

Что в данный момент происходит на рынках?

В данном документе приводится обзор текущей ситуации на рынке, составленный старшим менеджером портфелей Mandatum Life Тедом Робертсом. Информация в основном касается рынка инвестирования в 2011 году и тех факторов, которые лежат в основе возникшей нестабильности. Также приводится анализ того, что, по нашему мнению, происходит в данный момент на рынках и как действовать в связи с этим на рынках акций. В конце приводится пример того, каким образом осуществляется управление портфелем Finland Dividend, который размещает средства на финском рынке акций.

Обзор 2011 года

Этот год должен был быть для инвесторов рынков акций крайне простым. Прогнозы специалистов, которыми нас активно снабжали в конце прошлого года, были в этом отношении едиными. Инвестиции в акции должны были быть особенно сильными в начале года, при этом лучшим местом для инвестирования назывались развивающиеся рынки. Теперь же мы видим, что ожидания не оправдались и акции оказались невыгодной инвестицией по всему миру. Отсюда следует, что единое мнение по этому вопросу отнюдь не означает верности суждения. Как только оно оказывается ложным, массы, верившие в него, попадают в незавидное положение.

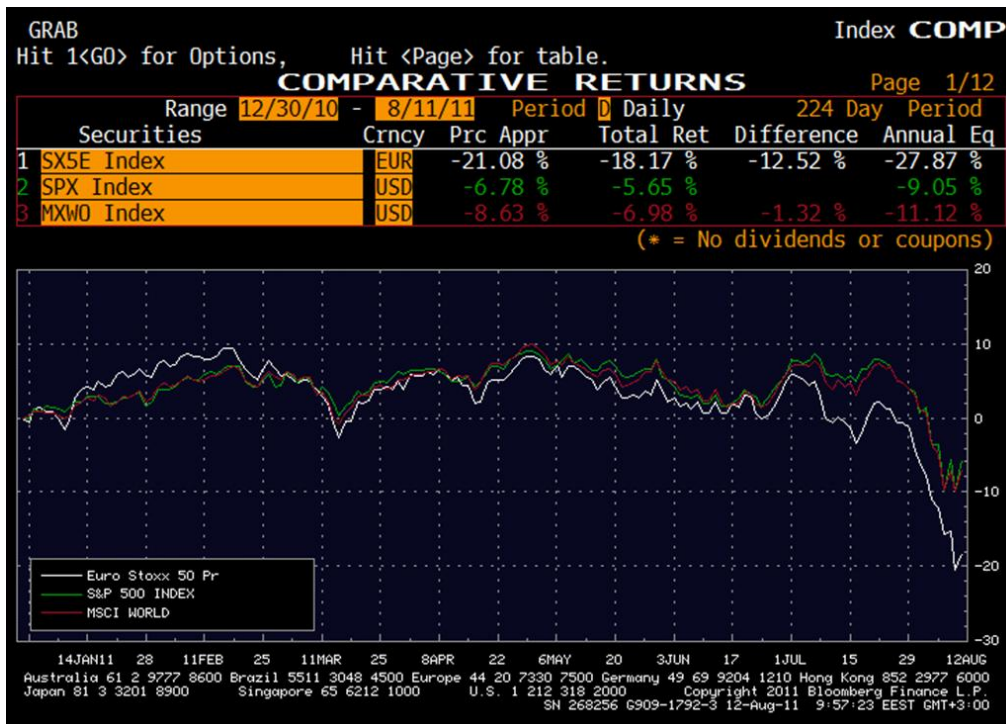
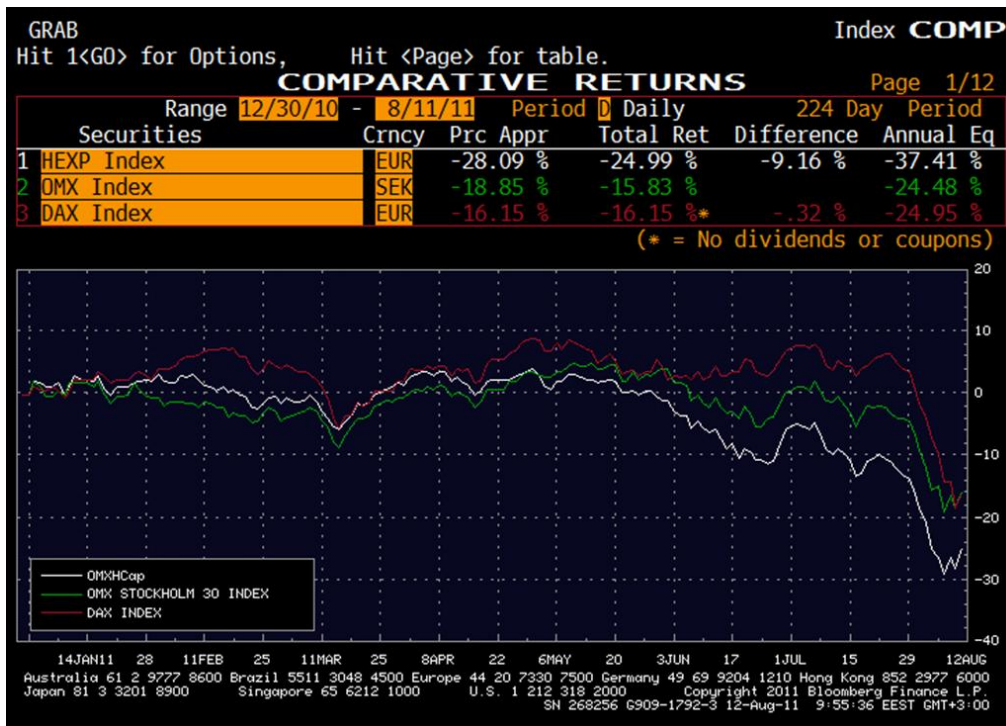
В течение этого года появилось несколько факторов, которые заставили сомневаться в благополучии рынков акций:

