

Quarterly Outlook



4 квартал 2011

WWW.SAXOBANK.RU

ОЧЕРЕДНОЙ КРИЗИС?

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК:
ДОЛЛАР ПРОДОЛЖИТ
РАСТИ - СТР.13

ФОНДОВЫЙ РЫНОК:
АКЦИИ СТАНУТ БОЛЕЕ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ - СТР.19

ТОВАРНЫЙ РЫНОК:
ТОВАРНЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ
ПОСТРАДАЮТ - СТР. 21





Последняя попытка

И снова Федрезерв перешел в режим полной интервенции, объявив о начале «Операции твист» в качестве последней попытки запустить сбавляющую обороты экономику США. Европейский Союз, судя по всему, также стоит на пороге новой широкомасштабной кампании по вытягиванию региона из неприглядной долговой ситуации – она должна стартовать в четвертом квартале, невзирая на все разногласия.

Наступило время максимальных интервенций – последней коллективной попытки политиков и Центробанков поддержать трещащие по швам долговые рынки и финансовые системы. Хотя сценарии дальнейшего развития текущей ситуации остаются неясными, наиболее вероятным и эффективным конечным пунктом назначения для мировой экономики станет очередной кризис.

МАКСИМАЛЬНАЯ ИНТЕРВЕНЦИЯ И ОЧЕРЕДНОЙ КРИЗИС?

После того, как в нашем предыдущем квартальном обзоре мы говорили о высокой волатильности и неопределенности, положение дел в мире изменилось с плохого на очень плохое. Перспективы экономического роста омрачились, а правительства и Центробанки повсеместно задействуют все возможные рычаги для того, чтобы снова спасти систему. Впрочем, в Европе эти возобновившиеся попытки спасти ЕС от долгового кризиса терпят крах из-за того, что политики региона бьют рекордные минимумы в вопросе солидарности и исторические максимумы – в деле лоббирования собственных национальных интересов.

Еще со времен финансового кризиса 2008-09 все усилия властей развитого мира спасти экономику посредством экстренного выделения финансовой помощи, стимулирования и печатания денег оказывались несостоятельными и не обеспечивали устойчивого процесса восстановления. И что же? Политики и Центробанки усвоили этот урок? Увы. Похоже, что сейчас они готовы удвоить все свои прежние усилия, и именно такое положение дел мы называем максимальной интервенцией. Подобный подход лишь еще больше увеличивает размер долга, что, вероятнее всего, приведет к реализации одного из трех сценариев:

1. Японизация. Дальнейшее накопление растущего долга на балансе государства, пока частный сектор зализывает раны. Примером этого может послужить Япония с ее потерянным десятилетием. Правда, тут возникает вопрос: сумеет ли хоть кто-то повторить уникальную японскую модель, сочетающую сильные показатели экспорта и частных накоплений. В любом случае, гиперактивный госсектор, который душит потенциал развития частного сектора, вряд ли стоит брать за образец другим развитым странам.

2. Очередной кризис. Подобный вариант развития событий кажется наиболее пугающим, однако на самом деле он предлагает самый быстрый и самый дешевый способ решения долговой дилеммы развитых экономик. В краткосрочной

перспективе кризис, разворачивающийся в стиле «а-ля Lehman», может стать очень устрашающим: уменьшение доли заемных средств, ликвидация плохих долгов посредством их списания, и т.п. Однако впоследствии освобожденные от бремени рынки зададут экономике вектор здорового движения и обусловят гораздо более активное создание рабочих мест в частном секторе.

3. Монетизация. Это излюбленный выбор политиков и тех, кто чувствует, что Япония взяла верный курс, но просто оказалась недостаточно агрессивной. Это – настоящий культ розовых очков и бесконечный кейнсианский круговорот из пакетов экстренной финансовой помощи, стимулов и станков для печатания денег, происходящий на фоне молитв о чудесном исцелении экономики и веры в то, что экономический рост возобновится сам по себе, если для этого просто купить немного дополнительного времени. Эта стратегия также означает, что в конечном итоге все правительства и Центробанки окажутся вовлеченными в QE и кампанию по ослаблению национальных валют. За примером далеко ходить не надо: посмотрите на Японию и Швейцарию, и вы увидите, как рост валютного курса может спровоцировать в ответ беспрецедентные политические решения.

