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) Тактический 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

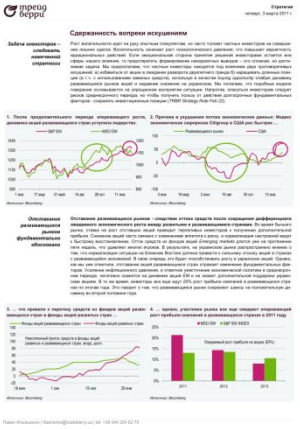
3) Маловероятные, но разрушительные риски (долговой/монетарный/фискальный шок) → оставаться в акциях, но хеджировать риски при первом проявлении опасности

4) Ключевой риск → замедление в EM (проявит себя не раньше концовки II – начала III кварталов)

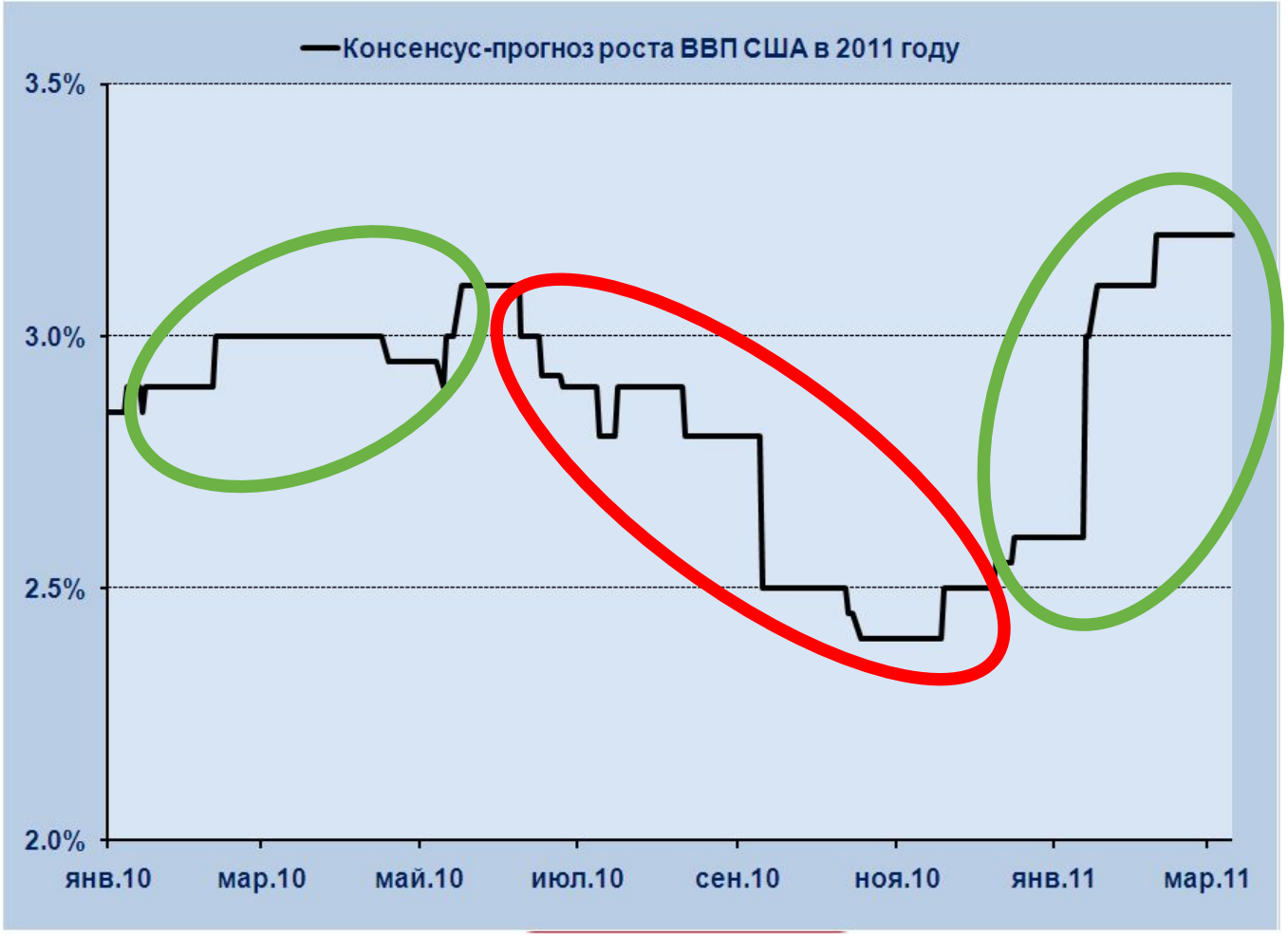
Взгляд на текущую ситуацию и 2011 год в целом от 22-ого февраля и 3-его марта

Тактический: рынок входит в трудный период → для портфелей с горизонтом 3-6 месяцев доля денежных средств 30%-50%