1. Беспорядки на Ближнем Востоке, имеющие различные неприятные последствия, самым неприятным из которых является, безусловно, повышение стоимости нефти (а отсюда и рост инфляции).
2. Землетрясение в Японии, которое нарушило цепочки поставок многих производств.
3. Долговые проблемы европейских стран, особенно в Греции, из-за которых Центральный банк Европы начал активные действия летом.
4. Опасность распространения долговых проблем на Италию и Испанию (это действительно серьезно, поскольку данные страны достаточно велики. 7 августа Центральный банк Европы начал покупать облигации Испании и Италии).
5. Долговые проблемы в США, ставшие реальным политическим фарсом (все знали, что решение о повышении возможного уровня долга принимать надо, но тянули с этим до последнего).
6. Снижение кредитного рейтинга США с AAA до AA+.
7. Слабеющие макроэкономические показатели Европы и США (при достаточно хороших показателях прибыли предприятий).
8. Аналитики, которые в конце прошлого года соревновались в том, кто даст наиболее положительный прогноз, соревнуются теперь в прямо противоположном.

Если смотреть назад, то все вышеперечисленное кажется простым и ясным, однако при этом очень немногим удалось вовремя сделать верный прогноз в отношении ситуации с акциями.

Наибольшими разочарованиями 2011 года стали:

