

Yearly Outlook

SAXO
BANK

WWW.SAXOBANK.RU

2011 год: пузыри, быки, медведи...

МАКРОЭКОНОМИКА:
США проявляют
признаки
восстановления — стр. 7

ФОНДОВЫЙ РЫНОК:
Быки продолжают
наступление — стр. 25

ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ГЛАВА:
Кому светит солнце?
Рассвет альтернативных источников энергии.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК:
Безрадельная
власть
доллара — стр. 18

ТОВАРНЫЙ РЫНОК:
Золотые цены
на золото — стр. 30



Пузыри, быки, медведи...

Saxo Bank, специалист в области онлайн-трейдинга и инвестиций, обычно настроен более пессимистично, чем среднестатистический финансовый аналитик. Saxo Bank сохранял такое настроение с 2003 года. Аналитики банка полагали, что низкие процентные ставки могут спровоцировать чрезмерные спекулятивные операции, которые будут иметь еще более негативные последствия, чем пузырь дот-комов. К сожалению, события 2008 года доказали верность таких предположений.

На сегодняшний день специалистов Saxo Bank беспокоит качество фундамента, на котором строится восстановление, начавшееся в 2009 году. Не смотря на то, что состояние мировой экономики улучшилось, мы считаем, что имеем дело с циклическим восстановлением. Это восстановление было создано стимулами в рамках долгосрочного процесса сокращения доли заемных средств в собственном капитале. Уровень долга в системе по-прежнему очень высокий, и мы боимся, что неспособность надлежащим образом решить проблему и сократить уровни частного и, в особенности, государственного долга подорвет процесс восстановления. В 2011 году развитые страны могут показать довольно слабый, если вообще положительный, рост.

Попытки политиков и глав центральных банков скрыть проблемы, созданные предыдущим кредитным циклом, похоже, начали приносить свои плоды. Однако они не искореняют причину проблемы – огромное бремя долга. Действительно, все меры стимуляции, такие например как включение печатного станка, только увеличивают долговую нагрузку развитых экономик. Это равносильно тому, что лечить наркомана при помощи наркотиков. Вместо того чтобы пройти через короткий, но болезненный процесс изъятия средств, власти все это время лишь откладывали решение проблемы. Да, это действительно способствует уменьшению краткосрочных издержек, но в то же время увеличивает размер конечных расходов.

Таким образом, в новом году быки, возможно, и продолжат находить поводы для радости, но медведи в конце концов выйдут на охоту. И это потому, что пузырь государственных облигаций на год приблизился к столкновению с фискальной действительностью.

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 Tryg, 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 Кофоэд 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, политике 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.

2011 ГОД: ПУЗЫРИ, БЫКИ, МЕДВЕДИ...

Чего только не было в 2010 году: кризисы суверенных долгов, спасения от дефолта, спад и головокружительный рост фондового рынка, низкие процентные ставки, ожидания гиперинфляции, также стремительно растущие цены на сырье. Однако если вы опасаетесь, что 2011 год окажется скучным по сравнению с уходящим годом, то не беспокойтесь – этого не случится. За последние два года было искоренено не так много причин мирового финансового кризиса. Власти, к сожалению, потратили слишком много сил и времени на маскировку симптомов. В обществе, где банкам и государствам была предложена субсидия, в форме нового суверенного долга, в обиход вошло выражение «откладывать решение проблемы». Была забыта основа рыночной экономики, а именно что она состоит как из прибылей, так и из убытков. Вместо этого все твердят о предупреждении убытков во имя «стабильности». Хотя кажется, что должники спасены, бесплатный сыр в мышеловке. И чем дольше мы будем притворяться, тем сильнее будет удар действительности.

Звучит слишком угнетающе? В мировой экономике действительно есть неразрешенные проблемы, связанные с различными формами долга. Все они имеют одну общую характеристику – это все долгосрочные проблемы, на решение которых потребуются годы. Мы считаем, что внутри этого длительного цикла сокращения доли заемных средств в собственном капитале, наступил период восстановления, который особенно ярко проявится в 2011 году.

Благодаря улучшениям, наблюдаемым сейчас в американской экономике и пришедшим на смену «второй волне спада», о которой так много говорили летом, высокорискованные активы смогли вырасти в цене, а индекс S&P 500 отыграл более 20% по сравнению с летними минимумами. Кроме того, несмотря на сокращение доли заемных средств среди населения и урезанных кадровых ресурсов, корпорациям удалось достичь такой высокой производительности, что прибыль приблизилась к рекордным высотам.

В связи с этим в первой половине 2011 года компании, скорее всего, снова удивят рынки ростом прибылей. Однако ко второй половине года таких приятных сюрпризов будет все меньше, станет тяжело сохранять маржу в условиях подавленного конечного спроса,

слабого роста выручки и выросших производственных затрат.

РЕАКЦИЯ РЫНКОВ НА ВТОРОЙ РАУНД КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ: ПОВОД ДЛЯ ТОРЖЕСТВА?

Накачивает ли председатель ФРС США Бен Бернанке систему деньгами? Если взять рост сырьевых товаров в конце 2010 года, то ответ будет утвердительным. Однако если посмотреть на базовую инфляцию, то здесь четко прослеживается дезинфляция. Формально Федеральная резервная система сама не печатает деньги. Этим заведует один из департаментов министерства финансов США. Тем не менее нет сомнений в том, что и без того огромный баланс ФРС (который приближается к 20% ВВП США) еще больше увеличится, так как к середине 2011 года будут реализованы повторные меры по количественному смягчению. Но самое важное – это что происходит с деньгами, которые ФРС, по сути, берет из воздуха. Пока что они в значительной степени осели в качестве избыточных резервов в балансах финансовых институтов, поскольку потребителям, которые и так избавляются от долгов, не нужны новые кредиты. И пока такие условия сохраняются (а они, по нашему мнению, сохранятся и в 2011 году), не будет ни значительного инфляционного давления, ни пузыря активов, образующегося путем увеличения денежной массы.

