

Quarterly Outlook

SAXO
BANK

4 КВАРТАЛ 2010

WWW.SAXOBANK.RU

Холодная осень 2010-го

МАКРОЭКОНОМИКА:

**Переключение на
пониженную передачу** — стр. 6

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК:

**Разоблачающее
размежевание?** — стр. 10

ФОНДОВЫЙ РЫНОК:

**Торговля в верхнем
диапазоне** — стр. 12

ТОВАРНЫЙ РЫНОК:

**Нефть стоит,
золото растет** — стр. 14



ДЭВИД КАРСБОЛ

ДИРЕКТОР, ГЛАВНЫЙ ЭКОНОМИСТ



Дэвид Карсбол имеет степень магистра экономики Копенгагенского университета по специальности «финансы, статистика и экономика». Его диссертация была посвящена ценообразованию золота с 1971 года. В 2009 году Дэвид был назначен директором и возглавил информационную службу (CIO) в роли главного экономиста. Он начал свою карьеру страховым аналитиком в компании Труг, а в 2003-м пришел в Saxo Bank на должность стратега по макроэкономике. В 2005 году Дэвид присоединился к стратегической группе, которую возглавляет с 2007-го. Сегодня он отвечает за общую позицию Saxo Bank по макроэкономической ситуации. Основное внимание Дэвид уделяет анализу бизнес-циклов и является последователем так называемой австрийской экономической школы (Менгер, Шумпетер, фон Мизес, фон Хайек и др.). Он считает, что залогом понимания общего экономического цикла является понимание долгового цикла.

КРИСТИАН ТЕГЛЛУНД БЛОБЬЕРГ

СТАРШИЙ СТРАТЕГ ПО ФОНДОВЫМ РЫНКАМ



Кристиан Тегллууд Блобьерг имеет разностороннее образование — от магистра политических наук Университета Орхуса до ученой степени в области финансов Высшей школы бизнеса в Орхусе. До прихода в Saxo Bank в 2007 году Кристиан работал специалистом по количественному анализу в отделе сбыта и маркетинга датской компании Novozymes. Сегодня Кристиан занимается анализом фондовых рынков и отдельных акций с использованием нисходящего подхода: он заранее определяет макросилы, которые могут повлиять на инвестиционную среду, а затем подробно рассматривает отдельные элементы внутри секторов и конкретных акций. Такой подход помогает определить, насколько акции подвержены критическим факторам и насколько привлекательна их цена.

МАДС КОФОЭД

РЫНОЧНЫЙ СТРАТЕГ



Мадс Кофозед имеет степень магистра экономики Копенгагенского университета по специальности «финансы и эконометрика». До прихода в Saxo Bank Мадс два года проработал в компании Danske Capital. С мая 2009 года Мадс является членом стратегической группы, где специализируется на макроэкономических вопросах и, кроме того, разрабатывает и поддерживает макроэкономические модели Saxo Bank, основанные на эконометрике. Мадс публикует комментарии и аналитические обзоры на макроэкономические темы и отвечает за макроэкономические модели банка.

ДЖОН ДЖ. ХАРДИ

ВАЛЮТНЫЙ СТРАТЕГ-КОНСУЛЬТАНТ



Родом из штата Техас, Джон Дж. Харди окончил Техасский университет в Остине (с отличием). Он возглавлял валютный стратегический отдел Saxo Bank до 2008 года. Сегодня он работает в США валютным стратегом-консультантом для Saxo Bank. Джон приобрел широкую аудиторию благодаря своему популярному и часто цитируемому «Ежедневному обзору валютного рынка», который распространяется среди клиентов и партнеров Saxo Bank, в прессе и среди финансовых консультантов. Джон разрабатывает торговые стратегии, позволяющие играть на рыночных колебаниях с временным диапазоном от одного до пяти дней. Кроме того, он регулярно пишет специальные комментарии по основным валютам, политикам центральных банков, макроэкономическим трендам и прочее.

АНДРЬЮ РОБИНСОН

ВАЛЮТНЫЙ СТРАТЕГ



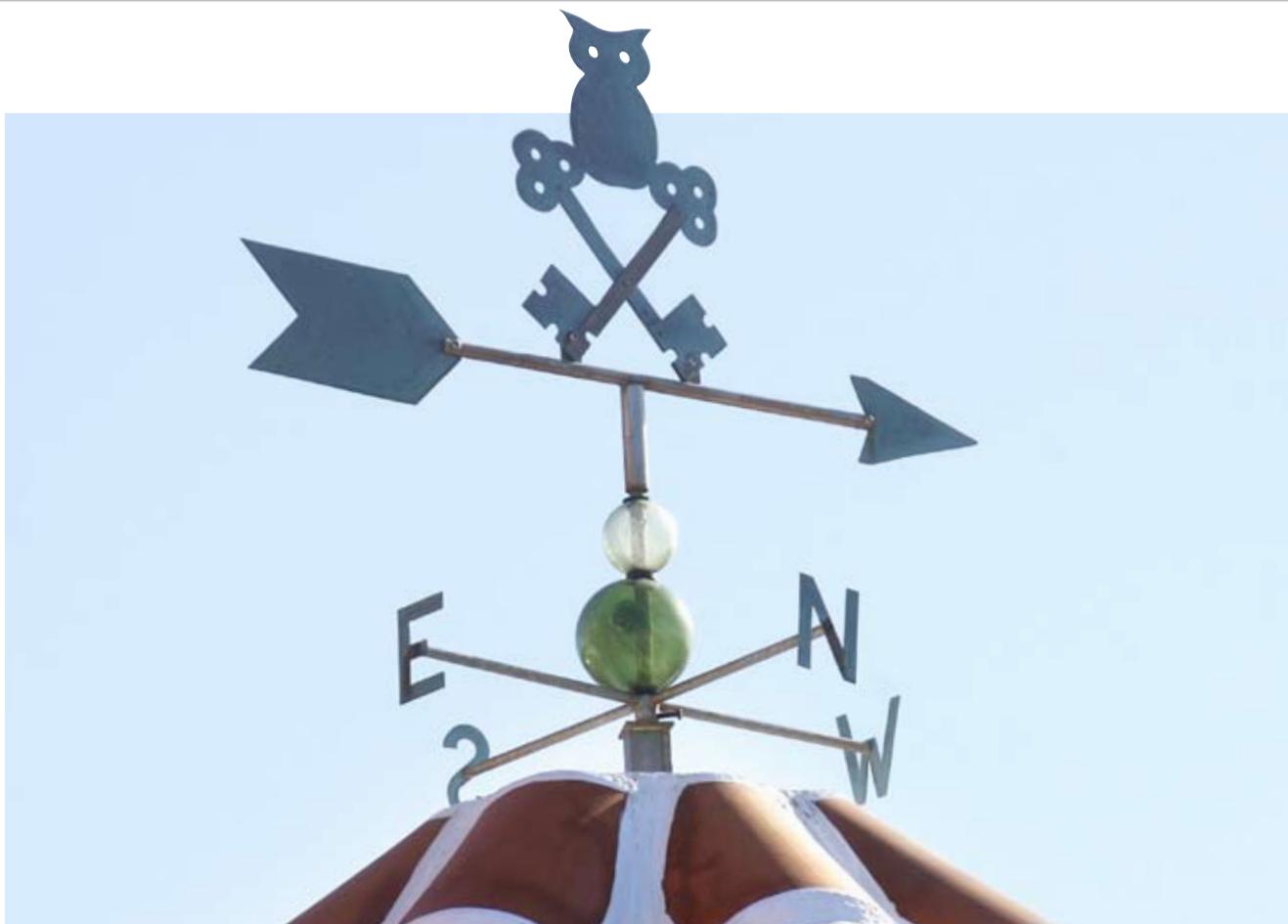
Опыт работы Андрью Робинсона на финансовых рынках составляет почти 30 лет, за время которых он работал в главных финансовых центрах в Лондоне, Европе и Сингапуре. Последние 15 лет Андрью провел в Азии, где в 2008 году начал работать в сингапурском офисе Saxo Bank. Каждый день Андрью пишет рыночные комментарии по азиатскому валютному рынку, а также формирует торговые идеи для Forex-обзора. Свои валютные стратегии Андрью основывает на комбинации технического, фундаментального анализа и текущей рыночной информации.