Политики Франции и Германии, похоже, считают, что следует изучить возможности еще более активной интервенции, поскольку они вспомнили даже идею налога на финансовые транзакции. Тем временем проблема ЕС и ее решение остаются довольно простыми – лидерам региона, если они хотят, чтобы ЕС вышел из текущего кризиса, сохранив свою целостность, необходимо отбросить полумеры и заняться обсуждением настоящего монетарного союза.

Практика перевода проблемного частного долга на госбаланс в качестве гарантии сохранения низких ставок и облегчения доступа на рынки капитала, возникшая в разгар финансового кризиса 2008, не смогла обеспечить устойчивое восстановление и уже достигла предела насыщения после многочисленных раундов стимулирования, направленного на привлечение средств с помощью займов, и печатания денег в рамках программы QE для финансирования основной части долга. Тут уже просто необходимо процитировать Альберта Эйнштейна, давшего следующее определение безумию: «Безумие — это проделывание одного и то же снова и снова, каждый раз ожидая нового результата».

Именно в этом контексте и следует рассматривать нескольких последующих кварталов: гвоздем политической повестки дня остается стратегия притворства. Как же в этих условиях следует управлять своими активами в течение предстоящего квартала?

Вероятно, в ближайшие 18 месяцев мы станем свидетелями инвестиционных возможностей, невиданных в последние десятилетия. Но это произойдет только если закончится эта игра в притворство и начнутся агрессивные продажи компаний, недвижимости и других классов активов по стоимости, которую можно будет охарактеризовать исключительно как «недооцененная».

В ближайшие три месяца мы будем наблюдать отчаянные усилия политиков спасти мир с помощью ударной дозы все того же неэффективного лекарства. Мы также отмечаем, что рынки и – что еще важнее – избиратели утрачивают доверие к предлагаемым средствам решения проблемы.

Большинство развитых государств превратились сейчас в своеобразные фонды субсидирования и вытесняют частный сектор ростом госрасходов и занятости в госсекторе. Чтобы переломить эту ситуацию, нужно нанимать по два сотрудника в частном секторе на каждого работающего в госструктурах, и поколениями поддерживать этот тренд – лишь тогда правильный баланс будет восстановлен.

Плохая новость состоит в том, что подобная ребалансировка будет болезненной. Хорошая новость: кризис или уже начинается, или где-то на подходе. Надеемся, он предельно ясно явит миру все, что необходимо сделать, и мотивирует – для чего. Как учит история, лишь во времена больших потрясений власти, наконец-то, отваживаются на более радикальные и более разумные меры. В этой связи отметим, что сейчас как никогда остро встал вопрос об истинном смысле слова «кризис»: это не затяжной период безнадежности и мрачных пророчеств, а переломный момент.

США

Замедление темпов процесса сокращения доли заемного капитала в частном секторе обеспечит умеренное улучшение показателя потребительских расходов в 4-м квартале, в то время как инвестиции в жилищный сектор по-прежнему будут парализованы в условиях практически несуществующего рынка недвижимости. Негативные эффекты ситуации с госрасходами будут ограниченными, если пакет мер стимулирования найдет поддержку в Конгрессе.