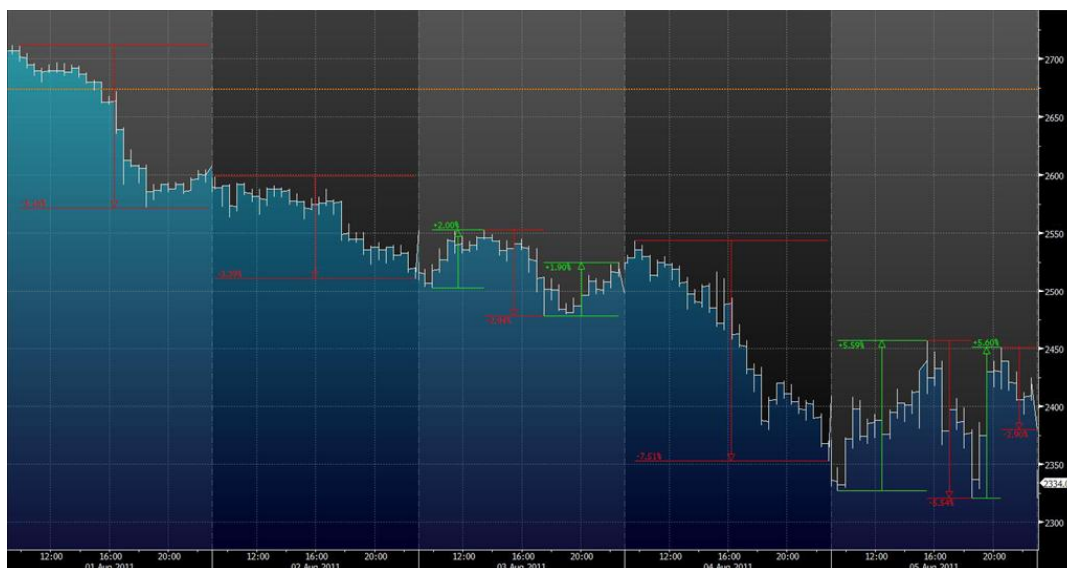
1. Повышение цен на многие виды сырья, причиной которого стали растущий спрос на развивающихся рынках и проблемы с поставками, из-за которых в Европе и США стала расти инфляция. Центральный банк Европы и Федеральный резерв США подошли к решению проблемы инфляции очень по-разному. Центральный банк Европы в два раза поднял базовую процентную ставку, а Федеральный резерв пообещал держать ее на низких позициях еще пару лет.
2. Ослабшие макроэкономические показатели США и Европы.
3. Обеспокоенность экономическим ростом и высокой инфляцией в Китае.
4. Понизившиеся макроэкономические показатели заставили аналитиков ухудшить прогнозы на 2012-13 годы. Ожидания аналитик при повышении рынков акций были очень высокими, и они должны были обосновывать свои рекомендации по покупке. Теперь прогнозы на 2012-13 годы будут снижены на 10-20% безо всякой обоснований. Единственной причиной будет являться низкое чувство уверенности, связанное с низкими ценами на акции. Аналитики могут сохранять свои рекомендации, но с более низкими прогнозами и ценами.



На графиках видно, что реакция рынков была особенно сильной в августе. Все индексы, кроме Финляндии и Швеции, были до августа положительными. Ясно, что рынок Финляндии дал самый плохой результат. Хотя он падал и ранее, в августе обвал продолжился вместе с другими рынками.

Что происходит сейчас?

В данный момент на финансовых рынках происходит то, чего не было ранее. В первую очередь, необходимо отметить скорость, с которой рынки по всему миру рухнули в августе. Во вторую очередь, внимание привлекает дневной размах колебаний (до +5% / -5% в течение дня).



EuroStoxx50. Первая неделя августа. Постоянное падение в течение первых двух дней, 3 и 5 августа очень быстрое движение вверх-вниз! События недели: соглашение о повышении уровня долга в США после политического фарса (30-31/7), слабый ISM в США (1/8), слабый ADP в США (3/8), шокирующие комментарии Центрального банка Европы (4/8), немного улучшившийся рапорт занятости в США (5/8), понижение агентством S&P рейтинга США с уровня AAA до уровня AA+ (6-7/8)



EuroStoxx50. Вторая неделя августа. График показывает сильное колебание цен на акции. В понедельник, 8 августа, до обеда +4,7% и затем -9,1%, во вторник +5,4% -> -7,7% -> +6,8% -> -4,7% -> +5,5% и в четверг +2,5% -> -6,9% -> +9,4%. События недели: решение Федерального резерва США о сохранении низкого уровня базовой процентной ставки (9/8), спекуляции о понижении рейтинга Франции (10/8), спекуляции о запрете продажи краткосрочных позиций банков (11/8), обнародование запрета на продажу краткосрочных позиций определенных финансовых предприятий Франции, Италии, Испании и Бельгии (12/8)

Теперь возникает вопрос, почему все это случилось и почему именно сейчас? Люди хорошо помнят кризис 2008-09 годов, и мы думаем, что многие стали сразу избавляться от акций. На самом деле, экономические показатели за последние пару месяцев несильно изменились. Кажется, что показатель ISM в США начала месяца мог очень сильно повлиять на людей! Уже сейчас ясно, что основное разочарование в отношении роста SKT в этом году будет связано с США.

