



Отдел инвестиционных стратегий

24 марта 2011 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Экономика. Боязнь высоты...

Экономический цикл, об уровне которого можно судить по значениям индекса деловой активности ISM и другим опережающим индикаторам, часто рассматривают как важный движущий фактор краткосрочной доходности акций. Поэтому максимальный за 20 лет уровень ISM, который был достигнут в марте этого года, был встречен волной комментариев, воспевающих силу и мощь текущего цикла. Учитывая тот факт, что рубежом между совокупным расширением и сокращением экономики США является значение индекса ISM, равное 42, в настоящее время этот показатель составляет 61,4 (максимальное значение с 1991 года и рост по сравнению с 60,8 в феврале), а его главные компоненты, такие как разница между новыми заказами и запасами, быстро восстанавливаются после отрицательных уровней 2010 года.

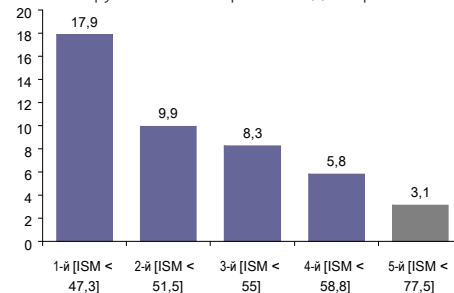
Но является ли этот, почти рекордный уровень индекса ISM (лишь 10% его значений за последний 61 год превышают текущий уровень) действительно позитивным сигналом для будущей доходности акций?

На верхнем графике представлены медианные значения реальной доходности в перспективе на 12 месяцев, ранжированные по квинтилям индекса ISM (от худшего квинтиля к лучшему). Как видно из графика, рыночные тренды обеспечивают максимальную доходность в 12-месячной перспективе тогда, когда значения ISM находятся в нижнем квинтиле. Причина данной зависимости вполне очевидна: важен не уровень индекса ISM, а динамика тренда. Улучшение индекса ISM в экономике, развивающейся хуже тренда, ведет к повышению доходности в результате быстрого роста рентабельности собственного капитала и совокупной прибыли в расчете на одну акцию (и наоборот). ISM имеет устойчивую тенденцию к возвращению к своему среднему значению (так же, как рентабельность и рост прибыли в расчете на одну акцию!), а текущий повышенный уровень этого индекса означает крайне низкую доходность, что соответствует стоимостной оценке в 10 м процентиле с 1870 года.

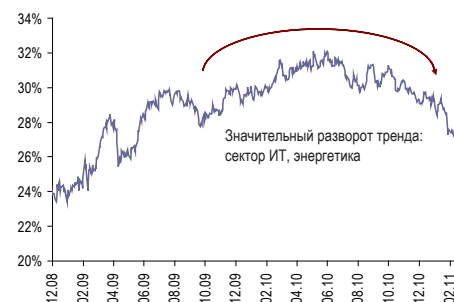
Вполне возможно, что в течение еще нескольких месяцев индекс ISM продолжит расти в силу остаточного воздействия бюджетного (продление в декабре срока действия снижения налогов, введенного Бушем) и денежно-кредитного (принятый в ноябре прошлого года второй раунд количественного смягчения) стимулов. Однако внутренняя динамика рынка, в частности, более слабые показатели раннециклических секторов по сравнению с позднециклическими, а также максимальная разница между более высокой доходностью циклических секторов по сравнению с защищенными секторами (см. средний и нижний графики), по-видимому, указывает на то, что значения опережающих экономических индексов, таких как ISM, возможно, близки к циклическому максимуму.

Мы считаем, что доходность акций ниже рыночной в странах с развивающимися рынками, наблюдаемая на протяжении последних месяцев, является первым признаком замедления мирового экономического роста, происходящего в условиях, когда растущие цены вынуждают центральные банки стран с развивающимися рынками сворачивать политику «дешевых» денег. Если циклические секторы в совокупности начнут демонстрировать показатели ниже рынка, подготавливая почву к увеличению доли вложений в защищенные секторы, это станет еще одним свидетельством того, что рынок вступает в последние этапы уже завершающегося цикла..., а лидерство на последних этапах цикла, как правило, не предвещает рыночной доходности ничего хорошего.