ЕВРОЗОНА И ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

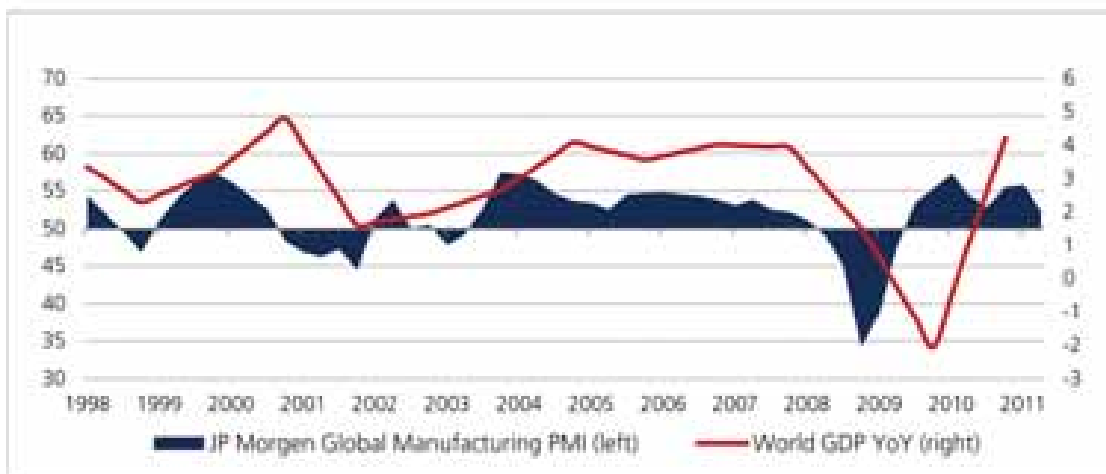
Реализация программы жесткой бюджетной дисциплины будет оказывать давление на госрасходы в 4-м квартале и далее, а частный спрос столкнется с неблагоприятным влиянием со стороны слабого рынка труда. Обеспокоенность тем, что кризис суверенного долга может перекинуться на Испанию и Италию, продолжит подрывать потребительское доверие и готовность компаний к инвестициям и расширению штата сотрудников.

ЯПОНИЯ

Пока масштабы восстановления во 2-м полугодии являются недостаточными для того, чтобы компенсировать ослабление в первой половине года, обусловленное мартовским землетрясением. Показатель ВВП страны снизится по итогам года на 0,6%. Значения чистого экспорта находятся под давлением высокого курса JPY (которая торгуется в районе 10-летних максимумов).

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ ЭКОНОМИКИ

Развивающиеся страны стали одной из главных причин активного роста мировой экономики в 2011 г., однако и здесь поползли первые трещины. Ослабление развитых экономик начинает сказываться и на развивающемся мире в связи с замедлением международной торговли и ужесточением монетарной политики. В 2010 г. в Китае, Индии и Бразилии был запущен цикл ужесточения, направленного на сдерживание внутренней инфляции, а еще один «кирпичик» блока БРИК – Россия – приступила к монетарному ужесточению в начале этого года. Однако в условиях снизившейся торговой активности на

ГРАФИК 2: МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

США

Как мы прогнозировали ранее, на состоявшемся 20-21 сентября заседании Федерального резерва было принято решение о запуске так называемой «Операции твист», предполагающей продажу находящихся во владении ФРС 3-летних ГКО на сумму \$400 млрд и покупку на ту же сумму облигаций со сроком погашения через 6-30 лет. Данная мера стала попыткой понизить доходность по долгосрочным долговым обязательствам, которая находится в прямой корреляции с ипотечными ставками, а также ставкой дисконта, используемой коммерческими предприятиями для оценки жизнеспособности своих долгосрочных деловых проектов.

Мы продолжаем полагать, что рынки рискованных активов по-прежнему не будут впечатлены действиями Федерального резерва, а «Операция твист» является ничем иным как еще одним шагом в направлении неизбежного и давно ожидаемого нами количественного смягчения в неисчислимых количествах, раз от раза повторяющегося со все более мизерным результатом.

Следующим шагом станет QE3. Вероятно, о нем будет объявлено в 1-м квартале 2012 г., когда экономике не удастся реанимировать и фондовые рынки начнут снижаться. Примерно в этом же временном промежутке также весьма вероятно и снижение с 25 б.п. до 10 б.п. процентной ставки, которую ФРС выплачивает по избыточным банковским резервам, что стало бы отчаянной попыткой поощрить банки к кредитованию реальной экономики.