Всплеск на рынках, который мы наблюдали под конец 2010 года, по нашему мнению, был вызван разговорами о том, что мера смягчения ФРС сработает. После короткой реакции на рынках на принятое 3-го ноября решение ФРС возобновить количественное смягчение, которая прошла под флагом «покупай на слухах, продавай на фактах», рост продолжился в декабре, и индекс S&P500 установил новые максимумы с момента банкротства банка Lehman. Поэтому наша позиция в отношении риска бычьего только пока рост, вызванный количественным смягчением, продолжается, и существует вероятность того, что компании смогут еще немного выжать из прибылей. Потенциальные же факторы падения включают проблемы государственных долгов, особенно в Европе, и рост товарных рынков, который выходит из-под контроля и сдавливает конечный спрос и корпоративные прибыли.

Мы полагаем, что количественное смягчение не принесет существенной пользы экономике. Оно не привело к снижению ставок, так как государственные облигации распродавались с момента решения возобновить валютное стимулирование 3-го ноября. По сравнению с минимумами начала октября ставка доходности по 10-летним государственным облигациям США выросла не менее чем на 100 б.п. Если эти меры были нацелены на улучшение положения розничной торговли или на процентные ставки, то они оказались полным провалом. Тогда возникает вопрос, а может быть, это была попытка стимулировать спрос путем создания «эффекта богатства» за счет роста цен на акции? Если это так, то мы должны признать, что ФРС это удалось... во всяком случае пока. Акции, без сомнения, выросли в цене, но повысит ли это доверие настолько, чтобы люди стали увеличивать свои траты? Мы считаем, что в какой-то момент в 2011 году фондовые рынки окажутся на распутье. Либо мировая, в частности американская, экономика укрепитя настолько, что поддержит рост стоимостей (а это, в свою очередь, указывает на 17%-ный годовой рост прибыли на акцию в течение ближайших двух лет), либо спровоцированное ФРС ралли рискованных активов со скрипом остановится.

ЕВРОСОЮЗ САМ ПОЗВАЛ ЛИС В КУРЯТНИК

В самый разгар суверенного кризиса в Греции Евросоюз подсуетился и учредил резервный фонд на случай, если еще какой-нибудь стране понадобится помощь. Этот фонд состоит из Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) объемом 440 млрд. евро, Европейского механизма финансовой стабильности (EFSM) объемом 60 млрд. и 250 млрд., выделенных Международным валютным фондом (МВФ). Ирландия, как известно, стала первой и пока единственной страной, которая обратилась за помощью.

Однако, вполне возможно, что с созданием фонда немного поспешили. Фонд не только слишком маленький, чтобы потянуть «спасение» более крупной страны, например Испании, но также зависит от всех стран-участниц ЕС. Каждое государство должно предоставить свою гарантию в качестве обеспечения – конечно, за исключением Греции и Ирландии, и других претендующих на финансовую помощь. Это создает риск, так как страны, находящиеся в затруднительном

положении, могут обратиться за помощью, чтобы избежать обязательства предоставлять гарантию. В конечном итоге, это может оказать давление на рейтинг AAA самого Европейского фонда финансовой стабильности и вызвать рост процентных ставок в странах, которые получают помощь.

КИТАЙ В КАЧЕСТВЕ ДЖОКЕРА

В 2011 году Среднее царство Востока может преподнести сюрпризы в обоих направлениях. В условиях растущей инфляции и введения квот на кредиты в Китае экономисты пересматривают свой предыдущий оптимистичный прогноз роста на 10% в этом году и понижают его до 9%. Мы уже давно выражали обеспокоенность по поводу китайской экономики, и в частности, рынка недвижимости. Пока что ничто не смогло развеять наши опасения. В итоге пузырь лопнет. Но пока китайские власти могут манипулировать экономикой, чтобы добиться искусственной цели по ВВП, либо при помощи дополнительных инфраструктурных проектов, которые по своей сути являются «белыми слонами», либо другими способами, нацеленными на увеличение потребления. Поэтому Китай вполне может побить прогноз, пытаясь отстоять свое место под солнцем.

Несмотря на существующую вероятность превышения прогноза по росту, мы все же скептически оцениваем способность китайских властей добиться реального роста на 10% в 2011 году. В 2010 году было зафиксировано превышение квот на займы, так как спрос на кредиты остается высоким, но это скорее другой способ сказать, что рост держится на высоком уровне лишь благодаря постоянному увеличению инвестиций. Потребители по-прежнему не готовы взвалить экономику себе на плечи, поэтому регионы вынуждены искать рост в других местах и почти всегда в качестве источника выбирают инвестиции. Учитывая, что резких скачков мировой торговли в 2011 году не ожидается, Китаю придется с трудом искать рост в иных сегментах. Так как извлекать ВВП из каждого переведенного во внутренние инвестиции юаня становится все сложнее, мы ожидаем, что экономическая активность не оправдает рыночные

ожидания и по итогам 2011 года составит 8% в годовом исчислении.

ЧТО ИЗ ВСЕГО ЭТОГО СЛЕДУЕТ?

Мы должны отдать должное членам еврозоны за то, что они осознали, что дефициты нужно снижать, хотя такое осознание пришло к ним только после давления со стороны блюстителей доходности по государственному долгу («bond vigilantes»), а не в результате благоразумной предусмотрительности. И хотя сокращение государственных расходов в Европе уже более или менее заложено рынками в цены, будущие проблемы, связанные с периферийными странами еврозоны, а также сам Европейский фонд финансовой стабильности вынуждают игроков с осторожностью подходить к инвестициям в рискованные активы.