Торговля на рынках всегда связана с прогнозами, поэтому далее мы приводим некоторые из них, которые касаются макроэкономических показателей в целом и акций в частности:

Прогноз роста SKT в США на 2011 год:

1. Bank of America = 3,2%
2. Barclays = 3,1%
3. Citigroup = 3,1

Прогнозы доходности на 2011 год S&P500:

1. Bank of America = +11,4%
2. Barclays = +13,0%
3. Citigroup = +11,4%

Реальные показатели роста SKT в США: 0,36% в первом квартале и 1,29% во втором, S&P500 упал на -10,9%. Это указывает на то, что ожидания (особенно в связи с рынками акций) были слишком радужными.

Рынки ненавидят неопределенность, и теперь у них возникла уверенность в том, что мир находится на грани нового экономического спада. И так как рынки акций понижались ежедневно, то это впечатление становилось все более отчетливым. Сейчас рынками владеет страх, а не жадность. Всевозможные новости трактуются в негативном ключе. В такие времена любой слух может заставить их сильно качнуться в том или ином направлении. Поэтому данные, которые должны были бы на них в обычной ситуации повлиять положительно (например, возможность получения в США пакета дополнительных мер QE3), не могут этого сделать. В данный момент сложно сказать, что именно может изменить этот негативный настрой.

Я. Рейд из Deutsche Bank считает, что долг западных стран за десятилетия вырос слишком сильно и более так продолжаться не может. Если рынки поймут, как дела обстоят на самом деле, то это породит большую сумятицу.

Все причины, которые позволяют иметь положительный настрой в отношении акций, по-прежнему действуют. Доходность дивидендов заметно выше, чем доходность облигаций (последняя упала, потому что инвесторы перевели деньги в более безопасные места. Это должно было оказать положительное воздействие на акции, но такового не произошло). Доходность правительственных облигаций США низка: годовые - 0,10%, 5-летние - 0,95%, 10-летние - 2,27%. Прибыль предприятий в 2011 году находится на хорошем уровне. Показатели второго квартала, особенно в Европе, были слабее тех, к которым мы привыкли, однако лишь небольшая часть предприятий понизила прогнозы на целый год. Несмотря на это аналитики понизили свои прогнозы, в основном по причине падения стоимости акций. Стоит учитывать, что прогнозы аналитиков в основном базируются на хронологии. Ни один из них не сможет предсказать экономические циклы. Если цены на акции идут вверх, то ожидания аналитиков высоки, если вниз, то и они понижаются.

Как вести себя на таких рынках?

Для людей, у которых на рынках нет больших позиций и которые не должны ежедневно следить за состоянием портфеля, нынешняя ситуация может казаться абсолютно обычной. Рынки всегда колеблются, и мы все к этому привыкли. Это всем известно, однако необычна быстрота реакции рынков и размер дневных колебаний. Заметно, что рынки падали гораздо быстрее, чем после банкротства Lehman Brothers. Это, в свою очередь, привело к очень низким показателям RSI, которые отражают ситуацию на рынке. В нормальной ситуации это могло бы свидетельствовать о замечательной покупке, но не сейчас!

Комментарий Bank of America ^{12 августа}:

Колебание рынков крайне сильно. Рынок акций 4 дня подряд двигался по крайней мере на 4% в одном или другом направлении. Такое случалось лишь дважды после Великой Депрессии 1929 года: во время биржевого краха 1987 года и в ноябре 2008 года во время финансового кризиса. Однако оба эти падения имели на графике форму буквы V, нынешнее же имеет форму W, что свидетельствует о длительной нестабильности рынков.