Стратегический: хороший год для акций, волатильность ниже 2010 года, т.е. сложная среда активного управления → сохранять долгосрочные позиции



Эволюция консенсус-прогноза роста экономики США: оптимизм-пессиммизм-оптимизм



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

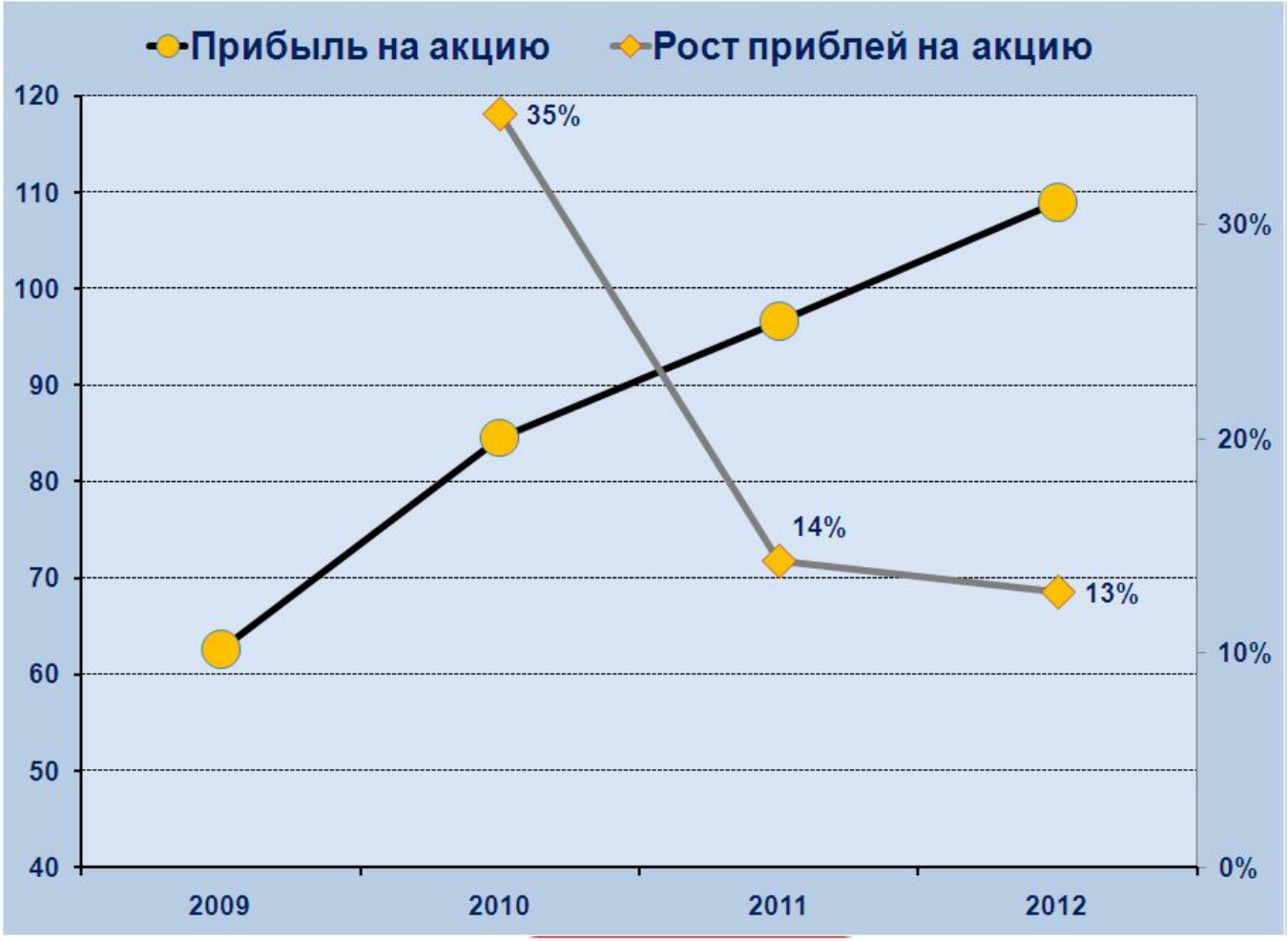
S&P 500 Year-End 2011 Strategist Price Targets*

Firm	2011 Year End Target 1/4/2011	2011 Year End Target Current	Expected 2011 % Chg at Start of Year	Expected 2011 % Chg Now
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	[illegible]	-1.56	-1.56
Average	**1371.08**	**1401.00**	**9.02**	**11.40**