С другой стороны, мы не можем отрицать, что США проявляют признаки восстановления, хотя такое восстановление и было в большей степени обусловлено действиями правительства, которому еще предстоит продемонстрировать убедительность в разрешении проблемы огромных дефицитов бюджета. Мы не приветствуем решение долговой проблемы за счет увеличения долга, однако в то же время признаем положительное влияние такого решения на краткосрочный ВВП. Добавьте к этому еще и машины для создания прибыли (американские компании) и вы получите условия для стабильного повышения доходов в 2011 году, если только не произойдет ценовой шок на сырьевом рынке. Мы говорим «стабильного повышения», а не «резкого скачка», так как считаем, что рост продаж останется ограниченным из-за слабого роста конечного спроса в экономике. Возможно, наши прогнозы по экономическому росту и перспективам рискованных активов на 2011 год не оправдаются, однако фондовые рынки все же могут восполнить рост за счет сильных корпоративных фундаментальных факторов.

Доллар США в наших глазах недооценен, поскольку в 2010 году преобладала торговая стратегия «покупать все против доллара», и доллар может восстановиться в следующем году просто под влиянием корректировки таких позиций. Ни Европа, ни Япония не выглядят привлекательно в качестве альтернативы США, а слишком смелые ожидания в отношении Китая и, следовательно,

развивающихся рынков – особенно если сырьевые активы продолжат стремительный рост в новом году – могут закончиться сильной коррекцией по сделкам «carry trade», выражающимся в продаже доллара против покупок валют развивающихся рынков.

Процентные ставки в США и Европе существенно выросли по сравнению с минимумами октября до запуска второго раунда мер по количественному смягчению. Частично в этом виноваты новые меры, однако свою лепту внесло и возрождение интереса к риску на фоне благоприятных макроэкономических данных из США, исключающих новую волну спада. Несмотря на улучшившиеся перспективы американской экономики, мы сохраняем бычью позицию по государственным облигациям крупных развитых экономик на 2011 год. Такие факторы, как усиление бюджетной экономии и непрекращающееся избавление от задолженностей среди населения не создает соответствующих условий для дальнейшего роста доходности. В частности, если в новом году ситуация с государственными долгами в Европе ухудшится, то государственные облигации США могут стать популярным объектом для инвестиций.

ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

США: НОВЫЕ НОРМАЛЬНЫЕ ИЛИ СТАРЫЕ ДОБРЫЕ ВРЕМЕНА?

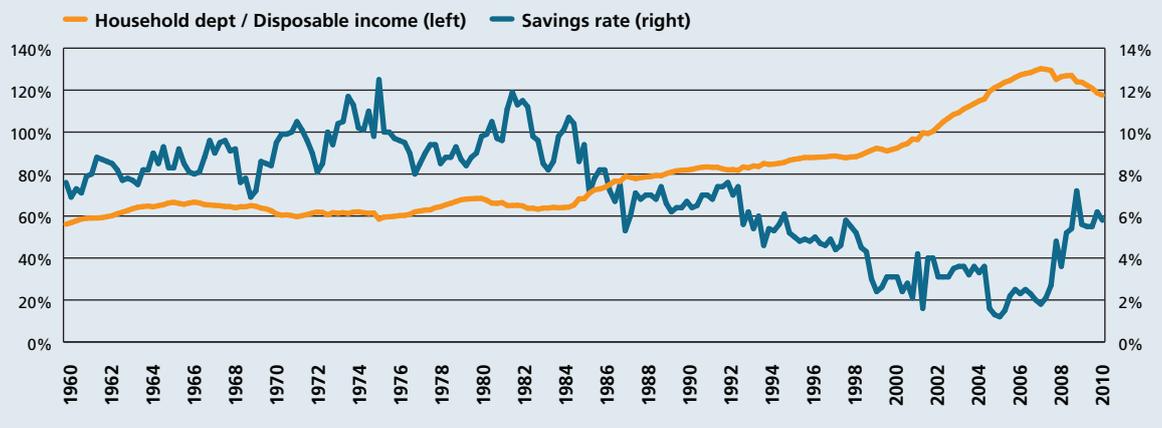
Если оглянуться назад на Великую рецессию и обвал фондовых рынков, то можно сказать, что рынки и американская экономика прошли длинный путь. Проблема в том, что невыразительное восстановление американской экономики на уровне ниже тренда не смогло ликвидировать спад производства. Спустя 18 месяцев после официального окончания рецессии безработица держится в районе 10%, количество заявок на пособия по безработице превышает отметку 400 000, и свыше 45 миллионов американцев получают талоны на продовольственные продукты. Как показывает история, уровень безработицы является запаздывающим индикатором, однако нас беспокоит другое. Процент непогашенных ипотек по-прежнему превышает 9%, в частном секторе продолжается процесс сокращения

ДОЛГИЙ ПРОЦЕСС СОКРАЩЕНИЯ ЗАЙМОВ ПРОДОЛЖАЕТСЯ

В США наблюдается кризис балансов – совершенно иной зверь по сравнению с традиционными, обусловленными изменением запасов рецессиями после Второй мировой войны. С 1945 до 2008 года каждая рецессия была связана с циклом запасов. Другими словами, компании инвестировали в мощности для производства все большего количества товаров, – как правило, товаров длительного пользования – в ожидании будущего спроса. Затем начиналась рецессия, спрос падал, и компании резко сокращали свои инвестиции.