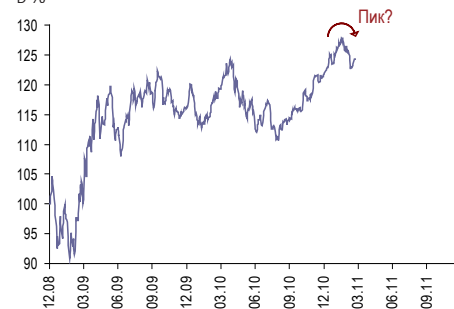
Прогноз медианного значения РЕАЛЬНОЙ совокупной доходности индекса S&P500 в перспективе 12 мес., разбивка по квинтилям индекса ISM
1-й квинтиль = низшая группа ISM, 5-й квинтиль = высшая группа ISM: январь 1950 – декабрь 2009



Относительная доходность раннециклических секторов по сравнению с позднециклическими
В %



Относительная доходность циклических секторов по сравнению с защищенными секторами
В %



Источник: Datastream, расчеты Lombard Odier

издается два раза в месяц Lombard Odier Darier Hentsch
Контакты: Отдел инвестиционных стратегий

CP-PBIS-STRATEGY@lombardodier.com

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Пожалуйста, ознакомьтесь с информацией в конце данного документа

Lombard Odier · Инвестиционный бюллетень · 24 марта 2011 года

страница 1/3

До сих пор предпочтение, отдаваемое позднециклическим секторам, например, энергетике, а не раннециклическим, например, технологическим секторам, было оправданным (см. средний график). С другой стороны, такая стратегия используется на рынке уже несколько месяцев, поэтому имеет смысл задуматься о возможных сценариях дальнейшего развития событий. На фоне ухудшения динамики ликвидности во всем мире (ужесточение денежно-кредитной политики в странах с развивающимися рынками, сигнал ЕЦБ о том, что ужесточение может начаться раньше, чем того ожидает рынок, окончание действия второго раунда количественного смягчения в США), и неблагоприятного резкого роста цены на нефть, мы сохраняем нашу в целом осторожную позицию, и будем продолжать внимательно следить за тем, достигнут ли опережающие экономические индикаторы своих пиков в ближайшие месяцы.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Данный документ подготовлен Lombard Odier Darier Hentsch & Cie или одной из компаний Группы (далее "Lombard Odier"). Он не предназначен для дальнейшего распространения и публикации, а также для использования в странах, законодательство которых запрещает его распространение и публикацию, а также иное применение. Также данный документ не предназначен для распространения среди физических и юридических лиц, получение подобного документа которыми, может противоречить местному законодательству.

Данный документ предоставляется исключительно в информационных целях и не является рекомендацией по покупке или продаже каких-либо ценных бумаг. Он отражает мнение Группы Lombard Odier на момент его публикации. Мнения и оценки, выраженные в данном документе, не учитывают индивидуальные обстоятельства, цели и потребности отдельного инвестора. Данный документ не гарантирует, что инвестиционные стратегии, содержащиеся в нем, подходят отдельному инвестору и учитывают его индивидуальные обстоятельства. Кроме того, инвестиционные стратегии, содержащиеся в документе, не являются индивидуальными рекомендациями инвесторам. Каждый инвестор должен сам сформировать свое собственное мнение относительно ценных бумаг и финансовых инструментов, упомянутых в документе. Прежде чем совершить какую-либо инвестицию или осуществить трансакцию, мы настоятельно рекомендуем каждому инвестору провести профессиональную независимую оценку ее целесообразности с учетом индивидуальных обстоятельств и потенциальных финансовых, правовых и налоговых рисков.

Аналитическая информация, содержащаяся в данном документе, основывается на заслуживающих доверие источниках. Тем не менее, Lombard Odier не гарантирует актуальность, точность и полноту предоставленной информации. Кроме того, Lombard Odier не несет ответственности за возможные потери или прочий ущерб, возникшие вследствие использования информации, содержащейся в данном документе. Вся информация, оценки и цены, представленные в данном документе, могут изменяться без уведомления. Историческая доходность не является гарантией получения прибылей в настоящем или будущем, а инвесторы не застрахованы от убытков.

