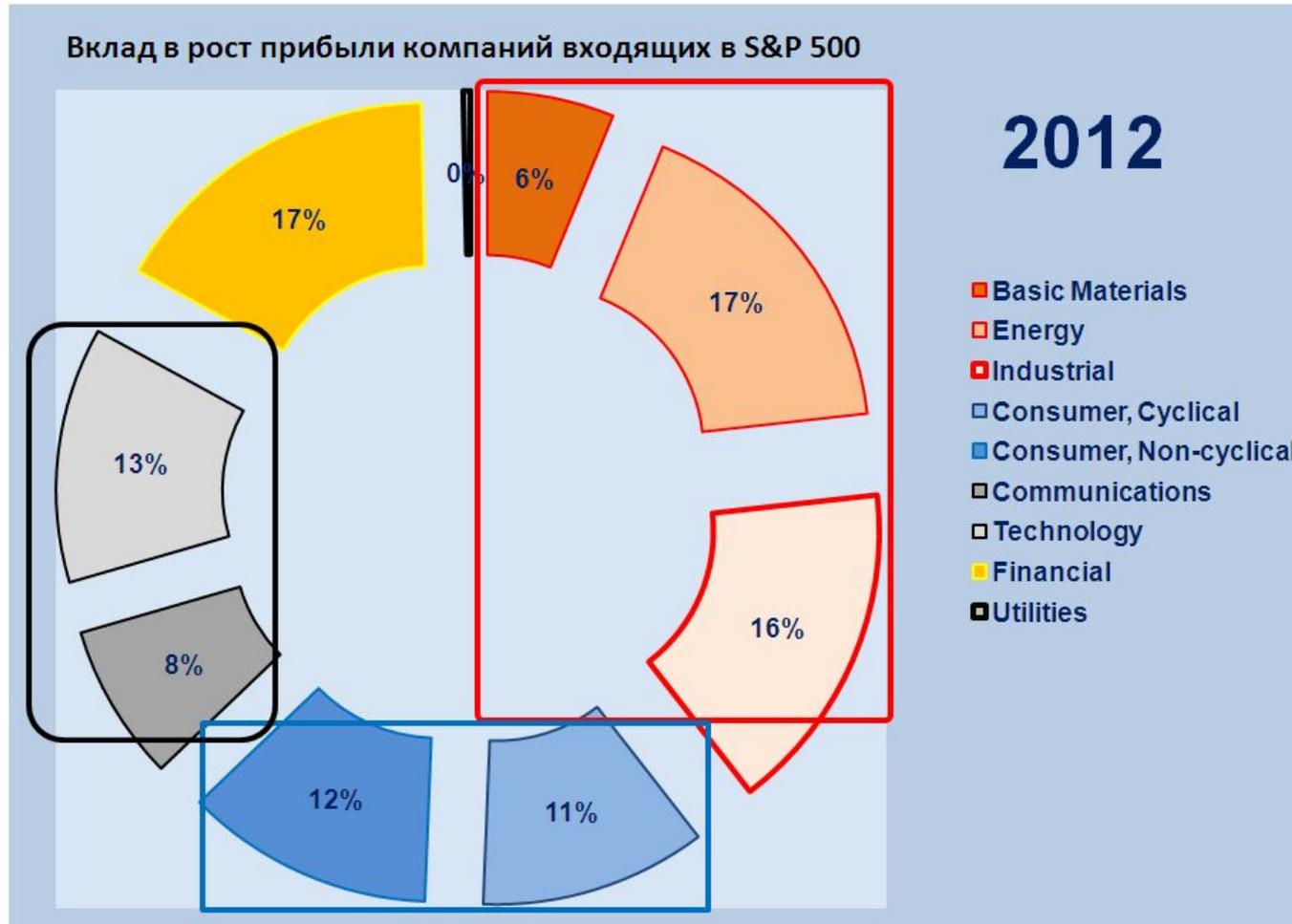
Рост прибылей компаний из списка S&P 500 в 2010 году был сбалансирован по секторам экономики



В 2011 году 51% прироста прибыли компаний S&P 500 ожидается от секторов полностью зависимых от EM