ЕВРОЗОНА

ЕЦБ повысил в июле ключевую ставку рефинансирования до отметки 1,5%, причем на тот момент рынки рассматривали этот шаг как первый в начинающемся цикле ужесточения, рассчитанном на ближайшие месяцы и годы. К сожалению, с тех пор ситуация в мировой экономике в целом и в еврозоне в частности ощутило ухудшилась.

В добавление к всеобщему унынию, воцарившемуся в отношении крупнейшей мировой экономики, о чем уже говорилось выше, в еврозоне были отмечены следующие ключевые тенденции:

В общей атмосфере, созданной всеми вышеперечисленными факторами, совершенно неудивительным оказалось распространение страхов на Испанию и Италию (что взвинтило доходность по 10-летним облигациям этих стран выше отметки 6%). Это вынудило ЕЦБ скрепя сердцем возродить свою программу покупки облигаций, или программу по покупке ценных бумаг (SMP), в условиях раскола внутри Управляющего совета ЕЦБ и непримиримой позиции Германии, занятой в отношении данной меры.

Соответственно, никого не удивил и переход президента ЕЦБ Трише на гораздо более мирный тон 8 сентября. Хотя так быстро идти на попятную после недавнего повышения ставки ему было явно неловко, он все же дал понять, что теперь с повестки дня решительно снят вопрос дальнейшего ужесточения, и оставил дверь открытой для снижения ставки в ближайшем будущем. Теперь мы ожидаем как минимум, что ЕЦБ до конца года возродит практику предоставления банкам неограниченной ликвидности по фиксированной ставке и на продолжительный срок, тем самым закачивая в систему ликвидность и оказывая понижающее давление на реальные рыночные ставки, продавливая их ниже уровня ставки рефинансирования – если он предпочтет сохранить ее на отметке 1,5%, чтобы сохранить лицо и спасти свою репутацию. Однако, вероятно, она может быть и возвращена к 1%, а ставка по вкладам понижена от 0,75% до 0,25%. Подобные меры могут быть приняты без промедления, если ускорятся темпы спада в реальной экономике, или долговой кризис в еврозоне вырвется из-под контроля, или иссякнет ликвидность в секторе межбанковского кредитования. В этом случае возможно даже снижение ставки рефинансирования до 0,5%.

ЯПОНИЯ

В ходе заседания 4 августа Банк Японии, обеспокоенный ухудшением экономической ситуации, расширил программу покупки активов на ¥10 трлн. Данная мера, вне всякого сомнения, была направлена на усиление эффектов интервенции ЦБ на валютный рынок, совершенной в тот же день и нацеленной на ослабление иены. Несмотря на первоначальный успех этого шага (курс доллар/иены взлетел за один день с 77.00 до 80.24), паника на мировых финансовых рынках вынуждала инвесторов постоянно искать спасения в безопасных убежищах, что быстро вернуло курс под отметку 77.00. Мы сохраняем свой прежний прогноз, согласно которому уровень процентных ставок Японии будет оставаться неизменным в течение всего 2011 г., а также в 2012 г., и отмечаем высокую вероятность запуска новых мер количественного смягчения.

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Протокол заседания Комитета по монетарной политике Банка Англии (MPC) от 8 сентября продемонстрировал, что решение сохранить ставку на прежнем уровне 0,5% было единогласным, и это не удивило ни нас, ни рынки. Хотя Адам Поузен остался единственным членом MPC, ратующим за расширение программы покупки активов (он проголосовал за увеличение целевого объема покупок на дополнительные £50 млрд), ряд других членов Комитета также изменил свое мнение в пользу QE2. По мнению большинства членов Комитета, все более возрастает вероятность того, что на определенном этапе может потребоваться дальнейшее расширение программы покупки активов для смягчения условий монетарной политики.

Как следствие, мы полагаем, что запуск QE2 весьма вероятен еще до наступления Рождества, в то время как ставки определенно не будут повышаться до 2013 г.

На графике изображен спред 2-летних своп-курсов для доллара США против среднего значения 2-летних своп-курсов для остальных основных 10 валют. Затем мы сопоставили это с динамикой доллара по сравнению со средневзвешенной корзиной остальных валют. Совершенно очевидно, что с точки зрения доходности инвестиции в доллар стали более привлекательными, чем это было всего несколько месяцев назад. Кроме того, приведенный график показывает, что доллар медленно реагировал на изменения.