Стоимость инвестиций в валюту, отличающейся от базовой валюты портфеля, подвержена курсовым рискам. Колебания валютных курсов могут оказать негативный эффект на стоимость инвестиций при обратной конвертации в базовую валюту портфеля.

Ликвидность инвестиций зависит от спроса и предложения. Определенные продукты могут не иметь надежного и устойчивого вторичного рынка. Также в экстремальных рыночных условиях для определенных продуктов крайне сложно определить их стоимость, что приводит к колебаниям цены и трудностям в определении цены активов при продаже.

Швейцария: данный документ опубликован в Швейцарии банком Lombard Odier Darier Hentsch & Cie Geneva. Органом надзора и регулирования банка является FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority).

США: данный документ (или его копию) запрещено посылать и ввозить в США, распространять на территории США, а также передавать гражданам США.

Великобритания: законодательство в области защиты частных клиентов на территории Великобритании, а также компенсационные выплаты, предусмотренные британской Программой компенсаций в сфере финансовых услуг (UK Financial Services Compensation scheme) недействительны в том случае, если инвестиционные и прочие услуги предоставляются иностранными лицами.

Публикация данного документа в Великобритании одобрена Lombard Odier Darier Hentsch (UK) Limited (LODH (UK)), Queensberry House, 3 Old Burlington Street, London, W1S 3AB. Деятельность компания LODH (UK) регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS. Компания LODH (UK) не предоставляет консультационные услуги в области налогов.

Полное или частичное воспроизведение в любой форме, распространение, изменение, а также использование материалов, представленных в данном документе, в любых общественных или коммерческих целях запрещено без предварительного письменного согласия Lombard Odier.

Использование и распространение информации: Lombard Odier предлагает Вашему вниманию очередной выпуск Инвестиционного Бюллетеня. Lombard Odier хотело бы привлечь Ваше внимание к условиям, связанным с использованием прилагаемого документа. Прилагаемый документ предоставляется Вам исключительно в информационных целях и предназначен только для личного использования. Мы просим Вас при использовании данного документа ссылаться на Lombard Odier исключительно в качестве источника предоставленной информации. Во избежание недоразумений Lombard Odier напоминает, что не несет ответственности за использование Вами материалов документа и за их несоответствие действующему законодательству. Предоставленная информация не является инвестиционной рекомендацией или предложением определенных финансовых услуг, адресованным, в особенности, широкой общественности. Lombard Odier напоминает, что дальнейшее распространение или передача третьим лицам данного документа запрещена без предварительного письменного согласия.

© 2011 Lombard Odier Darier Hentsch & Cie – Все права защищены.

ШВЕЙЦАРИЯ

Женева

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

Private Bankers, орган надзора - FINMA.

Rue de la Corraterie 11 · 1204 Genève · Suisse

Lombard Odier Asset Management (Switzerland) SA

Avenue des Morgines 6 · 1213 Petit-Lancy · Suisse

Фрибур

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, Bureau de Fribourg

Rue de la Banque 3 · 1700 Fribourg · Suisse

Лозанна

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

Place St-François 11 · 1003 Lausanne · Suisse

Лугано

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, Agenzia di Lugano

Via Vegezzi 6B · 6900 Lugano · Svizzera

Вёве

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie, Agence de Vevey

Rue Jean-Jacques Rousseau 5 · 1800 Vevey · Suisse

Цюрих

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

Utoquai 31 · Postfach 1457 · 8032 Zürich · Schweiz

ЕВРОПА

Амстердам

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Nederland) N.V.

"Weteringspoort" Weteringschans 109 · Postbus 58007 · 1040 HA Amsterdam · Nederland
лицензия Банка Голландии (De Nederlandsche Bank) на осуществление банковской деятельности, регистрация в бельгийском органе надзора за финансовыми рынками (AFM - Autoriteit Financiële Markten).

E-mail: amsterdam@lombardodier.com

Брюссель

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Belgium) S.A.

Avenue Louise 81 · Box 12 · 1050 Brussels · Belgium

деятельность банка регулируется органом надзора финансового сектора Бельгии (BFIC - Banking, Finance and Insurance Commission).