ОЛЕ СЛОТ ХЭНСЕН

ДИРЕКТОР ОТДЕЛА CFD И ЛИСТИНГОВЫХ ПРОДУКТОВ



Оле Слот Хэнсен является специалистом по всем торгуемым фьючерсам и имеет более 20 лет опыта торговли как на стороне покупателя, так и на стороне продавца. Оле пришел в Saxo Bank в 2008 году и сегодня возглавляет отдел CFD и листинговых продуктов. Он отвечает за широкий спектр продуктов — от бумаг с фиксированной доходностью до сырьевых фьючерсов. До этого он 15 лет проработал в Лондоне. Самое последнее место его работы — фьючерсный и валютный хедж-фонды, где он руководил отделом исполнения торговых операций.



ПРИБЛИЖАЮТСЯ ХОЛОДА

Меры «количественного смягчения» в невиданных ранее масштабах, обширные правительственные программы по оздоровлению экономик и рекордные государственные дефициты повсюду, куда ни глянь. Чтобы обуздать худшую рецессию со времен Второй мировой войны, уже были испробованы все немислимые средства, но пока ни одно из них не сработало.

Пока центробанки спорят, стоит ли им продолжать в том же духе, опережающие индикаторы экономической активности

развернулись вниз. Такое ухудшение показателей в скором времени выльется в реальное ослабление экономики, которое в случае еврозоны усугубится мерами по сокращению государственных расходов, пойти на которые правительства вынудила ситуация на кредитном рынке. Пока рынок смело идет на риск, но холодный экономический фронт уже приближается. Фондовый рынок дошел до верхней границы прогнозируемого нами диапазона, а золото может пробиться сквозь уровень 1300 долларов. Доллар США и евро могут обойти про-

рисковые валюты, причем доллар займет лидирующую позицию.

Данный прогноз на четвертый квартал представляет собой краткий анализ перспектив мировой экономики в последующие месяцы. Следующими публикациями после этого квартального прогноза будет перечень возможных, хотя и труднопредсказуемых событий, обладающих потенциалом значительного воздействия, так называемых «черных лебедей»: 10 шокирующих предсказаний в декабре 2010 года и годовой прогноз Saxo Bank в январе 2011 года. ☒



ХОЛОДНАЯ ОСЕНЬ 2010-ГО

Препятствий для роста у развитых экономик предостаточно. Потребители утопают в долгах, правительства сломлены дефицитами, дезинфляция свирепствует. По мере того как туман рассеивается и становятся видны реальные очертания экономики, рыночные ожидания медленно снижаются. Тем не менее впереди еще много испытаний. Вспомним весну 2009 года. Прошел всего месяц, а фондовые рынки уже почти на 40% восстановились от минимума. Экономика достигла максимального спада, и США уже в процессе переключения на курс стремительного оздоровления. Появляются зеленые побеги — первые признаки укрепления экономики. Зима выдалась необычайно тяжелой и длинной, но, наконец, пришла весна, и она вот-вот перерастет в самое настоящее лето. Эко-

номику в хаотичном порядке обработали удобрением в надежде, что какая-то часть всходов наполнится живительной энергией и даст всходы.

Но, увы, надежды быстро рассеиваются. То, что когда-то было зелеными побегами, сейчас превращается в пожухлую листву. Лето оказалось прохладным. Скоро наступит зима, и листья опадут. Рынок, не задумываясь о том, что его ждет в ближайшие месяцы, в настоящий момент излучает оптимизм. Ведь если понадобится, можно снова использовать удобрение? Как бы это ни было грустно, ответ, скорее всего, будет утвердительным, и это снова подорвет здоровый процесс восстановления. Летом возобновились опасения второй волны спада, так как состояние американской экономики продолжило ухудшаться, о чем мы говорили в нашем годовом прогнозе на 2010 год. В ответ на это рас-

продавались рискованные активы, или, по крайней мере, так нам говорили. Разница между экономикой с темпами роста на уровне 3–4% и комбинацией второго спада и кризиса суверенных долгов в главном фондовом индексе США S&P 500 составляла, вероятно, всего 15%. Однако «медведи» вскоре проиграли «быкам», так как на фоне улучшения некоторых ключевых индикаторов рискованная торговля стала возобновляться.

Кстати, индекс S&P 500 на Новый год также торговался в районе текущей отметки 1125. И так, вот уже девять месяцев мы наблюдаем то, что должно было стать первым полноценным годом восстановления, а фондовые рынки так ничего и не добились, несмотря на тяжелую работу. Сможет ли сохраниться потенциал на рынке риска или мы уже приблизились к уровням перепроданности?