**From weekly Bloomberg survey.*

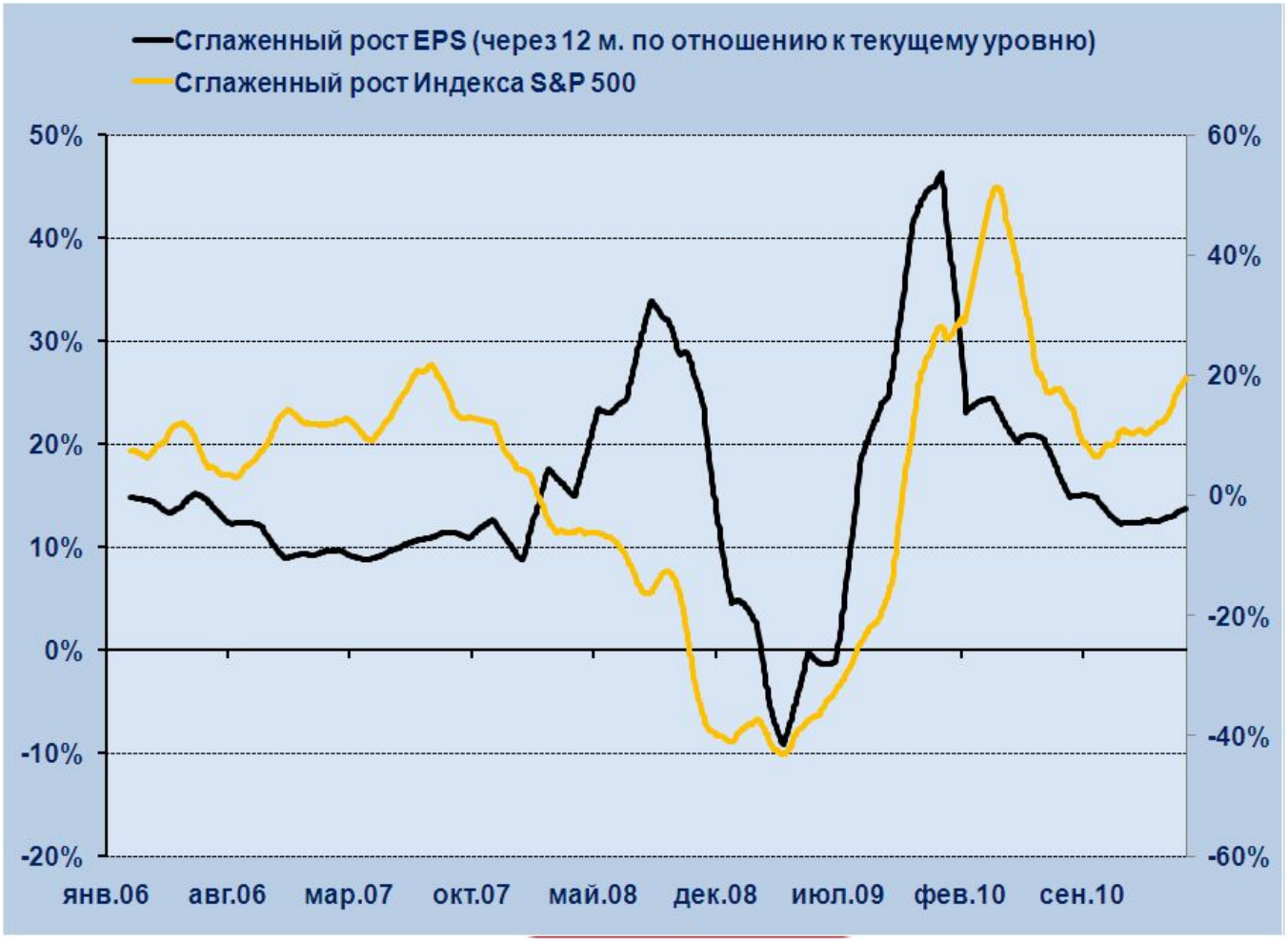
Консенсус чаще прав, чем не прав. С точки зрения консенсус-прогноза текущее снижение рынков – возможность для покупки