Мы подозреваем, что сужение спреда доходности между долларом и остальными валютами в дальнейшем будет ликвидировать преимущество торговли на разнице процентных ставок, образовавшееся в отношении доллара в прошлом году и в начале 2011 года, потому что мировые экономики переживают спад темпов роста. В то же время, новый раунд стимулирующих мер и количественного смягчения со стороны ФРС может обеспечить несколько кварталов устойчивого роста ВВП. Американские политики уничтожают любые барьеры, чтобы дать экономике возможность для роста, а затем побороться за пальму первенства перед президентскими выборами, которые пройдут в ноябре следующего года.

Существуют еще два потенциальных источника роста доллара. Один из них – возможное возрождение программы репатриации инвестиций Homeland Investment Act (HIA), исходная версия которой позволяла американским компаниям в 2005 году репатриировать прибыли без необходимости уплачивать с них налог. Четвертый квартал представляется наиболее подходящим временем для обсуждения вопроса повторного внедрения этой программы, которая в таком случае может вступить в силу в новом году. Оценки объема капитала, который может быть репатриирован, на этот раз гораздо выше, чем в первой версии HIA, и могут превысить полтриллиона долларов.

Вторым потенциальным источником укрепления доллара является тот факт, что в мире, который повсеместно отказывается от заемных средств и

от предыдущих ставок на «рост всего относительно доллара», просто нет альтернативы. Из-за недоверия к евро как к единой валюте само его существование теперь поставлено под сомнение, и в ближайшие кварталы такая ситуация продолжит оттягивать момент потери долларом своего статуса мировой резервной валюты. Понятно, что такие обстоятельства не приведут к бесконечному росту американской валюты.

ЕВРОПА: РЕШАЮЩИЙ МОМЕНТ

Усилия ЕЦБ и европейских политиков не помогли остановить растущие в геометрической прогрессии проблемы, созданные нелепым сочетанием единой валюты, 17 министерств финансов и 17 рынков суверенных долгов. У евро есть шансы на коррекционный рост, если ЕС выйдет из положения благодаря солидарности, обусловленной рыночной дисциплиной, но в долгосрочной перспективе решение европейских долговых проблем, скорее всего, будет включать валютное стимулирование со стороны ЕЦБ, чтобы сохранить порядок на рынках облигаций и помочь европейским банкам выбраться из кризиса ликвидности.

Если уж доллар был так сильно наказан за различные версии количественного смягчения ФРС, то почему нельзя принять такой же пессимистичный сценарий для евро, который также оказался втянутым в печатание денег? Без сомнения, участники рынка тут же успокоятся, что инвестиции в государственные долговые обязательства в ближайшее время не пропадут, и это поможет компенсировать некоторые опасные последствия европейской версии программы количественного смягчения (за исключением Греции, где признание серьезных убытков по вложениям или выход Греции – лишь вопрос времени). Стабилизация условий на рынках государственных долгов и финансовых услуг вознаградит евро за его глубокую ликвидность по сравнению с более зависимыми от внешних условий и более проциклическими валютами, поскольку в течение ближайших двух кварталов в развитии мировой экономики может наступить спад.

10 ОСНОВНЫХ ВАЛЮТ: БАЗОВЫЕ ПРОГНОЗЫ

USD: В отсутствие альтернатив и в условиях распространяющейся по миру максимальной интервенции привлекательность доллара в 4-м квартале продолжит расти. Валюта так долго была дешевой, что американская экономика может на этом заработать.

EUR: Для еврозоны наступил решающий момент: объединить усилия или столкнуться с новыми экзистенциальными проблемами. Согласится ли Германия оплатить расходы периферийных стран?

JPY: Единственную реальную поддержку оказывают рост на рынке государственных облигаций и падение спредов процентных ставок (прием саггу в саггу-торговле). Внутренняя экономика Японии находится в удручающем состоянии. Если когда-нибудь рынки облигаций развернутся, то это же произойдет и с курсом иены, а до тех пор валюта будет держаться уверенно.