На подобных рынках принципы оказываются неважными, и выбор акций практически не влияет на доходность. Наша инвестиционная философия основывается в основном на фундаментальных экономических показателях и результатах предприятий. Так как в данный момент выбор акций имеет маленькое значение, то очень сложно принимать какие-либо решения. В случае со многими предприятиями мы видим возможности для более чем 50%-ного роста, однако в течение короткого промежутка деньги делать сложно. Если начнется очередное падение, то предприятия, которые являются сейчас дешевыми, станут еще дешевле. На рынках, ожидающих экономического падения, нет смысла оценивать стоимость предприятия только на основании собственных прогнозов. Следует также учитывать то, какой может стать цена в случае самого неблагоприятного сценария. Так как мы сами в падение не верим, то наши прогнозы на общем фоне рынков, верящих в это, оказываются второстепенными. По этой причине мы должны снизить краткосрочные инвестиции на иных основаниях, чем обычно. Психологически это сложная ситуация, потому что и без того дешевые предприятия могут подешеветь еще больше, если рынки будут верить в экономический спад. Всегда сложно продать предприятие, которое уже и так дешево, если при этом верить, что это может сделать его еще дешевле. Это связано с тем, что предприятие доступно на рынке, или с тем, что рынки быстро меняют макроэкономические прогнозы.

В подобной рыночной ситуации удельный вес «авося» в доходности становится больше, чем обычно. Это происходит потому, что доходность определяет в большой степени ежедневный выбранный уровень риска. Ясно, что никто не может предсказать, когда рынки достигнут дна и когда цены на акции начнут повышаться. Ситуацию не делает легче и то, что промежуток колебания цен в течение дня может составлять 10%. Естественно, мы хотели бы осуществлять лишь долгосрочные инвестиции, однако в мире, где стоимость и доходность отслеживаются ежедневно, это просто невозможно.

Поэтому мы следуем стратегии абсолютной доходности, которая, по нашему мнению, является единственно верной. Это означает, что наша доходность не может колебаться так сильно, как колеблется доходность рынков. В этой ситуации достижение положительной доходности на протяжении короткого промежутка времени является крайне сложным, так как у рынков отсутствует ясное направление движения, а колебание очень велико даже в пределах одного часа. В один момент выгодно иметь краткосрочные позиции, в другой - долгосрочные. Однако это невозможно. На рынках следует следить за тем, какую позицию выбирают другие, и принимать противоположную. Следствием могут быть несколько неудачные решения, и психологически от этого может быть тяжело.

Одно очень хорошее обстоятельство заключается в том, что у нас может быть длинная позиция по какой-либо акции, но в то же время мы можем защищаться от падения рынков короткими позициями. Если Вы являетесь традиционным инвестором типа long-only, у которого более 90% инвестиций имеет длинные позиции, то вы будете просто сидеть и ждать, когда рынки очнутся.

В такие сложные времена мы должны суметь достичь лучших результатов, чем наши конкуренты типа long-only. Так и было, однако абсолютная доходность при сложившейся ситуации на рынках крайне сложна. Это не радует ни наших клиентов, ни нас самих. При этом мы делаем все возможное для того, чтобы добиться абсолютной доходности. Мы верим, что к концу этого года наши результаты будут заметно сильнее, чем у конкурентов, и даже положительными.

Анализ портфеля Finland Dividend

Следующий график иллюстрирует изменение удельного веса акций в портфеле Finland Dividend. Затем рассмотрим доходность портфеля



Удельный вес акций Finland Dividend (по дням) 5.11.2008 11.8.2011

На графике видно, как мы изменяли удельный вес акций с течением времени в случае с высокой и низкой ценой. По нашей оценке, цены на финские акции были разумными уже с октября-ноября прошлого года. Рынки начали принимать риск с момента появления сообщений о проблемах в Греции. Мы держали удельный вес акций на умеренном уровне с мая прошлого года - в среднем на уровне 35-40%. По причине низкого риска акций мы показали в четвертом квартале прошлого года более низкий результат (покупка акций не была обоснована через нашу модель оценивания, это сейчас ясно видно).