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



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

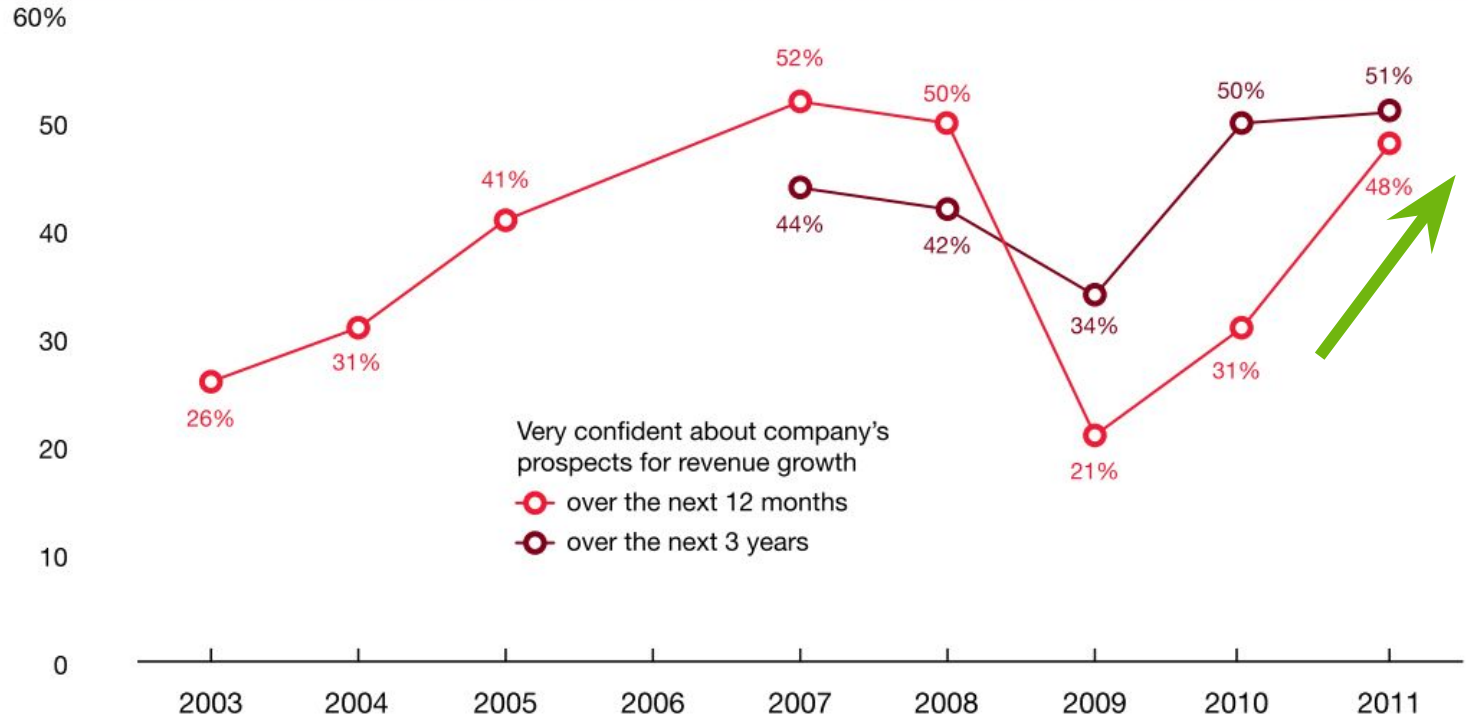
Изменение в прогнозах прибылей компаний также объясняет и среднесрочную динамику акций



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

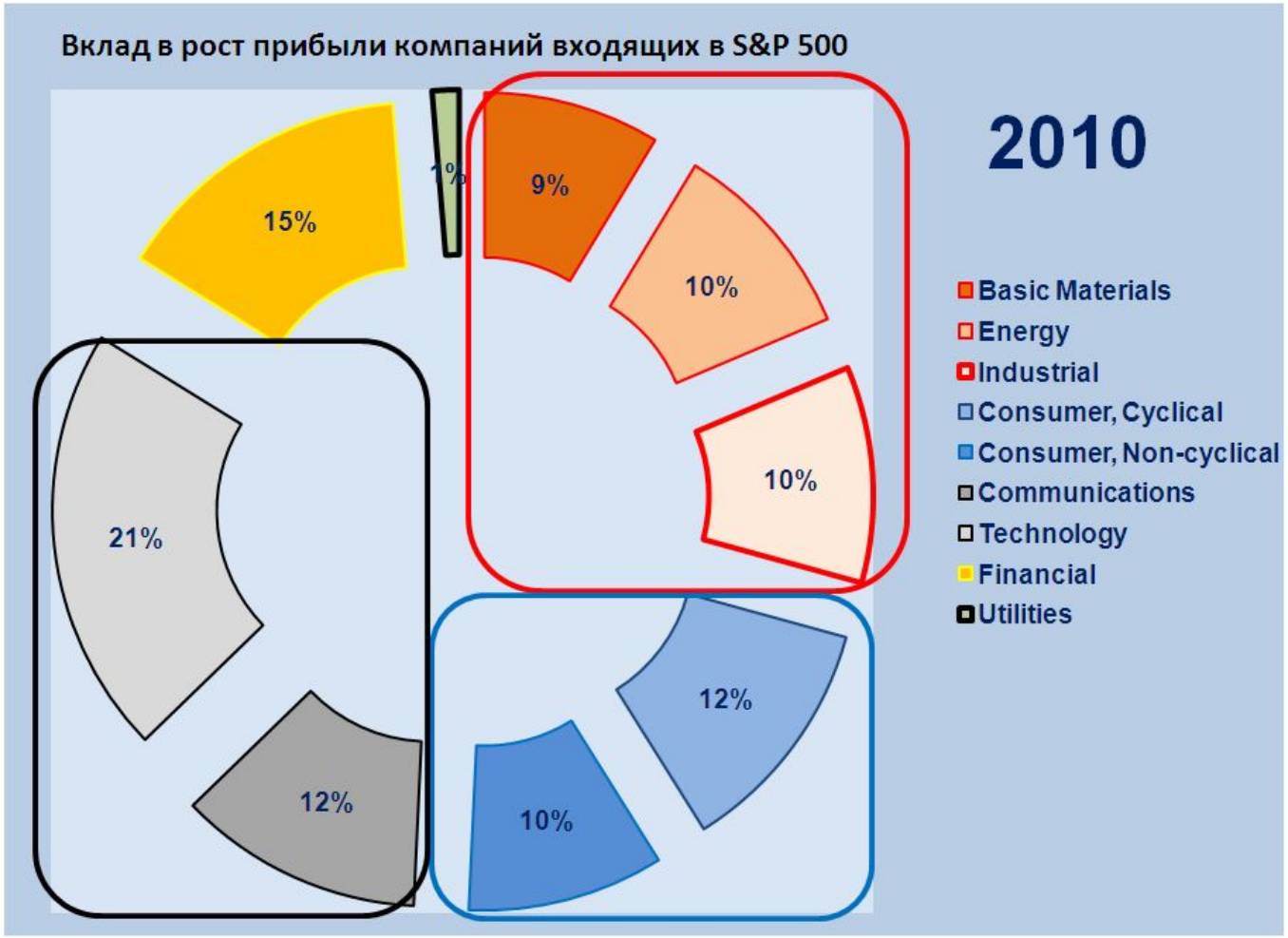
Q: In the next 12 months do you expect your key operations in these regions to decline, stay the same or grow?