Частный сектор сокращал долю заемных средств в собственном капитале (выплачивал долги) на протяжении всего 2010 года, и, хотя это помогло приблизиться к допустимым уровням, до исторических

График 1: Финансы домохозяйств в США



Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

доли заемных средств в собственном капитале, а потребительское кредитование упало до годового уровня 2,9%. При этом везде, за исключением товарного сектора, свирепствует дезинфляция.

Чего ожидать от крупнейшей экономики в мире в течение ближайших двенадцати месяцев? Продолжит ли производство вносить свой вклад в экономику через цикл изменения запасов, который продлился дольше, чем изначально ожидалось? Возьмет ли потребитель инициативу в свои руки?

норм еще очень далеко. Потребительское кредитование в полном упадке, особенно если вычесть неожиданно включенные в статистику кредиты на образование. Кредиты, выдаваемые на коммерческие и промышленные цели, продолжают падать в размере 8% в год, и мы прогнозируем, что в 2011 году кредиты только выровняются и, возможно, немного увеличатся. Хотя американская экономика будет расти в 2011 году, не будем слишком увлекаться этой идеей. Уровень безработицы останется высоким. Это означает, что многие потребители продолжат выводить заемные

средства из своих балансов, в то время как другие будут увеличивать свои расходы. В целом, этот процесс должен уменьшиться в следующем году и дать возможность для разумного роста, который мы прогнозируем.

Главный вопрос на 2011 год заключается в том, действительно ли наступают новые времена для американского потребителя. Придет ли «новая нормальная» эра, или же период 2008-2010 был всего лишь интермедией, после которой в США вернутся «старые добрые времена», когда норма сбережений равна 2-3%, зато у всех есть Ipad? В настоящий момент норма сбережений составляет около 5,7%, что гораздо выше 2% в период 2006-07 гг., но ниже посткризисного максимума на уровне 6%. Хотя мы поддерживаем американцев в этой обретенной бережливости и хотели бы, чтобы потребители продолжали в том же духе, мечты и реальная действительность редко совпадают.

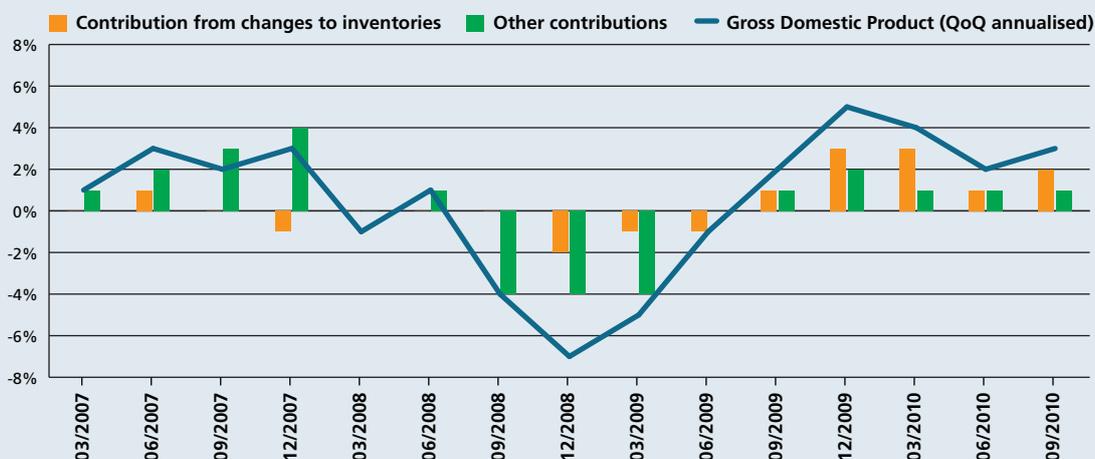
Принимая во внимание оптимистичный прогноз на 2011 год, обусловленный пакетом мер президента Обамы, мы не думаем, что норма сбережений станет выше, чем сейчас. Скорее она даже снизится, что будет радостно встречено финансовыми властями. Причина в том, что сокращение сбережений выливается в увеличение потребительских расходов, а, учитывая, что частное потребление составляет приблизительно 70% ВВП,

любое снижение сбережений автоматически вносит вклад в ВВП. Хотя мы отдаем предпочтение увеличению сбережений и инвестиций для достижения устойчивого роста, соблазн быстрого разрешения проблемы, что подразумевает более низкая норма сбережений, достаточно велик.

КРАТКОВРЕМЕННЫЙ ИМПУЛЬС

Глядя на снижение действия стимулирующих программ, в том числе «плана восстановления американской экономики и реинвестирования» (ARRA), мы в своем прогнозе на 2010 год прогнозировали, что во второй половине года финансовые стимулы начнут оказывать негативное воздействие. Однако этого не произошло. А, учитывая ожидаемое принятие «рождественского» пакета президента Обамы, который предусматривает продление налоговых льгот, введенных при президенте Буше, пособий по безработице и снижение налога на зарплату, мы полагаем, что отрицательное влияние государственного сектора в 2011 году будет меньше, чем прогнозировалось ранее. По нашей оценке, эти меры внесут вклад в ВВП в 2011 году в размере 0,5%.

График 2: ВВП США



Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

ЧАСТНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ СНИЖАЮТСЯ ВСЛЕДСТВИЕ ЗАВЕРШЕНИЯ ЦИКЛА ДВИЖЕНИЯ ЗАПАСОВ

Когда осенью 2008 года разразилась паника, компании резко сократили запасы и инвестиции, что только усугубило спад в экономике. Затем начался цикл восстановления запасов, так как оказалось, что компании слишком сильно отреагировали на кризис. Сейчас запасы вернулись на докризисный уровень, и поэтому дальнейший рост производства зависит от потребительских расходов. Мы полагаем, что цикл восстановления запасов завершился во второй половине года.