E-mail: brussels@lombardodier.com

Франкфурт

Lombard Odier Darier Hentsch Deutschland, Niederlassung von Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Nederland) N.V.

Düsseldorf-Stadtthor · Stadtthor 1 · 40219 Düsseldorf · Deutschland

отделение банка Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Nederland) N.V., органами надзора и регулирования являются - Банк Голландии (De Nederlandsche Bank) и Федеральное Управление финансового надзора Германии (BaFin).

E-mail: frankfurt@lombardodier.com

Гибралтар

Lombard Odier Darier Hentsch Private Bank Limited

Suite 921 Europort · P.O. Box 407 · Gibraltar

деятельность банка регулируется Комиссией по регулированию рынка финансовых услуг Гибралтара (Gibraltar Financial Services Commission - FSC).

E-mail: gibraltar@lombardodier.com

Лондон

Lombard Odier Darier Hentsch (UK) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · England

Компания, предоставляющая услуги по управлению имуществом. Деятельность компании регулируется Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FSA - Financial Services Authority).

E-mail: london@lombardodier.com

Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited

Queensberry House · 3 Old Burlington Street · London W1S 3AB · England

Мадрид

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (España) S.V., S.A.

Paseo de la Castellana 66 · 28046 Madrid · España

Инвестиционная компания. Деятельность компании регулируется Национальной Комиссией Испании по надзору за рынком ценных бумаг (CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores).

E-mail: madrid@lombardodier.com

Lombard Odier Darier Hentsch Gestion (España) SGIC SAU

Paseo de la Castellana 66 · 28046 Madrid · España

Управляющая компания. Деятельность компании регулируется Национальной Комиссией Испании по надзору за рынком ценных бумаг (CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores).

E-mail: madrid@lombardodier.com

Москва

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie - Representative Office Moscow

Садовническая ул. 82-115035 Москва · РФ

E-mail: moscow@lombardodier.com

Париж

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (France)

8, rue Royale · 75008 Paris · France

Инвестиционная компания. Деятельность компании регулируется Комитетом по кредитным организациям и инвестиционным компаниям (CECEI - Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement).

E-mail: paris@lombardodier.com

Lombard Odier Darier Hentsch Gestion

8, rue Royale · 75008 Paris · France

Компания по управлению инвестиционными портфелями. Компания зарегистрирована Управлением по финансовым рынкам (Autorité des Marchés Financiers, № GP 01-011).

E-mail: paris@lombardodier.com

Прага

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie - Representative Office Moscow

Praha City Center · Klimentská 46 · 110 02 Praha 1 · Czech Republic

E-mail: prague@lombardodier.com

СРЕДНИЙ ВОСТОК, АМЕРИКА, АЗИЯ, ТИХООКЕАНСКИЙ РЕГИОН

Бермуды

Lombard Odier Darier Hentsch (Bermuda) Limited

Lombard Odier Darier Hentsch Trust (Bermuda) Limited

3rd Floor, Victoria Place · 31 Victoria Street · Hamilton HM 10 · Bermuda

Дубай

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie - представительство

The Fairmont · 25th Floor · Sheikh Zayed Road · P.O. Box 212240 · Dubai · UAE

Гонконг

Lombard Odier Darier Hentsch (Asia) Limited

1501, Two Exchange Square · 8 Connaught Place · Central · Hong Kong

Монреаль

Lombard Odier Darier Hentsch (Canada), Limited Partnership

1000 Sherbrooke Street West · Suite 2200 · Montreal (Quebec) · Canada H3A 3R7

Нассау

Lombard Odier Darier Hentsch Private Bank & Trust Limited

Goodman's Bay Corporate Centre · West Bay Street · P.O. Box N-4938 · Nassau · Bahamas

Сингапур

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (Singapore) Ltd.

9 Raffles Place · Republic Plaza #46-02 · Singapore 048619

Токио

Lombard Odier Darier Hentsch Trust (Japan) Limited

Izumi Garden Tower 41F · 1-6-1 Roppongi, Minato-ku · Tokyo 106-6041 · Japan