Company headquarters	Region of operations: Africa	Asia	Austral-asia	Eastern Europe	Latin America	Middle East	North America	Western Europe
Africa	93%	89%	33%	100%	100%	75%	29%	36%
Asia-Pacific	73%	88%	77%	40%	80%	70%	40%	32%
CEE	80%	87%	83%	73%	80%	55%	71%	69%
Latin America	67%	86%	18%	59%	86%	47%	48%	31%
Middle East	70%	100%	50%	0%	0%	85%	25%	0%
North America	64%	94%	71%	67%	80%	73%	67%	51%
Western Europe	72%	92%	57%	75%	86%	75%	55%	48%

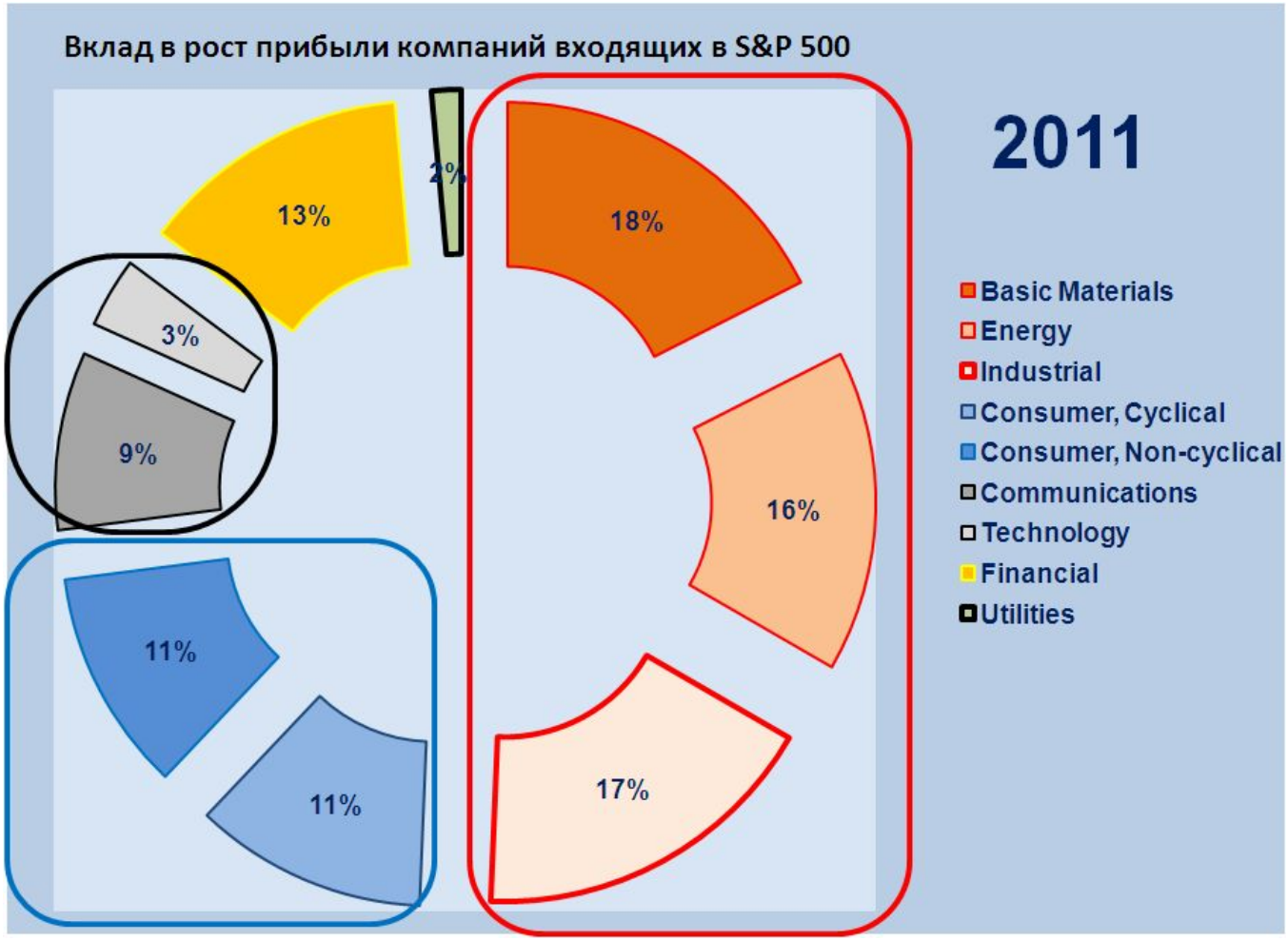
0% 100%

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

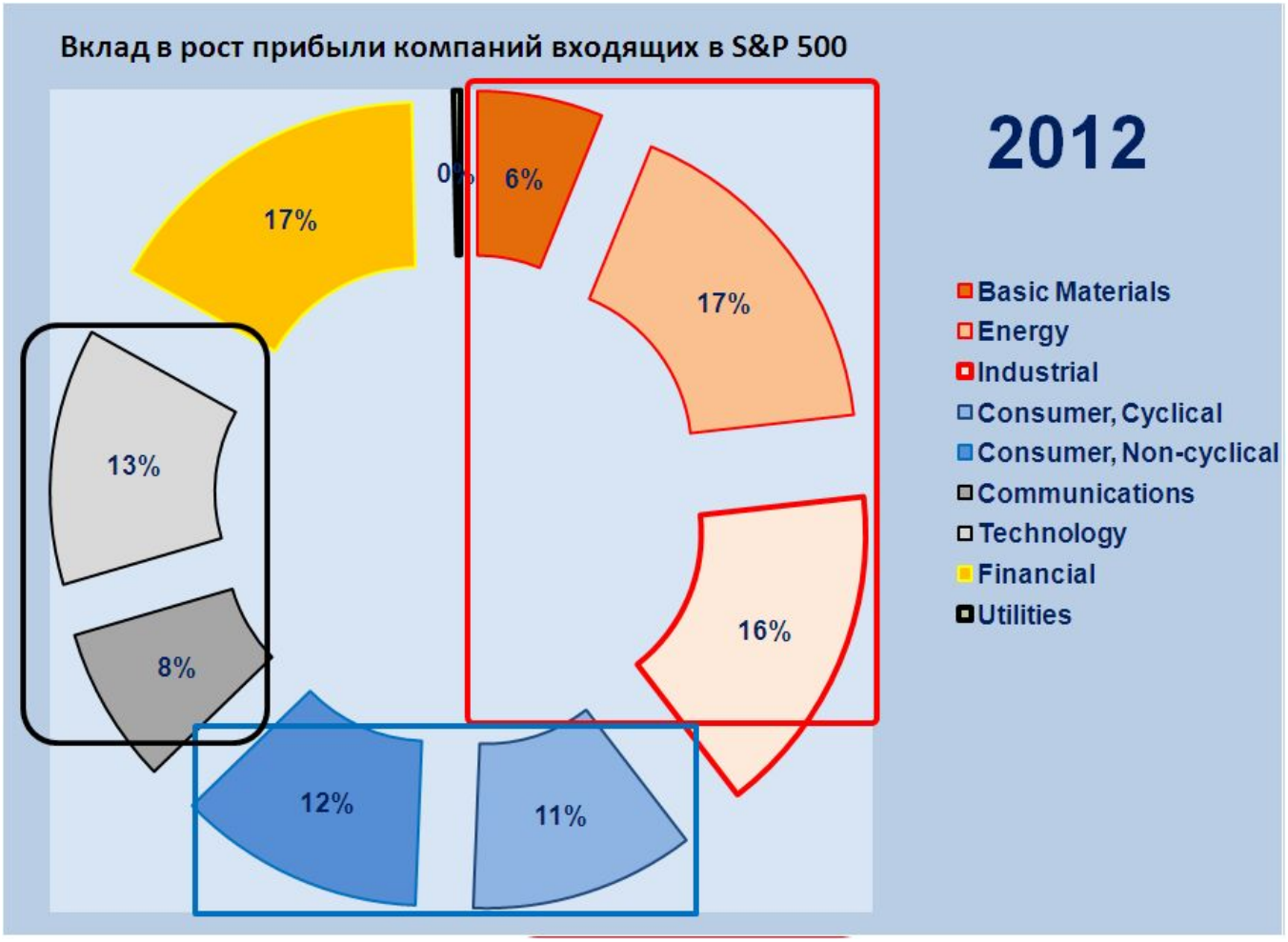
Рост прибылей компаний из списка S&P 500 в 2010 году был сбалансирован по секторам экономики