Принимая во внимание в целом плохие перспективы для большинства развитых экономик, можно сказать, что риск «прыгнул выше своей головы». Рынки акций живут представлением о том, что впечатляющие темпы роста прибылей, зафиксированные в более ранние кварталы, сохранятся. Проблема в том, что рост прибыли сейчас поддерживается исключительно за счет одного — увеличения маржи. Но повышение производительности может выручать только до определенного момента. На помощь должен прийти рост продаж, но без существенной помощи со стороны окончательных продаж это маловероятно. Следовательно, почти рекордная маржа должна и дальше держаться на высоте. Сможет ли? Наш ответ: —Нет. Государственные облигации немного откатились от летних максимумов. Временное помешательство и пузыреобразное поведение продолжает доминировать на фондовом рынке. Однако, может быть, рынок облигаций был самым здоровым и всего лишь перекуплен в краткосрочной перспективе? Определенно, низкие уровни доходности, наблюдавшиеся несколько месяцев назад, больше подходят нашему представлению о направлении развития экономики: слабый рост, дезинфляция и отказ от использования заемных средств на уровне потребителя. Однако экономический крах, аналогичный тому, что произошел в 2008 году, нам не грозит, просто потому, что те сегменты экономики, которые зачастую характеризуются самым сильным падением активности, по-прежнему пребывают в состоянии спада, а банковский сектор сейчас находится под крылом правительства. Не будем забывать о том, что центральные банки, равно как и правительства отдельных стран, с радостью пожертвовали бы устойчивостью ради небольших всплесков

роста ВВП. Япония совсем недавно проснулась после шестилетней спячки, чтобы возобновить валютную интервенцию. По-видимому, ни собственный крайне негативный опыт, ни недавние мытарства Швейцарии не переубедили Банк Японии в действенности такого политического инструмента. По другую сторону Тихого океана Федеральная резервная система США готова провести очередной раунд интервенции, если состояние экономики ухудшится. В Штатах она называется «количественным смягчением», но это всего лишь выдуманный термин, означающий меры по поддержанию банков. Влияние на остальные сектора экономики не было, что и неудивительно. Похоже, спрос на кредиты будет слабым до тех пор, пока американцы не восстановят свои балансы. При таком макроэкономическом раскладе рискованные активы будут торговаться в диапазоне. Необходимо отметить, что фондовые рынки сейчас находятся у самой вершины прогнозируемого нами диапазона. В частности, мы прогнозируем, что индекс S&P 500 будет колебаться между 1040 и 1130. Центральные банки США, еврозоны и Японии не спешат повышать процентные ставки и могут применить новые меры по количественному смягчению, чтобы справиться со слабыми фундаментальными показателями. Глава ЕЦБ Жан-Клод Трише может разыгрывать славную битву перед микрофонами, но над Европой уже сгущаются тучи. Также как в США и Японии, в Европе ослаблен частный сектор экономики. Однако в отличие от первых двух Европе, кроме всего прочего, грозят сокращения в государственном секторе. Взятие дефицитов под контроль — это необходимый здоровый процесс, но в краткосрочной перспективе он может оказать значительное влияние на рост ВВП.

Наше представление об экономике обуславливается более «медвежьей» позицией, нежели наш прогноз диапазонной торговли, особенно в свете приближающегося спада в Китае и неутрачивающих беспокойств по поводу суверенных дефолтов. Тем не менее центральные банки могут отреагировать, если встречный ветер перерастет в полноценный шторм. В настоящий момент фондовые рынки игнорируют любые плохие новости, и их потенциал кажется сильным. Евро остается под давлением беспокойств, связанных с суверенными долгами, и приближающихся мер строгой экономии. Тем не менее если наш сценарий слабого роста реализуется, евро может вместе с долларом укрепиться против других, чувствительных к риску, валют. Что касается товарных рынков, то здесь все внимание, без сомнения, будет приковано к стремительному восхождению золота. Мы прогнозируем, что золото не только достигнет, но и пройдет отметку 1300 долларов и проследует далее к цели 1350 долларов.

Похоже, что окончание 2010 года будет захватывающим, так как слабеющие фундаментальные показатели борются с сильным прорискованным потенциалом, способствующим сейчас на рынке. Возможно, игра на риске затянулась, но четвертый квартал слишком раннее время для полноценного падения. ❑



РАСХОДЫ СОКРАЩАЮТСЯ НА 1,5% В ГОД, ЧТО ПОСЛУЖИТ НЕГАТИВНЫМ ФАКТОРОМ ДЛЯ РОСТА

SAXO BANK / QUARTERLY OUTLOOK / 4 КВАРТАЛ 2010 /



но это — медленный процесс, который будет отрицательно влиять на потребление до тех пор, пока долг не опустится до разумного уровня. Кроме того, рынок труда находится в плохом состоянии, и уровень безработицы в четвертом квартале может приблизиться к 10%. Этому сценарию способствует и низкий уровень использования производственных мощностей: у производителей полно неиспользуемых ресурсов, но рост окончательных продаж не является и не будет достаточно высоким, чтобы поддержать снижение уровня безработицы.

После истечения программы налоговых льгот для покупателей жилья на лужайках перед домами американских собственников снова появились таблички «Продается». Неудивительно, что с тех пор продажи жилья резко упали, а количество непроданных домов резко увеличилось. На данном этапе рынку необходимо найти равновесие. Это означает снижение цен и низкий уровень инвестиций в жилищное строительство, следовательно, второй показатель не сможет внести существенный вклад в рост в течение ближайших кварталов.

Расходы на уровне штатов и местных администраций продолжают сокращаться, так как власти изо всех сил стараются сбалансировать свои бюджеты. Несмотря на тот факт, что на уровне общего восприятия рецессия закончилась летом 2009 года, в штатах и отдельных городах она по-прежнему является реальностью. В настоящий момент расходы сокращаются на 1,5% в год, и мы ожидаем, что это послужит негативным фактором для роста в четвертом квартале 2010 года. Согласно нашему прогнозу, рост полностью остановится в четвертом квартале, так как потребители

США: ПАДАТЬ ИЛИ НЕ ПАДАТЬ

Лето было нелегким для США, так как большинство отчетов сигнализировало о замедлении темпов развития экономики. Дошло все до того, что снова вдруг возник непопулярный сценарий повторения рецессии и спровоцировал падение рискованных активов. С тех пор интерес к риску восстановился после нескольких положительных показателей, которые якобы исключили возможность второй волны спада. Ожидается, что процесс корректировки запасов в третьем квартале снова поможет болезненной американской

экономике, но это не меняет наш прогноз на четвертый квартал и далее. Окончательные продажи останутся на низком уровне во втором полугодии и в начале 2011 года. Потребитель всюду сокращает долю заемных средств в своем капитале,

США (%)	III-2010	IV-2010	I-2011	II-2011	2010
Валовой внутренний продукт	2,8	1,7	1,0	0,8	2,5
Потребительские цены	1,0	0,6	0,8	1,0	1,3
Уровень безработицы	9,6	9,7	10,0	10,0	9,6

Источник: отдел аналитики и стратегии Saxo Bank

НЕМЕЦКАЯ МАШИНА РОСТА СБАВИТ ОБОРОТЫ, УТЯНУВ ЗА СОБОЙ ВСЮ ЭКОНОМИКУ ЕВРОЗОНЫ



SAXO BANK / QUARTERLY OUTLOOK / 4 КВАРТАЛ 2010 /

отказываются от использования заемных средств, производственный сектор замедляется и может уйти в минус, а инвестирование пострадает от плохих условий на жилищном рынке. Мы считаем, что риск возникновения второй волны рецессии в ближайшие кварталы довольно велик.