Что касается инвестиций в жилищную собственность, то мы считаем, что в 2011 году спад на рынке жилья продолжится. Цены на жилье могут падать на протяжении большей части года, и этого окажется достаточно, чтобы оказать негативное влияние на экономику в целом. Согласно нашему базовому прогнозу, это будет слабый рынок с медленно снижающимися ценами. При этом мы допускаем, что уровень просроченных обязательств по

кредита, что особенно неприятно для тех, кто родился в период резкого всплеска рождаемости, а сейчас уже подошел к пенсионному возрасту.

ДЕЗИНФЛЯЦИЯ ПРАВИТ БАЛОМ

Дезинфляция сохранится на протяжении 2011 года, особенно это касается базовой инфляции потребительских цен. Недавний рост цен можно объяснить двумя причинами: снижением спроса на активы, быстро превращаемые в наличные денежные активы, и ошибочным заключением, что валютное стимулирование в конечном итоге вызовет приток средств в экономику, что приведет к росту цен. Прежде чем инфляция вырастет и начнет беспокоить общественность, должен быть компенсирован огромный спад производства, вызванный нереализованным производственным потенциалом и неиспользованной рабочей силой.

Мы отдаем предпочтение экономике США перед другими крупными западными экономиками, такими как

| | | 2010 | 1-2011 | 2-2011 | 3-2011 | 4-2011 | 2011 |
|----------------------------------|---|------|--------|--------|--------|--------|------|
| США | | | | | | | |
| ВВП (г/г) | % | 2.8 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 3 | 2.7 |
| Уровень безработицы | % | 9.7 | 10 | 10 | 9.8 | 9.5 | 9.8 |
| Индекс потребительских цен (г/г) | % | 1.4 | 1.2 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |

Источник: Отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

ипотекам останется стабильным, поскольку большая часть влияния от «перезагрузки» ипотечных ставок уже прошла, хотя пройти еще предстоит многое. ФРС и администрация предприняли большие усилия, чтобы вернуть к жизни жилищный рынок – низкие ипотечные ставки и налоговые льготы для покупателей жилья, – которые не смогли остановить цикл коррекции цен. Вместе с тем, похоже, что проблема низких ипотечных ставок была либо недопонята, либо – что еще хуже – проигнорирована. За последнее десятилетие многие решили рефинансировать свои ипотеки. Тем не менее, не был учтен тот факт, что, с одной стороны, процентные расходы снижаются, а, с другой, продлевается срок

Великобритания, еврозона и Япония, и прогнозируем ускорение роста в 2011 года до 2,7 процента ВВП на конец года с потенциалом дальнейшего улучшения. Однако угрозу устойчивости такого восстановления по-прежнему представляют слабый жилищный рынок, непрекращающаяся дефляция и сокращение доли заемных средств среди населения.

ЕВРОЗОНА: ГОД, КОТОРЫЙ СТОИТ ЗАПОМНИТЬ ИЛИ ЛУЧШЕ ЗАБЫТЬ?

После беглого знакомства с ключевыми экономическими индикаторами создается впечатление, что еврозона в достаточной мере восстановилась после сильного упадка. В 2010 году рост ВВП был оценен на уровне 1,7%. Тем не менее общий показатель роста в еврозоне скрывает огромный разрыв между экономическими показателями отдельных стран. Экспортно-ориентированная Германия процветала в прошлом году, тогда как страны на периферии погрязли в кризисе суверенных долгов. В 2010 году Европа видела самые лучшие и самые худшие времена, в зависимости от того, на чем заострять внимание.

В НЕМЕЦКОМ ЛОКОМОТИВЕ ЗАКАНЧИВАЕТСЯ ТОПЛИВО

В первом квартале 2009 года, в результате сокращения производства из-за снижения мирового спроса на немецкие товары, экономика Германии продемонстрировала падение на 6,6% по сравнению с предыдущим годом. Особенно сильно пострадали внутренние инвестиции в станочное оборудование и экспорт, которые в середине 2009 года зафиксировали минимумы на уровнях -23,6% и -18% соответственно. Затем довольно быстро произошел разворот благодаря восстановлению мирового спроса на немецкие продукты, несмотря на укрепление курса евро.

В этом году немецкий локомотив сбавит скорость, так как запасы топлива снижаются. Внутренний спрос еврозоны будет чрезвычайно низким, так как начнут сокращать государственные расходы. Евро также не принесет значительной пользы, и предполагаемая динамика этой валюты будет определено средней. Более 70% внешней торговли Германии приходится на страны Европы. Поэтому хотя немецкие экспортеры и стали переключаться на Азию, слабый рост в большинстве

стран еврозоны, будет иметь отрицательные последствия для немецкой экспортной машины.

КАКАЯ «СВИНЬЯ» ОТПРАВИТСЯ НА ВЕРТЕЛ СЛЕДУЮЩЕЙ?

Аббревиатура PIIGS (Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания) стала очень популярной в 2010 году после того, как сначала в Греции, а потом в Ирландии резко выросли ставки доходности по государственным облигациям. Можно ожидать, что Португалия и Испания также столкнутся с подобной проблемой на кредитном рынке из-за финансирования своего государственного долга. Италия – опасная и непредсказуемая страна. Испания, возможно, отличается от остальных стран группы PIIGS по величине своего непогашенного государственного долга, но ей грозят другие проблемы: стоящий в руинах жилищный рынок, предстоящие трудности в региональных банках, огромный долг и дефицит бюджета, который кто-то должен финансировать. Кроме того, Испания сильно зависит от португальского долгового рынка. Это означает, что если и когда португальский долг будет реструктурирован, Испания также может оказаться под угрозой кризиса.