Мы увеличили удельный вес акций в марте после землетрясения в Японии, но при этом уменьшили уровень риска после коррекции рисков. Рынок акций Финляндии начал падать без какой-либо причины в мае, при этом другие рынки повышались. Мы сохраняли негативный удельный вес акций в течение всего мая, в первой половине июня удельный вес был очень низким (<20%). В это время относительная доходность акций Финляндии была на очень хорошем уровне. Мы заметно увеличили удельный вес акций в середине июня (местами более чем на 100%). Это полностью оправдывало себя до второй недели июля, когда на рынках появились спекуляции относительно долгового бремени Италии (проценты повысились очень быстро). В этот момент мы уменьшили удельный вес акций и снова увеличили его в конце июля (удельный вес в конце июля - 72%).

Мы повысили удельный вес акций, так как: 1) на рынке было несколько выгодных акций, которые упали за 3-4 месяца на более чем 30%, 2) финский рынок акций упал на -17,3%, хотя другие рынки повышались, 3) уровень стоимости упал заметно больше, чем прогнозировалось, 4) результаты предприятий Финляндии/Европы и США были хорошими, равно как и прогнозы руководства в отношении конца года.

1 августа. Рынок был в плюсе более чем на 2%, и доходность Finland Dividend с начала года стала положительной. В течение дня рынок стал падать, падение ускорилось после обнародования более слабых показателей ISM в США. Мы не отреагировали на эту информацию, так как, по нашему мнению, она не отличалась от экономических показателей за последние 3-4 месяца. 2 августа рынок продолжил падение, в связи с этим 3 августа мы уменьшили удельный вес акций примерно до 20%. После этого мы старались активно регулировать удельный вес акций на крайне сильно колеблющемся рынке между 10-80%. К сожалению, в этом месяце мы потеряли больше денег, чем ранее. Сейчас за месяц мы находимся на позиции -8.0%, за год -10.1%. Соответствующие показатели биржи Хельсинки -13.0% и -28.1%. Иными словами, наш результат был заметно лучше финского, однако на базе года положительной доходности нам достичь все же не удалось.

Сейчас крайне сложно определить, какой уровень риска акций нужен. Если предположить, что сильного падения не предвидится, то уровень стоимости финских акций очень привлекателен. С другой стороны, проблем на рынке столько, что гораздо проще рекомендовать максимально снизить удельный вес акций или даже сделать его негативным. Разумным представляется продать акции хотя бы частично и / или регулировать их удельный вес через фьючерсы даже на уровне часа. Основной проблемой было и остается крайне сильное колебание.

Мы не хотим и не имеем права играть с деньгами клиентов. По этой причине мы не делаем больших ставок на повышение или понижение до тех пор, пока ситуация на рынках не прояснится, то есть станут ясны факторы, влияющие на них в данный момент (некоторые хеджинговые фонды рискуют деньгами клиентов, и они могут принести доход, однако может случиться и наоборот. Никогда нельзя повышать в два раза риск, если предыдущие прогнозы не оправдались!). В данный момент очень сложно сказать, что именно в состоянии успокоить рынки. Любая новость может их оживить. В то же время, чем дольше откладывается решение проблемы, тем меньше у инвесторов будет уверенности, что может породить новую волну продаж. Мы продолжим управление портфелем Finland Dividend с низким удельным весом акций до тех пор, пока не получим информацию, которая позволит его повысить. Следует учитывать, что у нас удельный вес акций может быть и 150%, если соотношение риска и доходности находится на привлекательном уровне. В таком случае мы выиграем от повышения рынка больше, чем конкуренты. Однако в данный момент мы не считаем это обоснованным шагом.

Настоящий обзор основывается на анализах и прогнозах фирмы Mandatum Life, основанием для которых является информация, полученная из открытых источников. Mandatum Life не гарантирует верности и полноты представленных данных, фирма также не несет ответственности за ущерб, расходы и траты, которые могут возникнуть в связи с использованием данной информации. Оценки и анализы основываются на информации, которая была доступна на момент их составления. Фирма Mandatum Life имеет право изменить прогнозы без предварительного оповещения. Данные и оценки, содержащиеся в обзоре, приводятся лишь с информативной целью. Обзор не может рассматриваться как рекомендация по осуществлению инвестиций. Страхователь до заключения или изменения договора, а также до выбора инвестиций должен тщательно образом изучить все условия предлагаемого контракта.