ЯПОНИЯ: УКРЕПЛЕНИЕ ИЕНЫ НА РУКУ ПОТРЕБИТЕЛЯМ И В УЩЕРБ ЭКСПОРТЕРАМ

Японцы, должно быть, думают, что они являются частью плана «как быстро разбогатеть». За бумажки в их кошельках с каждым прошедшим днем покупается все больше иностранных товаров, несмотря на тщетные попытки Банка Японии сдерживать укрепление иены. Однако для краткосрочной экономической активности такое движение иены неблагоприятно для тех, кто концентрируется исключительно на росте ВВП. Чистый экспорт в середине 2008 года ушел в минус на фоне мирового экономического кризиса, но экспортеры вскоре снова встали на ноги, и ВВП пошел в рост. Однако показатели импорта и экспорта в 2010 году практически не изменились, так как сила восстановления и растущий курс иены начинают изнашивать экономику.

За спасение японской экономики был ответственен не только чистый экспорт: сти-

мулирующие меры правительства также внесли справедливую долю в восстановление ВВП, несмотря на то что такое вмешательство может оказать обратный эффект в долгосрочной перспективе. Сейчас стимулы постепенно сходят на нет и не будут больше оказывать поддержку японской экономике. Капитальные расходы в некоторой степени ликвидируют эти факторы, но темпы роста в четвертом квартале замедлятся.

ЕВРОПА: ЭТО НЕ СТРОГАЯ ЭКОНОМИЯ, А ВСЕГО ЛИШЬ ЖИЗНЬ ПО СРЕДСТВАМ

Немецкая машина роста, которая во втором квартале показала ошеломляющий рост в размере 9,1%, сбавит обороты, утянув за собой всю экономику еврозоны. Рыночное помешательство на суверенных долгах в первой половине этого года толкнуло большинство европейских стран, в том числе Великобританию, принять так называемые меры жесткой экономии. Но ничего жесткого в этом нет.

Скорее просто пришло осознание того, что нельзя дальше потреблять больше, чем производишь. Обратите внимание, мы не говорим о странах, которые должны начать полномасштабную борьбу за сбережения. Мы говорим о правительствах, которые должны повысить налоги и снизить расходы,

чтобы государственный дефицит был хотя бы ниже 3%. Еще одной проблемой является рынок труда, где один из десяти является безработным и где частное потребление увеличивается очень медленно в условиях слабого экономического восстановления.

У еврозоны есть то, чего так сильно хотят японцы, — дешевая валюта. Поэтому, несмотря на наш прогноз укрепления евро в четвертом квартале, поддержку росту в еврозоне окажет экспорт. Однако замедление мировой экономики ограничит рост ВВП. Между тем Великобритании не стоит ждать существенной поддержки со стороны экспорта. Действительно, внешнеторговый баланс страны ухудшился в течение 2010 года. ☒



ЕВРОЗОНА (%)	III-2010	IV-2010	I-2011	II-2011	2010
Валовой внутренний продукт	2,2	2,0	1,5	1,0	1,7
Потребительские цены	1,6	1,4	1,0	0,5	1,5
Уровень безработицы	10,0	9,9	9,8	9,9	10,0

Источник: отдел аналитики и стратегии Saxo Bank

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ (%)	III-2010	IV-2010	I-2011	II-2011	2010
Валовой внутренний продукт	2,4	2,0	1,5	1,0	1,5
Потребительские цены	3,0	2,5	2,0	1,5	3,0
Уровень безработицы	7,6	7,6	7,5	7,4	7,8

Источник: отдел аналитики и стратегии Saxo Bank

ЯПОНИЯ (%)	III-2010	IV-2010	I-2011	II-2011	2010
Валовой внутренний продукт	2,7	2,1	1,0	0,5	2,9
Потребительские цены	-1,2	-0,5	-0,5	-1,0	-0,9
Уровень безработицы	5,2	5,2	5,2	5,1	5,2

Источник: отдел аналитики и стратегии Saxo Bank



Головной офис Saxo Bank
Копенгаген, Дания



НЕ ПРОСТО БРОКЕР — БАНК

Начав свою деятельность в 1992 году как брокерская компания на валютном рынке, сегодня Saxo Bank — это лицензированный европейский банк, предлагающий услуги в самых различных сегментах финансового рынка.

Клиентами банка являются тысячи частных инвесторов и трейдеров из более чем 100 стран мира. Также банк предоставляет ряд услуг для банков и финансовых институтов, хеджевых фондов, консультантов по торговле на фьючерсном рынке, инвестиционных менеджеров, корпораций и торговых фирм, которые ищут эффективное торговое решение и конкурентные цены.

Решения Saxo Bank — это оптимальное сочетание финансовых продуктов и услуг необходимых для достижения ваших инвестиционных целей.

Подробности — на сайте
www.saxobank.ru

Телефон: (+45) 3977 4800
E-mail: inforu@saxobank.com

**SAXO
BANK**

ТРЕЙДИНГ
И ИНВЕСТИЦИИ



РАЗОБЛАЧАЮЩЕЕ РАЗМЕЖЕВАНИЕ?

Одним из ключевых факторов, влияющих на рыночную динамику в момент перехода к четвертому кварталу 2010 года, является мнение, что мировая экономика разделяется на страны, характеризующиеся экономическим ростом, и страны, где таковой рост отсутствует. К последним относятся развитые страны с медленным или почти остановившимся ростом – США и страны Западной Европы. К странам, характеризующимся экономическим ростом, относят развивающиеся экономики во главе с Китаем, чья экономика сейчас является

ПРОГНОЗ ПО ВАЛЮТАМ СТРАН «БОЛЬШОЙ ДЕСЯТКИ» НА ЧЕТВЕРТЫЙ КВАРТАЛ

USD: Сейчас в центре внимания рынков действия ФРС в четвертом квартале. В целом, от американского Центробанка ожидают расширения мер, направленных на количественное смягчение, возможно, в виде вливания еще одного триллиона в финансовую систему, или дальнейшей монетизации долгосрочных государственных облигаций США. О настоящем «количественном смягчении» (серьезные нетрадиционные инструменты для прямого стимулирования конечного спроса) сейчас речь пока не идет. Но даже без учета действий ФРС доллар сейчас представляется нам в тесной зависимости от антирисковых настроений. Это значит, что он будет расти только в условиях «медвежьего рынка» (см. график).
EUR: Правительства европейских государств рьяно приступили к фискальным ужесточениям, пытаются таким образом бороться с проблемами государственных долгов в так называемых странах PIIGS.