Проблема еврозоны заключается в том, что это валютный союз без сопутствующего ему налогово-бюджетного союза. Соответственно денежно-кредитные условия могут не удовлетворять потребностям каждой отдельной страны. Хотя это часто выливается в требование создать бюджетный союз, чтобы решить проблему торговых дисбалансов, очень похоже, что периферийные страны просто жили не по средствам. Они тратили деньги, исходя из процентных ставок, которые стимулируют кредитование и способствуют образованию жилищных пузырей и потере конкурентоспособности. В течение последних 10-ти лет страны PIIGS характеризовались

| | | 2010 | 1-2011 | 2-2011 | 3-2011 | 4-2011 | 2011 |
|----------------------------------|---|------|--------|--------|--------|--------|------|
| Еврозона | | | | | | | |
| ВВП (г/г) | % | 1.7 | 1.8 | 1.5 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| Уровень безработицы | % | 10 | 10 | 10 | 9.8 | 9.8 | 9.9 |
| Индекс потребительских цен (г/г) | % | 1.6 | 1.5 | 1 | 1 | 1.5 | 1.2 |

Источник: Отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

слабым ростом производительности, чрезмерным потреблением и крайне неконкурентными зарплатами. Это должно корректироваться на внутреннем уровне, и вины Германии здесь нет. Германия не навязывает свои товары другим странам, они сами выбирают их, а теперь они должны осознать, что больше не могут себе их позволить.

2011 год должен стать для еврозоны богатым на события. Либо Евросоюз кое-как справится без новых суверенных потерь, либо Германии придется принять решение, которое будет включать монетизацию евробондов или ЕЦБ. В еврозоне ожидается слабый рост в размере 1,4%, но в реальности показатель может оказаться хуже. Инфляция немного понизится, а безработица останется на высоком уровне.

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ: НЕОЖИДАННЫЙ ПОВОРОТ?

В преддверии 2011 года британская экономика подавала признаки роста. Последняя порция данных превзошла рыночные ожидания и указала на то, что экономика в хорошей форме и готова справиться с предстоящими трудностями, которые принесет с собой сокращение государственных расходов, запланированное новым правительством. Так ли это на самом деле, или это просто пример «вытянутого» спроса, так как народ прекрасно осведомлен о топоре, который навис над ним и упадет в 2011 году? Хотя в том, что предстоящее сокращение бюджета окажет влияние на краткосрочную экономическую активность, сомнений нет, ожидается, что к концу 2011 года и к началу 2012 экономика может восстановиться.

ВНУТРЕННИЙ СПРОС ПОСТРАДАЕТ

Меры жесткой экономии предусматривают сокращение бюджета на 81 млрд. фунтов стерлингов в течение четырех лет, из которых 9%, или 7 млрд., пойдет на социальную поддержку. Кроме того, в течение пяти лет будет сокращено полмиллиона рабочих мест в государственном секторе, а также будет повышен пенсионный возраст. Все это будет способствовать снижению вклада государственного сектора в ВВП в течение ближайших лет. Однако эти сокращения настолько ничтожны по своему объему, что потребительские настроения сильно не пострадают.

Вместе с тем недавнее улучшение розничных продаж перед предстоящим повышением налогов, таких как НДС, говорит о том, что спрос был «вытянут», и что

потребители сделали последний шаг перед тем, как правительство приступит к реализации мер строгой экономии. Поэтому можно ожидать слабый первый квартал в плане потребительских расходов, однако под воздействием процесса возвращения к среднему значению во второй половине 2011 года начнется улучшение.

РОСТ ИНВЕСТИЦИЙ В УСЛОВИЯХ СЛАБОГО ЖИЛИЩНОГО РЫНКА

Как и многие другие развитые экономики, Великобритания борется с проблемами в жилищном секторе, который переживает последствия пузыря. Коррекция, которая началась в 2007-2008 гг. была временно приостановлена существенным снижением процентных ставок. Сегодня цены снова падают, и такая тенденция может сохраниться в 2011 году, учитывая, что цены медленно возвращаются к своему долгосрочному среднему значению.

В целом, на основании всего вышесказанного мы можем сделать заключение, что оценка британской экономики в настоящий момент слишком пессимистичная и что к концу 2011 года восстановление будет в самом разгаре. Средний рост ВВП в 2011 году составит 2%, при этом с начала года до середины будет наблюдаться падение, а по мере приближения 2012 года экономика наберет темп. Безработица и инфляция потребительских цен останутся на высоком уровне, однако последний индикатор по итогам 2011 года опустится до 2,3% по сравнению с ожидаемым уровнем на 2010 год 3,2%.

| | | 2010 | 1-2011 | 2-2011 | 3-2011 | 4-2011 | 2011 |
|----------------------------------|---|------|--------|--------|--------|--------|------|
| Великобритания | | | | | | | |
| ВВП (г/г) | % | 1.7 | 2.5 | 1.8 | 1.6 | 2.2 | 2 |
| Уровень безработицы | % | 7.8 | 8 | 8 | 7.8 | 7.5 | 7.8 |
| Индекс потребительских цен (г/г) | % | 3.2 | 2.8 | 2.6 | 2.1 | 1.9 | 2.3 |

Источник: Отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

ЯПОНИЯ: ОЧЕРЕДНОЙ СПАД?

Сказать, что Япония может пережить вторую волну спада в 2011 году, значит преуменьшить положение вещей. Страна находится под угрозой многолетней рецессии и может начать год не очень выразительно. Если спад все-таки материализуется, то это будет девятнадцатый спад с 1989 года по квартальным показателям роста и седьмой – по годовым. Да не важно, как считать. Япония никак не может порвать со стагнацией, судя по тому, что с 1989 года годовой рост составлял лишь 1,1%. Так что же что ждет все время отстающую Страну восходящего солнца?