GBP: Стерлинг показывает нам, в какой степени проблемы евро обусловлены неэффективной политической системой и политикой центрального банка в отличие от абсолютной величины суверенного долга в регионе, поскольку долговая нагрузка и дефициты в Великобритании гораздо хуже. Однако фунт уже был серьезно наказан и, подобно доллару, может укрепиться «по умолчанию» на фоне дальнейшего ухудшения внешних факторов.

CHF: Швейцарский франк стал последней, наиболее запоминающейся жертвой интервенции, после чего мир убедился в том, что ни одна твердая валюта не может быть тихой гаванью вечно. Мы полагаем, что решительные действия Национального банка Швейцарии и швейцарского правительства приведут к снижению курса франка.

AUD: Австралийский доллар сдал позиции в начале августа, когда резко уменьшился интерес к риску. Но в условиях повсеместного бегства от риска, перспектив замедления темпов роста в Азии и угрозы беспорядочного обвала рынка жилья его цена кажется завышенной. В 4-м квартале австралийский доллар может накрыть большая волна продаж.

CAD: Валюта сохранит свое «серединное» положение: рискованная валюта с низким бета-коэффициентом может обрести поддержку в своей зависимости от американской экономики, которая оказалась не такой слабой, как ожидали аналитики. Тем не менее, валюта лишь имеет такой большой потенциал для роста, несмотря на хорошее состояние государственного баланса и банков, поскольку канадский потребитель обладает самым большим уровнем задолженности в мире.

NZD: Часть укрепления валюты была обусловлена экономической активностью, связанной с деятельностью по ликвидации последствий землетрясения, а часть – интересом Китая к диверсификации. Однако в 4-м квартале рост может приостановиться из-за неутешительных прогнозов роста в Азии.

SEK: Скорее всего, останется проциклической валютой. В стране может начаться спад, усиленный замедлением спроса в Европе. Кроме того, на шведском рынке жилья разрастается огромный пузырь, но признаки того, что он может лопнуть, пока еще не появились. Может быть, появятся в 4-м квартале?

NOK: Ожидания в отношении ставки понизились, как и в случае со многими другими валютами, где есть, что снижать. На норвежскую крону может возникнуть спрос в качестве тихой гавани благодаря превосходному государственному балансу Норвегии. Таким образом, в 4-м и 1-м кварталах валюта может укрепиться относительно большинства проциклических валют.

АЗИЯ: КИТАЙ ТЕРЯЕТ КОНКУРЕНТНОЕ ПРЕИМУЩЕСТВО?

До начала мирового финансового кризиса 2008 года производственный сектор Китая характеризовался тем, что в нем большое место отводилось экспорту. Это привело к непрерывно растущему профициту торговли и массовому накоплению валютных резервов. Однако с приходом кризиса ситуация кардинальным образом изменилась частично из-за отсутствия внешнего спроса, но также из-за растущих волнений о том, что Китай теряет свое конкурентное преимущество в мире.

Основанием для того, чтобы сосредоточиться на так называемом низкоквалифицированном, трудоемком поточном производстве, для китайских производителей стал избыток дешевой рабочей силы и конкурентное преимущество искусственно сдерживаемой валюты. Недавний отчет Академии общественных наук Китая (CASS) показал, что начиная с конца 2008 года экспортные поставки Китая в США снижались, и в марте 2010 года Китай зафиксировал свой первый торговый дефицит за 6 лет. Что же стало причиной снижения экспорта?

Согласно выводам Академии, главными факторами стали стратегические директивы правительства, в результате которых увеличилась стоимость производства в Китае, и возросшие затраты на энергоресурсы. Это вынудило некоторых производителей уйти из бизнеса, что негативно сказалось на экспорте. Затраты на сырье и транспортировку одинаковы для всех экспортеров, независимо от места расположения. Так что же получается, на цену конечного продукта больше всего влияют зарплаты и валютные курсы?