Кризис PIIGS по-прежнему цветет буйным цветом, однако рынок, кажется, уже не обращает на него особого внимания. Большая часть негативных последствий уже учтена в курсе евро, хотя единая валюта может продолжить снижение против доллара, по крайней мере если тема размежевания в четвертом квартале и в 2011 году отойдет на второй план. В то же время против рисков валют «большой десятки» с высокой бетой, а также валют развивающихся стран евро еще предстоит достигнуть дна.

JPY: Интервенции начались! Успех или провал новой попытки сдержать укрепление иены будет зависеть от траектории доходности по государственным облигациям. Так, низкая доходность лишь усилит позиции иены. Мы же предполагаем, что иену ждет неустойчивое нисходящее движение не только из-за интервенции, но также и под влиянием ухудшающихся фундаментальных показателей и рисков, связанных с развитием событий в азиатских странах. Есть еще ряд интересных аспектов, которые следует принять во внимание: долгосрочные демографические проблемы



График: Спекуляции на разнице процентных ставок с участием доллара и интерес к рисковым сделкам. Наша модель carry trade формируется на основе шести факторов риска. Она указывает на то, что большинство сделок с долларом связаны с желанием рисковать на мировых рынках. Это имеет непосредственное отношение к идее разрыва взаимосвязей. Чтобы доллар начал расти, на рынок должны вернуться «медведи».

и высокий государственный долг дадут о себе знать. При этом иена может оказаться канарейкой в угольной шахте, если стране будет угрожать нечто похожее на кризис государственного долга.

GBP: В четвертом квартале экономика Великобритании в полной мере начнет ощущать на себе последствия программы фискального ужесточения британского правительства, возможно, даже еще острее, чем другие крупные европейские экономики. Судьба фунта будет зависеть от

ПО МЕРЕ ПРИБЛИЖЕНИЯ К КОНЦУ ТРЕТЬЕГО КВАРТАЛА НАБЛЮДАЕТСЯ ОЧЕНЬ ВЫСОКАЯ СТЕПЕНЬ ЗАИНТЕРЕСОВАННОСТИ В РИСКЕ

SAXO BANK / QUARTERLY OUTLOOK / 4 КВАРТАЛ 2010 /

второй по величине в мире. Среди основных валют тема размежевания проявляется в слабости доллара США, евро и британского фунта стерлингов; в то время как валюты, сильно зависящие от развивающихся экономик через экспортные рынки, например, австралийский и новозеландский доллары и, пожалуй, шведская крона, показывали очень хорошие результаты большую часть года. По мере приближения к концу третьего квартала мы наблюдаем очень высокую степень заинтересованности в риске как в развивающихся, так и в развитых странах, а также впечатляющие прогнозы по росту развивающихся экономик – твердое доказательство того, что размежевание является

реальностью, которая будет иметь место в будущем. Ожидаемый рост в целом будет минимальным, так как жесткая экономия негативно отразится на мировом спросе. Основную угрозу в четвертом квартале и начале 2011 года представляет возвращение к среднему значению, а значит, разворот выходящегося тренда размежевания.

КОНКУРЕНТНАЯ ДЕВАЛЬВАЦИЯ

Еще одной темой на валютном рынке в четвертом квартале 2010 года и после станет тема конкурентной девальвации, суть которой заключается в том, что

обесценивание валюты может помочь внутренней экономике страны, как правило, за счет поддержания важных экспортно-ориентированных секторов экономики и не учитывая экономические показатели других стран. Именно это Китай практикует уже многие годы, и именно этого всегда хотела добиться Япония (которая впервые за семь лет начала проводить масштабную интервенцию на своем валютном рынке). Корея и Бразилия принимают действия, направленные на ослабление валюты с целью поддержания экспортного сектора. Тема конкурентной девальвации, скорее всего, сохранится в условиях недостаточного спроса со стороны потребителя. ❑

отношения инвесторов к риску, поскольку в этом году рынок использует эту валюту, как альтернативу доллару США.

CHF: Швейцарский франк натолкнулся на каменную стену, когда Япония начала интервенции. Валюта может продолжить снижение, если экономика Швейцарии будет демонстрировать охлаждение, что весьма вероятно, а также если не самые радужные перспективы напомнят инвесторам о шаткости положения некоторых иностранных должников перед все еще очень крупными банками.

AUD: Австралийский доллар более других выигрывает от разговоров насчет разрыва взаимосвязей и укрепления экономики Китая. Но Австралия быстро превращается в страну с однобокой, ориентированной на горнодобывающую промышленность экономикой. Готовый лопнуть пузырь на рынке жилья добавляет проблем. Третий квартал подходит к концу, при этом в четвертом квартале австралийский доллар, скорее всего, станет валютой с самой высокой бетой, а также больше других пострадает, когда тема разрыва взаимос-

вязей отойдет на второй план.

CAD: Канада, кажется, готова присоединиться к клубу любителей конкурентной девальвации. Банк Канады начинает жаловаться на укрепление канадского доллара, последствия такого разворота событий для восстановления канадской экономики и на ухудшение условий торговли. Если тема размежевания перестанет занимать умы инвесторов, канадский доллар застрянет в диапазоне или начнет снижаться против доллара США. В то же время он может чувствовать себя весьма неплохо в парах с товарными валютами, непосредственно связанными с разрывом взаимосвязей.

NZD: Может быть, стоит называть эту валюту «облегченным вариантом австралийца»? Между этими двумя валютами существует два принципиальных различия, в частности в контексте набора сырьевых активов. Но между тем обе страны сильно зависят от экспорта в азиатские страны. Поэтому киви, как правило, торгуется в прямой зависимости от рискованных настроений и темы размежевания, а также, от показателей экспорта своего ключевого сырья.

SEK: Шведская крона сильно зависит от состояния мировой экономики, поскольку Швеция является экспортноориентированной страной. Таким образом, валюта может служить хорошим барометром риска в четвертом квартале и в следующем году, особенно теперь, когда существенный рост против евро привел крону к более нейтральным уровням. Валюта сохраняет чувствительность к прогнозам по политике Риксбанка, поскольку это один из немногих крупных центробанков, готовящих повышение ставки более чем на 50 базисных пунктов в следующем году.