ВНУТРЕННИЙ СПРОС СНАЧАЛА УПАДЕТ, А ЗАТЕМ ПОСТЕПЕННО ВОССТАНОВИТСЯ

С первого взгляда на внутренний спрос в 2010 году прослеживается стремительный рост. Однако такая картина во многом была обусловлена многочисленными правительственными программами, которые исказили рост потребления, «вытянув» спрос, но срок их действия подходит к концу. Кроме того, ситуация с занятостью остается сложной, и в 2011 году это помешает росту на потребительском уровне.

На протяжении последних десяти лет рынок труда характеризовался неустойчивостью. Безработица достигла своего максимума на уровне 5,5% в 2002-2003 гг., а к середине 2007 года опустилась до 3,6%. Затем рост повторился и в июле 2009 года был установлен рекорд на уровне 5,6%. Сейчас, несмотря на устойчивый экономический рост не менее чем на 5% в течение последних четырех кварталов, безработица равна 5,1%. Учитывая, что в 2011 году рост замедлится, а в одном или нескольких кварталах может быть зафиксирован отрицательный рост, с этой стороны рынку труда поддержки ждать не приходится. В то же

время замедление роста может быть обусловлено повсеместной безработицей, а это означает, что у частного потребления очень мало шансов на рост.

ГЛАВНОЕ – ЭТО ТОРГОВЫЙ ПРОФИЦИТ!

Слегка перефразированный известный лозунг бывшего президента США Билла Клинтона, под которым прошла его успешная предвыборная кампания 1992 года, как нельзя лучше подходит для японской экономики, которая добрую часть последних трех десятилетий демонстрировала профицит торгового баланса. В отличие от своего соседа Китая Японию никогда, по крайней мере, официально, не обвиняли в активной девальвации своей валюты. Из великодушия не стоит указывать пальцем на тщетные попытки Банка Японии в этой области в середине сентября. Это не должно отвлекать от того факта, что японская экономика испытывает перебои с мировой торговлей, однако, возможно, ситуация имеет чуть больше нюансов. Соотношение чистого экспорта к ВВП сейчас равно 1,2%, что сильно отличается от хороших времен 80-х годов, когда оно превышало 2% (максимум был зафиксирован в 1986 году на уровне 4%). А в течение последнего десятилетия, когда Япония стремилась сделать все, чтобы оно не стало «потерянным», среднее соотношение стабилизировалось в районе 1,2%. Обратной стороной монеты, конечно же, является то, что в 2000-х годах средний внутренний спрос составил чуть менее 99% ВВП.

Сломалась ли японская экспортная машина, или Япония эффектно вернется на сцену? Первая половина 2011 года будет тяжелой для экономики в целом и для экспортного сектора в частности. Во-первых,

| | | 2010 | 1-2011 | 2-2011 | 3-2011 | 4-2011 | 2011 |
|----------------------------------|---|------|--------|--------|--------|--------|------|
| Япония | | | | | | | |
| ВВП (г/г) | % | 4.3 | 1.6 | 1.2 | 0.7 | 1.6 | 1.3 |
| Уровень безработицы | % | 5.1 | 5 | 4.8 | 4.5 | 4.5 | 4.7 |
| Индекс потребительских цен (г/г) | % | -0.5 | 0 | -0.5 | -1 | -1 | -0.6 |

Источник: Отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

иена показала сильные результаты за 2010 года, что в основном было обусловлено слабостью доллара США. Это оказало негативное влияние на экспорт, который во второй половине 2010 годасоставлял около 600 млрд. иен. Тем не менее, американский доллар может оказаться тем именно спасательным жилетом, который искала Япония. Если курс USDJPY вырастет, а курс EUR-JPY будет держаться относительно ровно, то чистый экспорт может восстановиться в течение 2011 года.

В целом ожидания в отношении японской экономики не подразумевают ничего хорошего, что не удивительно. В первом полугодии экономическая активность сократится на фоне снижения эффекта от стимулов, но затем темпы ускорятся под влиянием роста мировой торговли. Цены сначала стабилизируются, но по мере исчезновения временных факторов роста цен дефляция восстановится.

УЧЕТНЫЕ СТАВКИ

США:

Поведение на рынках в течение последних недель 2010 года можно охарактеризовать позаимствованной у Алана Гринспена фразой «иррациональное излишество».

Проигнорировав поток неутешительных данных по рынку жилья и плохой отчет о занятости в США от 3-го декабря, который продемонстрировал увеличение занятости в частном секторе на какие-то 50 000 мест, рынки решили сконцентрироваться на незначительных улучшениях в отчетах о потребительском доверии, производственной активности по данным Института менеджеров по снабжению (Institute of Supply Managers) и розничных продажах, которые сами по себе являются крайне неустойчивыми индикаторами.

Также возможно, что на инвесторов необоснованно сильно повлияла договоренность между демократами и республиканцами продлить налоговые льготы, введенные при президенте Буше, и понизить налоги на заработную плату. Ожидается, что рост ВВП в 2011 году не превысит 2,5-3%. Существует закон экономики, известный как Закон Окуна, который гласит, что на каждый 1% превышения реального роста экономики по сравнению с трендом приходится снижение уровня безработицы на 0,5%. На основании этой проверенной взаимосвязи, можно ожидать, что влияние продления налоговых льгот на уровень безработицы проявится в среднем снижении на 0,375% против общего уровня безработицы 9,8%. Вряд ли это что-то поменяет кардинально.

Федеральная резервная система осторожно подходит к оценке ситуации. Последний опубликованный отчет под названием «Бежевая книга», в котором сопоставляются результаты с 12 округов США, был довольно сдержанный по своему тону. Хотя в целом его можно назвать осторожно оптимистичным, он демонстрирует, что потребители по-прежнему чувствительны и стремятся ограничить траты. Но самой пугающей частью отчета является описание ситуации на рынке жилья, где активность остается «на низком уровне», а рынок коммерческой недвижимости подает «смешанные сигналы».