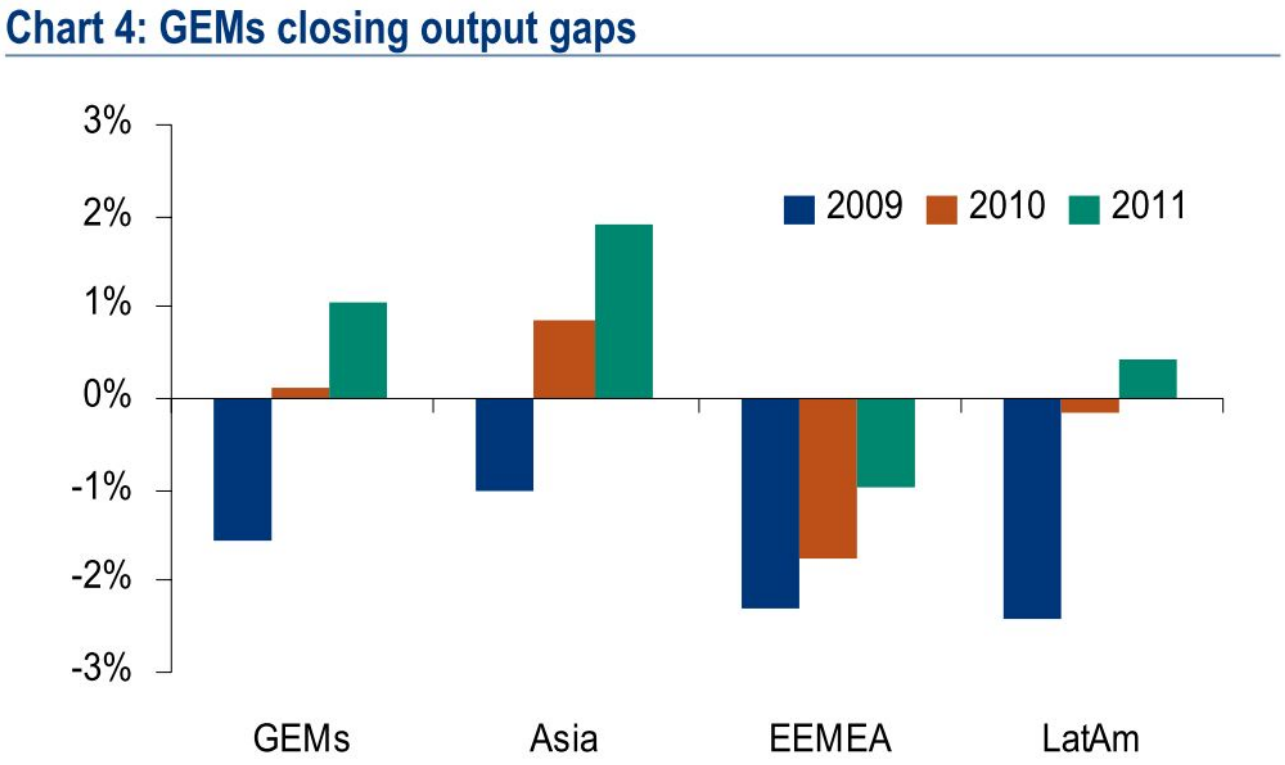
В 2011 году 51% прироста прибыли компаний S&P 500 ожидается от секторов полностью зависимых от EM



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



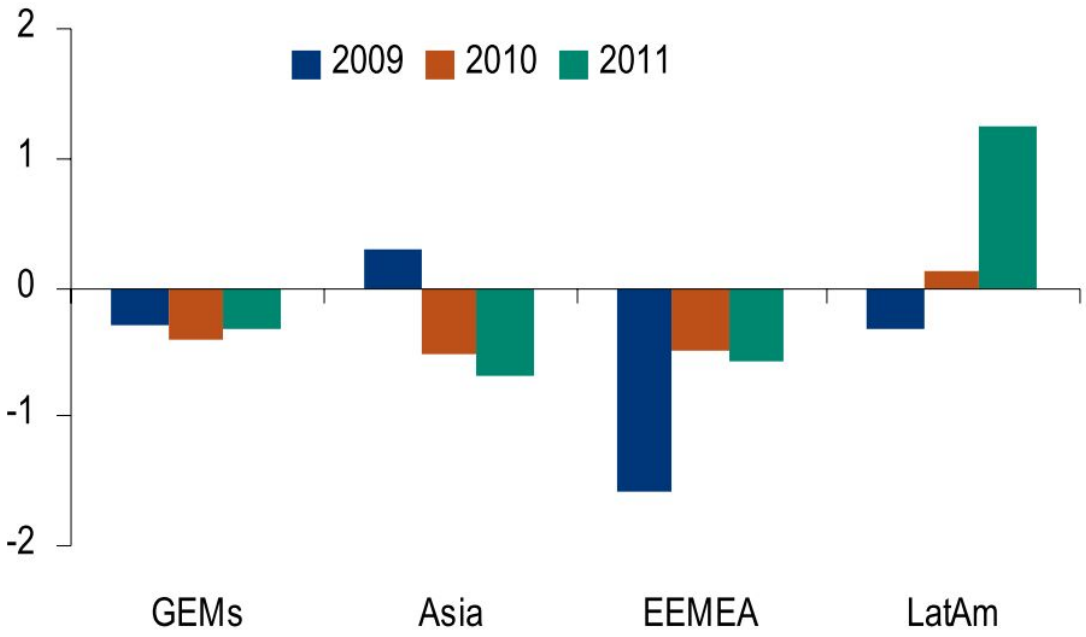
Реальный ВВП в ЕМ уже существенно выше потенциальных уровней