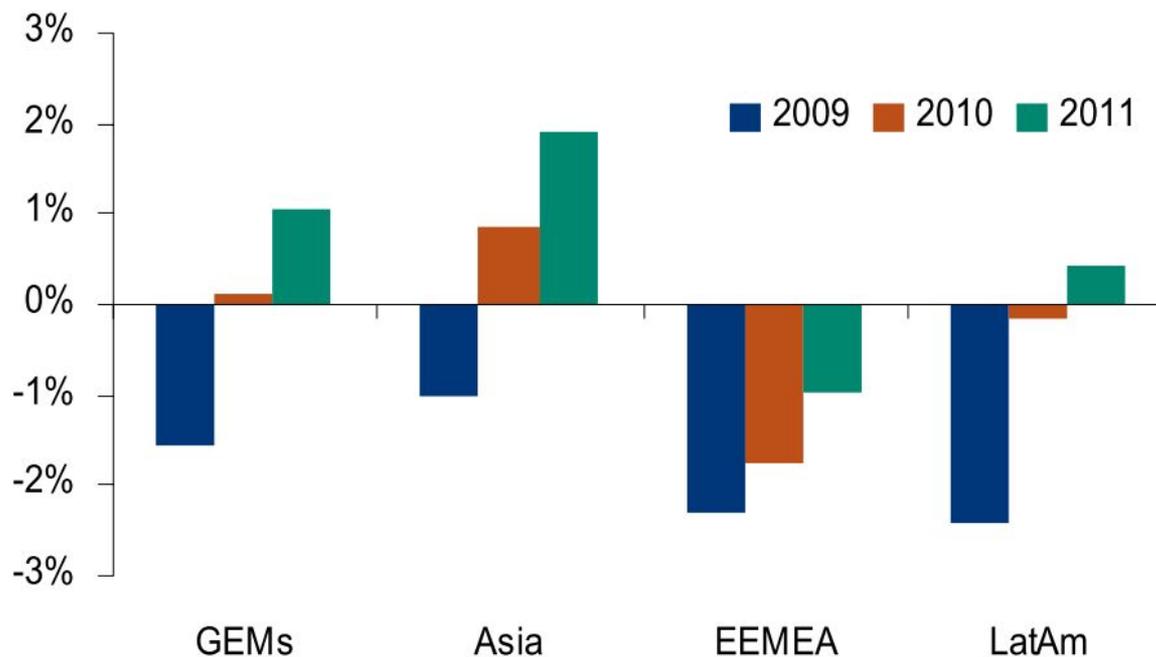


В 2012 году 40% прироста прибыли компаний S&P 500 ожидается от секторов полностью зависимых от EM



Реальный ВВП в ЕМ уже существенно выше потенциальных уровней

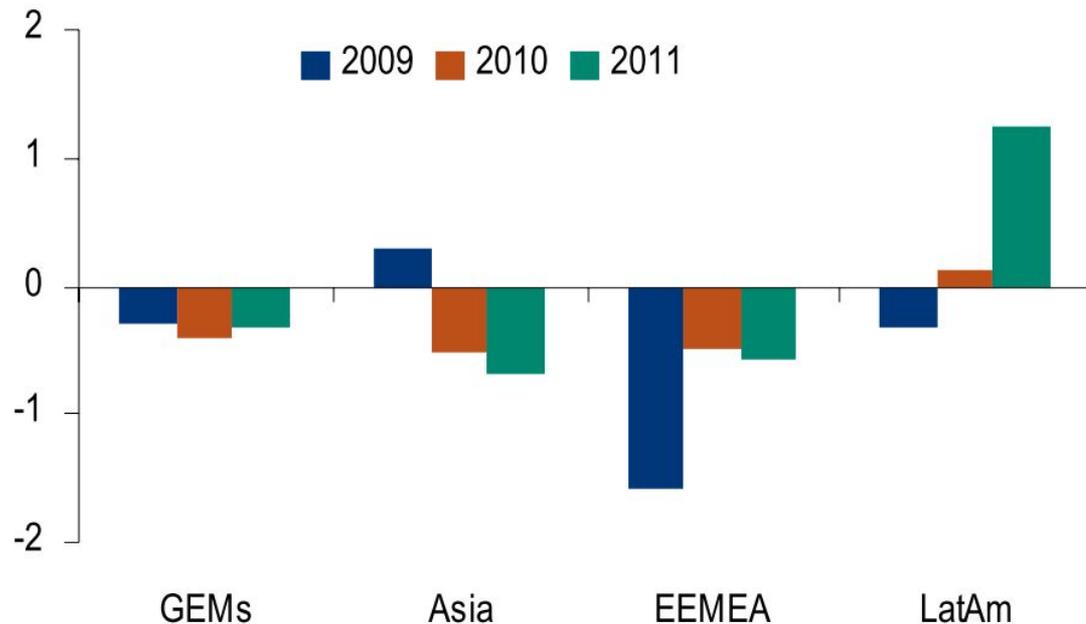
Chart 4: GEMs closing output gaps



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

Реальные % ставки остаются преимущественно отрицательными: борьба с избыточной деловой активностью еще впереди

Chart 39: LatAm leads normalizing the real interest rates...