В 2010 году китайский экспорт в США в среднем составил 30,41 млрд долларов, а за первые 7 месяцев 2011 года – 31,15 млрд долларов, при этом курс китайского юаня к доллару за это время вырос на 5,7%. Вряд ли это можно назвать убедительным аргументом в пользу того, что валютный курс больше всего влияет на экспорт. Однако если посмотреть на торговый профицит в соотношении с ВВП, то этот коэффициент на самом деле падает с 2007 года. Если выделить из экспорта сектор легкой промышленности, который, пожалуй, больше зависит от трудовых факторов,

то рыночная доля Китая в американском импорте уверенно снижалась.

Согласно отчету Boston Consulting Group, опубликованному в мае этого года, разница в зарплатах между США и Китаем сейчас стремительно сокращается и может совсем исчезнуть в течение ближайших пяти лет. В Китае зарплаты в настоящий момент растут на 15-20% в год. Но является ли Америка единственной угрозой для китайской конкурентоспособности? В упомянутых выше низкоквалифицированных производственных категориях отхватить себе кусок от экспортного пирога Китая (американское и европейское направление экспорта) стремятся его более бедные соседи: Вьетнам, Бангладеш и в меньшей степени Индонезия. Мексика, между тем, наращивает присутствие в категории товаров «повышенной ценности»: мебель и измерительные приборы. Таким образом, получается, что расходы на зарплату существенно влияют на конкурентоспособность Китая, и, учитывая, что инфляция сейчас составляет более 6% в год, источники давления в обозримом будущем не исчезнут.

Что касается китайской экономики, то в 2008 году экспорт отвечал за 42% ВВП Китая, и потеря конкурентоспособности может иметь серьезные последствия для роста. Может быть, Китай признал это и поэтому поставил более низкие и более приемлемые цели по росту в своем новом пятилетнем плане? В промышленности инвестиции теперь нацелены на производство энергии и альтернативные отрасли.

Итак, Китаю грозит потеря конкурентоспособности на мировой арене главным образом из-за роста зарплат и связанной с этим высокой инфляцией. Китайская валюта и ее постепенная ревальвация также играют свою роль. При этом потеря Китаем конкурентоспособности может поспособствовать процессу восстановления мирового баланса. Однако китайские власти не видят нужды паниковать. Если им удастся реализовать последний пятилетний план, то текущие тенденции и их влияние на торговый баланс не будут представлять серьезной проблемы.

Если американской и европейской экономике удастся сохранить прирост ВВП в годовом выражении минимум на 1-1,5%, то компании смогут удержать текущие уровни EPS, а, может быть, даже нарастить прибыль. Исходя из этого, мы делаем вывод, что акции выглядят очень привлекательно по сравнению с отрицательной реальной доходностью, которую инвесторам предлагают государственные облигации.

Если посмотреть на индекс S&P 500, то компании сейчас торгуются на уровне 8,4 их скользящего денежного потока на акцию, что на 40% ниже, чем среднее значение 12,2 раза, наблюдаемое с 1998 года. Это означает, что рынок ожидает снижения экономической активности, а вместе с ней и операционных денежных потоков. Согласно последним данным, в течение последних двух месяцев рентабельность продолжала расти, а также увеличились продажи (сейчас показатель равен 13% кв/кв в годовом выражении). Это может привести к появлению неожиданных результатов EPS в сезоне финансовой отчетности за 3-й квартал.

Как показывают сейчас модели Saxo Bank для фондового рынка, скользящая прибыль на акцию (EPS) для индекса S&P 500 может достичь 96,33 (+5,9% по сравнению с концом второго квартала) в конце четвертого квартала, а доходность по прибыли может подняться приблизительно на 20 базисных пунктов (коэффициент P/E понизится). Несмотря на оценки наших моделей, ожидается, что S&P 500 ближе к концу года будет торговаться в области 1300-1350. Мы предпочитаем действовать крайне осторожно, учитывая большие технические препятствия и потенциальные

последствия долгового кризиса в Европе и поэтому устанавливаем цель по индексу S&P 500 на уровне 1270. Если вдруг произойдет новая рецессия или паника в финансовой системе, то к концу года индекс S&P 500 может достигнуть отметки 1000.