NOK: Нефть, ключевой экспортный актив Норвегии, отстает от других сырьевых активов в 2010 году. Норвежская экономика слабее, чем хотелось бы. Длительное снижение объемов производства – существенный негативный фактор. Это означает, что Банк Норвегии не пойдет на активные действия в обозримом будущем, а крона сможет укрепиться, только если внимание рынка резко сместится на невиданную прочность норвежского баланса в контексте общей проблемы государственного долга. ❑

ЕСЛИ ВЕРИТЬ РЫНКАМ ОБЛИГАЦИЙ, НАС ЖДУТ ДОЛГИЕ ГОДЫ ВЯЛОГО РОСТА

SAXO BANK / QUARTERLY OUTLOOK / 4 КВАРТАЛ 2010 /



АКЦИИ ОБОСНОВАЛИСЬ В ВЕРХНЕЙ ЧАСТИ ПРОГНОЗИРУЕМОГО НАМИ ДИАПАЗОНА

С мая этого года фондовые рынки консолидируются в диапазонах. Так всегда происходит на рынках, недавно переживших стремительный взлет или падение, и мы полагаем, что до конца

года ничего не изменится. Странно другое: фондовые рынки и рынки облигаций по-разному оценивают экономические перспективы. Если верить рынкам облигаций, нас ждут долгие годы вялого роста, а может быть, и настоящая рецессия. Но на фондовых рынках в ценах учитывается сильный рост. Так кто же прав?

На первый взгляд доходность по облигациям учитывает в ценах слабый рост, но

есть и другое объяснение низкой доходности: возможно, инвесторы просто ждут от ФРС нового цикла количественного ослабления. Мы, конечно, тоже рассчитываем на него. Такие действия американского Центробанка будут способствовать росту цен на активы в кратко- и среднесрочной перспективе. Это в определенной степени объясняет кажущиеся разногласия между прогнозами рынков акций и облигаций. На наш взгляд, фондовые рынки по умолчанию учитывают в ценах слишком оптимистичный прогноз по мировой экономике. Объем продаж в 2011 году, скорее всего, будет низким, определяя таким образом динамику номинального ВВП. Но в то же время никогда не стоит недооценивать способность компаний к сокращению расходов в период экономической нестабильности. Поэтому мы ожидаем нулевого или минимального роста доходов в 2011 году, но не сокращения. По нашим прогнозам, доходы возобновят рост в 2012 году.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

США: Выступая с полугодовым отчетом по экономике в Конгрессе 21 июля, председатель Федрезерва Бен Бернанке заявил о том, что экономические перспективы остаются крайне неопределенными. За последние два месяца процесс восстановления сошел на нет. Данные, представленные в «Бежевой книге», лишь подчеркнули неравномерность и неустойчивость восстановления, а самый последний протокол заседания Комитета по открытым рынкам ФРС по монетарной политике говорит о том, что мнение руководства ЦБ относительно состояния экономики резко ухудшилось со времени предыдущего заседания. Хотя никто не отметил «наличие серьезных рисков дефляции», совершенно

очевидно, что среди членов комитета растет обеспокоенность относительно ослабления инфляции. Таким образом, памятуя о своих обязанностях по обеспечению максимального уровня занятости наряду с ценовой стабильностью, на заседании 10 августа FOMC сделал очередной шаг в сторону количественного ослабления, решив повторно инвестировать прибыль, полученную от погашенных ипотечных облигаций в государственные облигации США. Заявление, сделанное FOMC по итогам заседания 21 сентября, содержало заметно более заниженные оценки перспектив восстановления экономики и уровня инфляции и открыло дверь для новых мер количественного смягчения на следующем заседании, которое состоится в ноябре.

В этих обстоятельствах мы не ждем от FOMC повышения ставки по федеральным фондам в обозримом будущем, вплоть до второго квартала 2011 года. Более того, мы полагаем, что масштабы количественного ослабления будут увеличены до одного-двух триллионов долларов до ноября 2010 или начала 2011 года.

Еврозона: Пока М. Трише строго следует своей уже почти религиозной заповеди: «в среднесрочной перспективе ЕЦБ будет поддерживать уровень инфляции на уровне или ниже 2%». Он также утверждает, что стратегия ЕЦБ по отказу от чрезвычайных мер, в частности от предоставления неограниченной ликвидности европейским банкам, также уже близка к завершению. Проблема лишь в том, что европейские бан-

ЕСЛИ НА РЫНКЕ НАЧНЕТСЯ ОЧЕРЕДНАЯ ФАЗА ОТКАТА, АКЦИИ ОКАЖУТСЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ

SAXO BANK / QUARTERLY OUTLOOK / 4 КВАРТАЛ 2010 /

ИНДЕКС	Уровень закрытия 14 декабря 2009 года	Целевой уровень на декабрь 2010 года			
		Годовой прогноз	Прогноз на II квартал	Прогноз на III квартал	Прогноз на IV квартал
S&P500	1114	1150	1100	1000	1096
DJ STOXX 600	247	260	248	230	247
NIKKEI225	10106	10320	9875	9180	9180
MSCI EM	979	1050	1000	820	975

Источник: отдел аналитики и стратегии Saxo Bank

Между тем чистая рентабельность начнет увеличиваться не раньше, чем будет достигнут предыдущий максимум на уровне 7,5%, установленный в 2006 году. Мы не думаем, что рентабельность будет снижаться, но при этом прогнозируем вялую динамику на 2011 и 2012 годы. Почему? Просто потому, что в условиях высокой безработицы компании могут контролировать заработные платы, свой главный источник затрат. Еще один фактор, способствующий стабилизации рентабельности на текущих уровнях, – это стоимость кредитования; снижать процентные ставки уже некуда,

поэтому, продолжив активно сокращать свою долговую зависимость, компании также будут способствовать стабилизации рентабельности.

На фоне прогнозируемой стабильной чистой рентабельности и несмотря на наши низкие прогнозы по объемам продаж в 2011 году мы полагаем, что прибыли будут незначительно расти в 2011 году с тенденцией к увеличению в 2012 году. Мы ожидаем, что прибыль на акцию по индексу S&P 500 составит 84 доллара в 2011 году и 94 доллара в 2012 году, против текущих средних прогнозов на уровне 94 доллара

и 108 долларов соответственно. На наш взгляд, рынок неадекватно оценивает потенциал роста прибыли для компаний на ближайшие два года, но, скорее всего, скоро рыночные ожидания не изменятся в сторону понижения. Этот процесс еще не начался, но когда аналитики осознают, что на решение структурных проблем мировой экономики уйдет не один квартал, им придется понизить свои ожидания. Между тем высокие показатели доходов за третий квартал лишь отсрочат этот процесс на несколько месяцев.