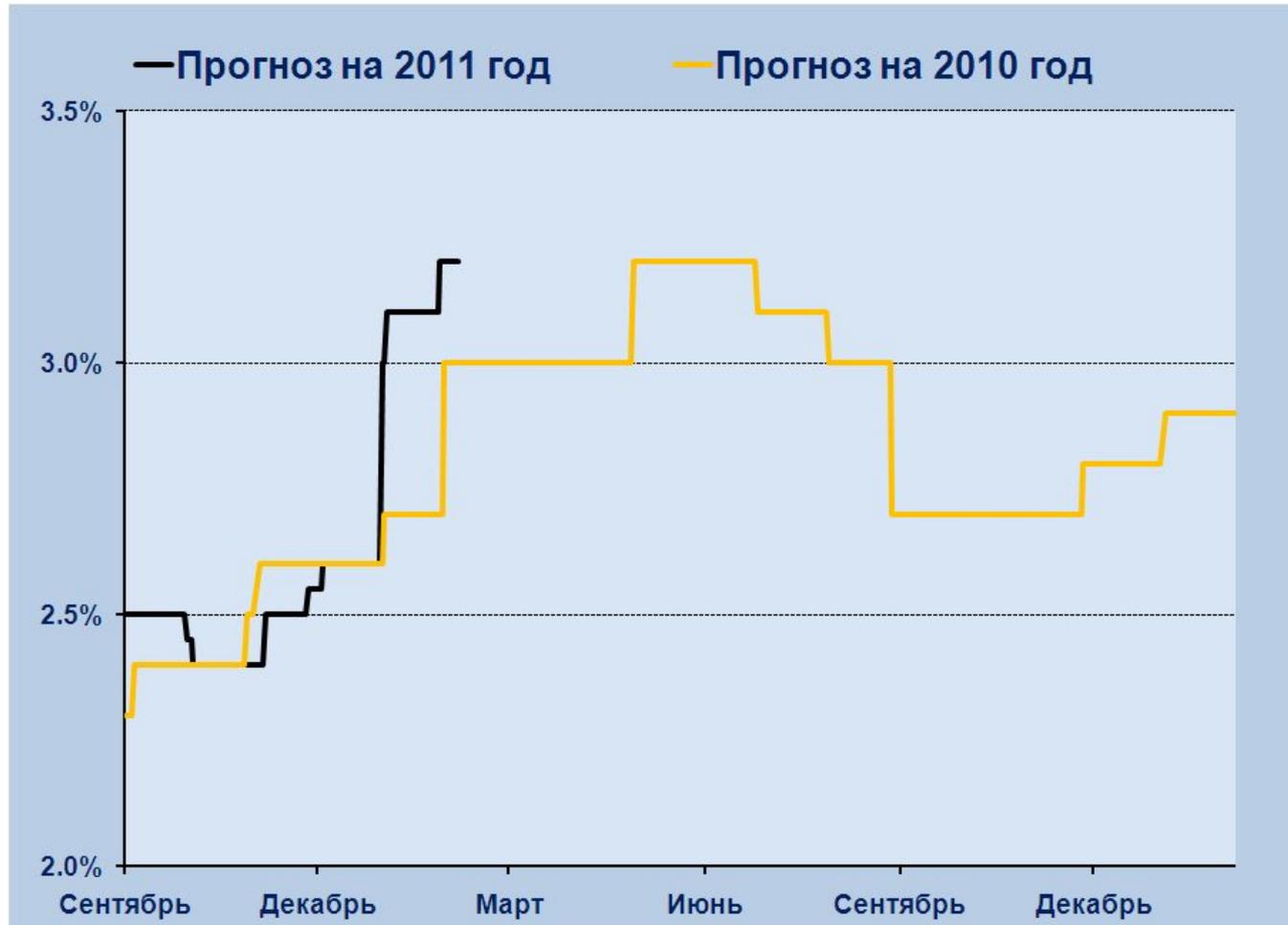


Source: BofA Merrill Lynch Global Research

Риск меньшего роста прибылей из-за ужесточения экономической политики и замедления экономики EM

- 1) Многие EM близки к верхней точке экономического цикла и в то же время сохраняют стимулирующую монетарную/фискальную политику. Высокая вероятность ускорения внедрения мер по сдерживанию экономической активности.
- 2) Рост прибылей компаний индекса S&P 500 сильно (прямо и косвенно) зависит от экономических кондиций в EM. Намек на замедление темпов роста EM приведет к пересмотру прогнозов прибылей компаний.
- 3) Пересмотр прогнозов – это то за чем охотится «Тактический contrarian».

2011 год может стать похожим на 2010, но на фоне более низкой волатильности и меньших масштабов колебаний.



Резюме: на что смотреть и что делать

- 1) Внимание на фундаментальные факторы, игнорирование шума. Ключевой позитивный аргумент – рост прибылей компаний. Ключевой риск – корректировка уровня оптимизма.
- 2) Много поводов для black swan 😊. Рациональный страх это хорошо – хеджироваться, хеджироваться и еще раз хеджироваться. Лучше недозаработать, чем потерять.
- 3) Поведение рынков будет стимулировать иррациональность. Придерживаться основ собственной стратегии.



Спасибо за внимание!