По причине долгосрочных и краткосрочных технических препятствий наши модели не стали бы рекомендовать инвесторам полностью вкладываться в акции, несмотря на многообещающие исходные фундаментальные факторы. Есть смысл в том, чтобы попридержаться силы, если акции продолжают падать из-за непредвиденных обстоятельств, и увеличить позиции, если акции рухнут вниз. Для большинства инвесторов это может показаться серьезным испытанием для нервов.

Китай начинает терять рыночную долю в секторе низкокачественной и дешевой легкой промышленности, кроме того, темпы роста его доли на рынке информационных технологий значительно снизились. Кто же ворует рыночную долю? В том, что касается экспорта в США, это Мексика, Вьетнам, Бангладеш и Индонезия. Первая из этих стран представляет особый интерес, учитывая ее близость к США. Кроме того, Мексика сейчас переживает подъем в производстве измерительных приборов и других товаров с высокой добавленной стоимостью. Это вполне может быть первым признаком масштабного структурного смещения в мировой торговле, а, следовательно, инвестиционных возможностей на развивающихся рынках.

Прогнозы Saxo Bank на 2011 г.	S&P 500	DJ STOXX 600	Nikkei 225	MSCI EM
Годовой прогноз	1420	315	11 400	1350
Пересмотр	0,0%	0,0%	-7,9%	-7,4%
Прогноз на 2-й квартал	1420	315	10 500	1250
Пересмотр	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Прогноз на 3-й квартал	1420	315	10 500	1250
Пересмотр	-10,6%	-22,2%	-9,5%	-8,0%
Прогноз на 4-й квартал	1270	245	9500	1150
Текущая цена*	1168	221	8617	970

Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

*Цена индекса по состоянию на 13 сентября 2011 г.

Сейчас весь спрос на нефть обеспечивают экономики с развивающимися рынками, поэтому для будущих ценовых движений экономическое благополучие этих стран будет иметь решающее значение. Мы прогнозируем, что Brent будет торговаться в диапазоне от 100 до 120 долларов до конца этого года. Прогнозируемая цена на конец года – 105 долларов.

ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

Рост золота, который на сегодняшний момент продолжается уже более 10 лет и ежегодно составляет почти 21%, без сомнения, является мощнейшим в мире трендом. В течение последних двух лет инвесторы и центральные банки боролись за обладание желтым металлом, так как мировой финансовый кризис спровоцировал бегство из других классов активов в активы-убежища, такие как золото и серебро.

В третьем квартале из-за рекордно высоких цен резко увеличилась волатильность, что подорвало привлекательность золота, так как торговать им стало труднее. В результате в августе и сентябре инвесторы стали активно закрывать длинные позиции как в

биржевых индексных фондах, так и во фьючерсах. Тогда и начались коррекции на рынке золота по 100 и 200 долларов. Однако более широкий тренд все еще остается в силе, и только падение цены ниже 1500 долларов может испортить малину для инвесторов, владеющих порядка 3000 метрических тон золота через различные инвестиционные инструменты. Мы считаем, что в начале 2012 года золото может совершить еще один забег с целью взять магический рубеж в 2000 долларов, после чего начнется стадия консолидации.

Сохраняющаяся волатильность может привести к очередному повышению маржи на основных биржах фьючерсов и заставить инвесторов еще сильнее сократить свои позиции. Мы считаем, что золото будет торговаться в диапазоне между 1650 и 1950 долларами, а наша прогнозируемая цена на конец года равна 1900 долларов. Серебро после августовского обвала цен уступило золоту роль ведущего и снова стало ведомым. В свете ухудшившихся прогнозов для промышленных металлов серебро, по нашему мнению, продолжит сдавать позиции по отношению к золоту, и стоимость одной унции золота может подняться с 50 до 55 унций серебра.

ГРАФИК 6: ЗОЛОТО



Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.