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

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

Chart 39: LatAm leads normalizing the real interest rates…



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

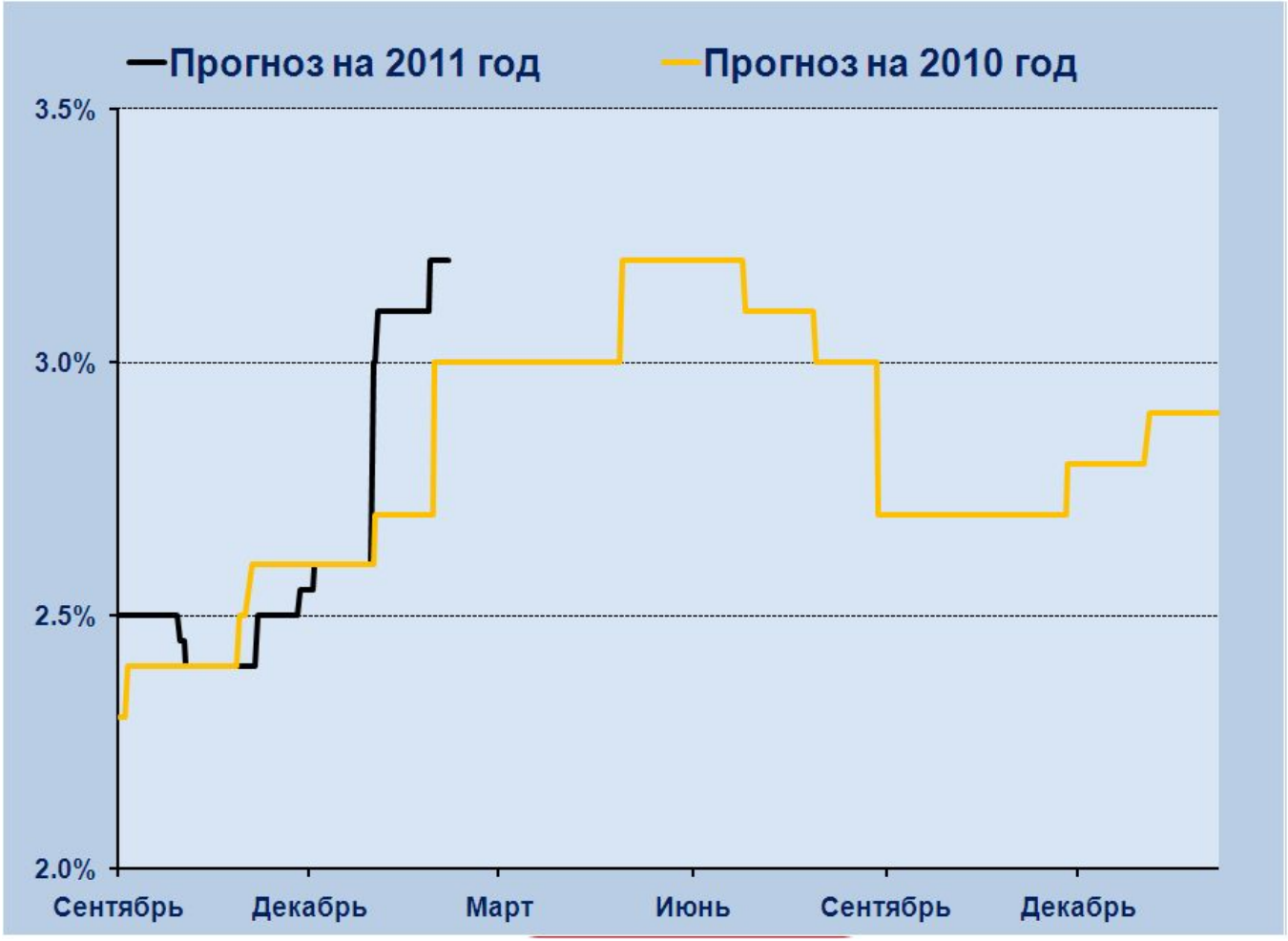
Риск меньшего роста прибылей из-за ужесточения экономической политики и замедления экономики EM

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!