Но как оцениваются акции? Наш любимый инструмент CAPE (P/10E), говорит о том, что акции сейчас стоят недешево: текущее значение коэффициента составляет 19,7 по сравнению с историческим средним значением 16. Однако желание рискнуть будет расти и, если на рынке начнется очередная фаза отката, а, скорее всего, так и будет, с учетом стабильного коэффициента выплаты дивидендов, акции окажутся привлекательными. ❑

ки по-прежнему находятся в зависимости от денег Центробанка. ЕЦБ, осознавая этот факт, недавно расширил доступность своих трехмесячных кредитов. Более того, еврозоне приходится выживать в тяжелых условиях сокращения бюджетных дефицитов.

В связи с этим мы не ждем от ЕЦБ повышения ставки до конца второго квартала 2011 года. Более того, не исключено, что банк, сопротивляясь и упираясь всеми силами, все же будет вынужден ввести свою собственную программу количественного ослабления. Но мы подозреваем, что заложенный на генетическом уровне инстинкт борьбы с инфляцией не даст ему сделать этого.

Япония: Переизбрание премьер-министра Наото Кана на посту лидера Демократической партии Японии не смогло внушить

инвесторам веру в то, что теперь дела в Японии пойдут на лад. Недавняя интервенция, направленная на ослабление иены, была относительно успешной, однако мы полагаем, что ее эффект будет непродолжительным. Другие страны «большой двадцатки» совсем не спешат присоединиться к Японии в вопросах валютной интервенции, поскольку все хотят наслаждаться выгодными торговыми условиями и при этом дружно обличают Китай в нечестной валютной политике, направленной на ослабление юаня.

По вполне понятным причинам, Банк Японии не станет менять процентные ставки в обозримом будущем. Напротив, ко второму кварталу 2011 года он может предпринять меры в рамках политики количественного смягчения.

Великобритания: Сложно представить, как британская экономика сможет пережить самую суровую программу фискального ужесточения за всю свою историю. Нет никаких сомнений в том, что Комитет по монетарной политике Банка Англии прекрасно понимает всю сложность ситуации, поскольку его председатель, г-н Кинг, постоянно выступает с пессимистичными заявлениями. Мы целиком и полностью согласны с ним в том, что в среднесрочной перспективе инфляция будет снижаться, при этом полагаем, что Банк Англии не будет менять ставки вплоть до второго квартала 2011 года. Кроме того, Банк Англии, скорее всего, также возобновит свою программу количественного смягчения до конца года, на ту же сумму, то есть 200 млрд. ф. ст. ❑

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ ЗАСТРЯЛИ, ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО РАСТУТ

Неблагоприятные погодные условия во многих регионах повлекли за собой рост цен на продукты питания. Эта тема сохранит свою актуальность и в четвертом квартале. Кроме того, рынки по-прежнему серьезно обеспокоены перспективой повторной рецессии, что обуславливает различную динамику цен на активы в разных секторах. На момент написания данного обзора индекс Reuters Jefferies CRB вернулся к отметке -1,3% с начала года. Но этот показатель скрывает двузначные показатели роста цен на зерно, другие сельскохозяйственные продукты и драгоценные металлы, а также аналогичное падение цен в энергетическом секторе.

Текущий экономический прогноз привлекает покупателей к рынку металлов платиновой группы, при этом инвесторы получили неплохую прибыль в третьем квартале. Центробанк США готовится возобновить свои программы количественного смягчения. Это означает, что ключевая ставка ЦБ останется на уровне, близком к нулю. Таким образом, стоимость инвестиций в золото по-прежнему будет ничтожной. Центральные банки, которые ранее продавали золото, теперь готовы перекалцифицироваться в чистых покупателей, впервые за два десятилетия. Кроме того, раздутый мировой рынок облигаций и неопределенность вокруг потенциальной доходности инвестиций на фондовом рынке заставляет инвесторов вкладывать деньги в золото. В четвертом квартале рынок золота может пострадать от своего собственного успеха. Сейчас все идет в одном направлении: инвесторы, аналитики и комментаторы



наперебой повышают свои прогнозы по ценам. Мы полагаем, что существующий импульс на фоне растущей неопределенности будет способствовать росту цен. Но в то же время нас не удивит резкая коррекция, подобная падению на 8% в июле, особенно в конце года, когда управляющие денежными фондами стремятся зафиксировать прибыль после такого трудного года. Долгосрочная линия поддержки и 200-дневная скользящая средняя послужат поддержкой на случай коррекции. Мы полагаем, что к концу года цены достигнут отметки 1350 долларов за унцию, а к концу 2011 года – 1650 долларов.

Для сырьевых активов, подверженных влиянию цикла, например в энергетическом секторе, выдался непростой год. Цены на природный газ снизились почти на треть, а падение цен на сырую нефть измеряется двузначными числами. Мировой спрос постепенно восстанавливается, однако

эта динамика в большей степени связана с ненасытными аппетитами Дальнего Востока и Китая по отношению к базовым ресурсам. Между тем в США уровни запасов остаются высокими, что оказывает давление на временные спреды и мешает восстановлению цен на рынке спот.

Мы полагаем, что такая динамика сохранится и в четвертом квартале, поскольку риски дальнейшего монетарного ужесточения в Китае и новой волны количественного смягчения в США указывают на неблагоприятные перспективы для роста спроса в США. Цены на сырую нефть не выйдут за пределы годового диапазона. Сейчас они застряли в середине. Однако мы не исключаем возможности снижения цен к концу года в область 65-70 долларов за баррель с последующим восстановлением до 90 долларов в 2011 году.

Неблагоприятные погодные условия во многих регионах, начиная с западных регионов США, Бразилии и заканчивая Пакистаном, привели к росту цен на все продукты питания, начиная с зерна и скота и заканчивая сахаром и кофе. Хуже всего обстояли дела в России, где засуха поразила ключевые сельскохозяйственные регионы в районе Черного моря. Сложившаяся ситуация вынудила российское правительство ввести запрет на экспорт пшеницы, возможно, до конца 2011 года, в зависимости от урожайности озимых, которые будут засеяны этой осенью.

Цены на кукурузу опережают цены на пшеницу, поскольку запасы в США начинают истощаться на фоне роста экспорта и сокращения производства. Объемы мирового потребления могут превысить объемы производства уже второй год подряд. Это связано с растущим спросом на этанол, а также с тем, что производители мяса ищут, чем можно восполнить недостаток поставок пшеницы, в частности из России. ❑

ДИСКЛЕЙМЕР

Данный документ содержит информацию о продуктах и услугах Saxo Bank A/S (далее по тексту — Saxo Bank). Все материалы предоставлены исключительно в информационных целях без учета инвестиционных целей, финансового положения или средств конкретных пользователей.

Таким образом, содержащаяся здесь информация не должна рассматриваться как рекомендация, равно как предложение купить или продать либо активный совет купить или продать какую-либо ценную бумагу, финансовый продукт или инструмент или использовать определенную торговую стратегию в какой бы то ни было юрисдикции, где подобное предложение, совет или торговая стратегия считались бы незаконными.

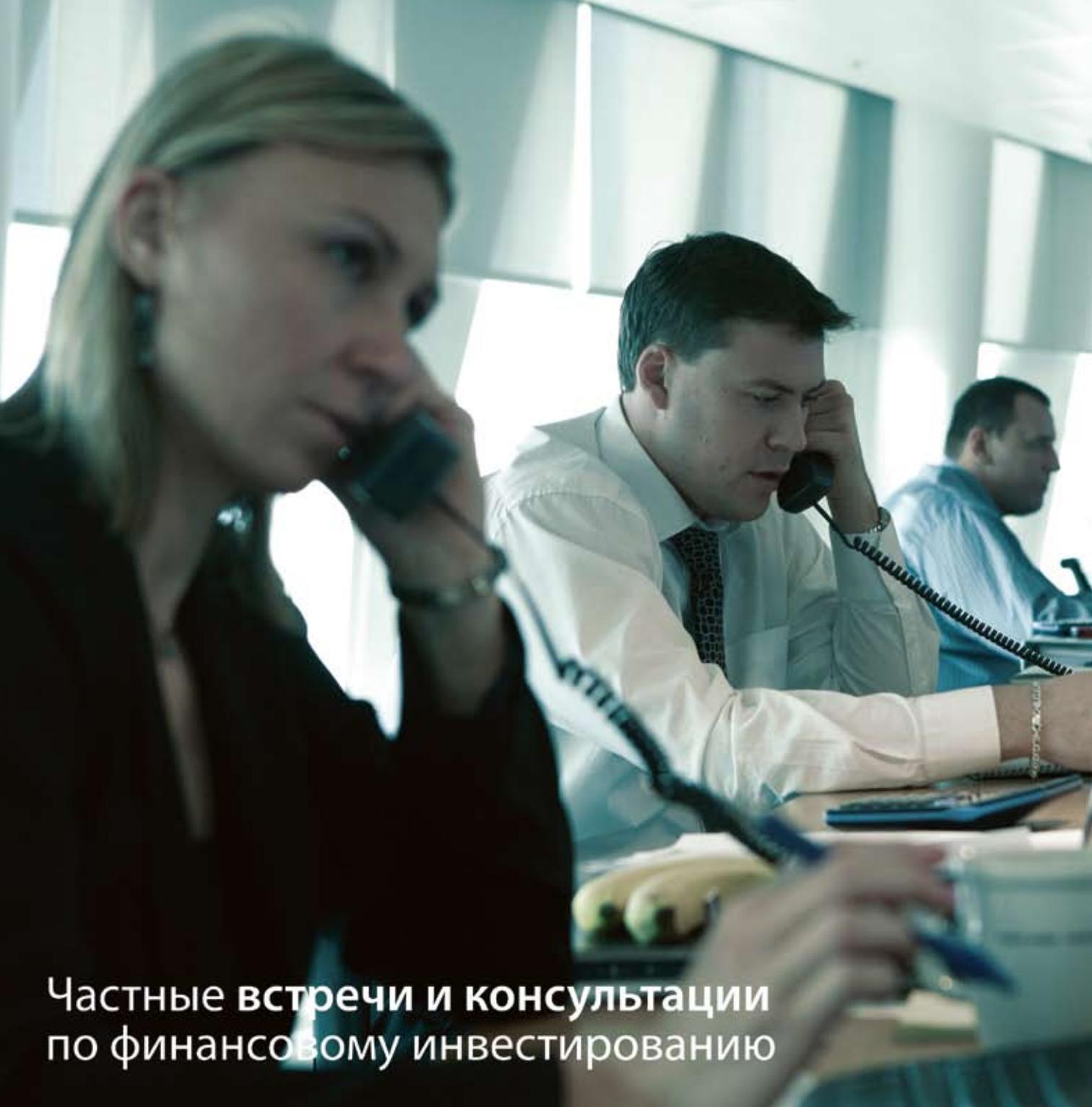
Saxo Bank не гарантирует точность или полноту предоставляемой информации или аналитических материалов. Saxo Bank не несет ответственности перед клиентом или третьими лицами за точность информации или рыночных котировок, предоставляемых клиенту в рамках данного документа, а также за какие бы то ни было задержки, неточности, ошибки, перебои или опущения, за прямой и косвенный ущерб, возникший в результате таких задержек, неточностей, ошибок, перебоев или опущений.

Saxo Bank не принимает никакой ответственности за содержание других документов, связанных или нет с настоящим документом, или за последствия ваших действий на основании содержания другого документа. Наличие данного документа не означает, что пользователь является клиентом Saxo Bank, и Saxo Bank не несет перед таким пользователем никакой ответственности и не имеет перед ним никаких обязательств.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Saxo Bank A/S не несет ответственности за какие бы то ни было убытки, возникшие в результате инвестиций, сделанных на основе идей, прогнозов и прочей информации, представленной в данном документе. Содержимое данной публикации не должно рассматриваться как явно выраженное или подразумеваемое обещание, гарантия или утверждение Saxo Bank, что, придерживаясь изложенных здесь стратегий, клиент получит прибыль или ограничит убытки. Торговля на основе предположений или анализа, в частности в отношении инвестиций, подразумевающих использование заемных средств, таких как инвестиции на валютном рынке и на рынке производных инструментов, носят спекулятивный характер и могут привести как к прибылям, так и к убыткам, в частности если условия, упомянутые в анализе, не будут реализованы.





Частные встречи и консультации по финансовому инвестированию

Индивидуальные консультации по вопросам инвестирования на мировых финансовых рынках. Частные встречи в России, Дании и других странах.

Инвесторы с капиталом от 50 000 долларов США имеют возможность провести частную встречу с одним из наших специалистов. Во время деловой беседы в конфиденциальной обстановке Вы сможете обсудить интересы и перспективы Ваших инвестиций.

Консультации проводятся ежемесячно в Москве и Санкт-Петербурге. В остальное время, учитывая Вашу заинтересованность, мы готовы организовать встречу в Вашей стране или в головном офисе Saxo Bank в Копенгагене.

Подробности — на сайте www.saxobank.ru
Телефон: (+45) 3977 4800 E-mail: inforu@saxobank.com



ТРЕЙДИНГ
И ИНВЕСТИЦИИ