Последние значения закладок под строительство нового жилья, разрешений на строительство, продаж на вторичном и первичном рынках жилья, а также индексов цен оказались хуже ожиданий, оставаясь на чрезвычайно низких по историческим меркам абсолютных уровнях.

Именно поэтому на самом последнем заседании члены Комитета по операциям на открытом рынке ФРС при описании экономических условий отметили совсем незначительное улучшение. Действительно, нужно быть едва ли не дешифровщиком, чтобы заметить хоть какой-то намек на существенное улучшение в прогнозах в сопроводительном заявлении.

Раньше для описания восстановления производства и занятости использовалась фраза «восстановление экономики продолжается, но его темпа пока недостаточно для снижения безработицы». После предыдущего заседания восстановление было просто названо «медленным». Такие же туманные замечания были сделаны по поводу плохого состояния жилищного рынка.

И, наконец, хотя в этот раз Комитет ничего не сказал по поводу количественного смягчения, председатель Бернанке в эфире программы «60 минут» подтвердил, что дополнительные покупки облигаций возможны. Вряд ли это можно назвать громким заявлением о хороших перспективах роста.

Решение продлевать или не продлевать меры по количественному смягчению приняло политический оттенок в свете недавних угроз Сената изменить двойной мандат ФРС на одиночный, а именно сконцентрированный на инфляции. Интересно, смогут ли эти угрозы реализоваться, или же они окажутся пустыми в условиях не снижающейся, высокой по историческим параметрам безработицы?

Принимая во внимание вышеуказанные факторы, можно ожидать, что на протяжении всего 2011 года ФРС сохранит процентную ставку федеральных фондов на текущем уровне 0-0,25%. Более того, существует вероятность того, что ФРС увеличит покупки государственных облигаций США, так как уровни безработицы и инфляции никак не удовлетворяют мандату. Возможно, следует купить фьючерсный контракт на пару евро/доллар с поставкой

в июне 2012 года на уровне 98,61 и «идти по кривой». К концу 2011 года этот контракт должен торговаться на уровне 99,40.

ЕВРОЗОНА:

Если наблюдать за рассуждениями ЕЦБ, то на ум сразу приходит алкоголик, зависимый от денежного консерватизма и страдающий «белой горячкой» в форме воображаемого демона инфляции.

Если бы все шло по сценарию, то основная процентная ставка ЕЦБ по кредитам овернайт уже давным-давно должна была подняться с текущего кризисного уровня в 1% до более «нормального» уровня. Кроме того, все эти скучные и странные программы предоставления ликвидности, известные как «долгосрочные операции рефинансирования» (LTRO), должны были давно оказаться в мусорном ведре.

Вместо этого все, чего удалось добиться борцам с инфляцией, это малозаметное, обусловленное техническими факторами ужесточение условий на межбанковском рынке процентных ставок. На сегодняшний день 3-месячные кредиты стоят чуть выше 1% по сравнению с минимумом 0,634% в марте 2010 года. А операции LTRO сроком на 3 месяца продолжатся как минимум еще квартал – в январе, феврале и марте. Банки многих стран еврозоны по-прежнему находятся под денежной капельницей ЕЦБ, так как межбанковское кредитование остается для них недоступным. В довершение ко всему, ЕЦБ по-прежнему вынужден выкупать государственные облигации многих более слабых периферийных стран, порой, просто с целью поддержания цен.

Между тем, экономическое развитие в странах Южной Европы и в Ирландии будет слабым в лучшем случае, а в некоторых случаях возможен спад или рецессия. Причиной послужат экстренные меры по снижению дефицитов, на которые эти страны были вынуждены пойти вследствие кризиса суверенных долгов. Кризис может усилиться, так как среди слабых экономик на начинает проявляться что-то вроде «парадокса бережливости». Хотя бюджетная экономия в таких странах, как Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания, не только желательна, но и неминуема, будет

довольно сложно, избежать последствий. Речь идет о таких последствиях как снижение экономической активности, а, следовательно, и уменьшении налоговых поступлений, что только усугубит те самые проблемы дефицита, с которыми она призвана бороться.

Исходя из всего вышесказанного, маловероятно, что процентные ставки в еврозоне в ближайшее время поднимутся, поэтому можно с уверенностью сказать, что официальная ставка рефинансирования на протяжении всего 2011 года останется на уровне 1%.

ЯПОНИЯ:

Экспортно-ориентированный характер экономики Японии означает, что поддержку ей продолжит оказывать восстановление мирового роста, хотя экспортеры и дальше будут испытывать давление со стороны сильной иены. Тем не менее, шансы для существенного увеличения внутреннего потребления очень малы ввиду ограниченной возможности дальнейшего использования финансовых стимулов, поскольку Япония и так уже накопила огромный и опасный долг.

Что касается денежно-кредитной политики, то нет никаких шансов на повышение процентной ставки в 2011 году с текущего уровня 0,1%. При этом стоит ждать продолжения нетрадиционных мер валютного стимулирования, о которых может быть объявлено на февральском заседании и которые будут проводиться на протяжении всего 2011 года с целью компенсировать отсутствие дополнительных финансовых стимулов.

ВЕЛИКОБРИТАНИЯ:

По данным декабрьского отчета о потребительских ценах за ноябрь, годовая инфляция была на уровне 3,3%, что превышает плановый уровень Банка Англии 2% и все рыночные ожидания. Это ставит Комитет по денежно-кредитной политике в затруднительное положение, ведь, согласно их прогнозу, инфляция потребительских цен должна достигнуть своего пика на уровне 3,6% в первом квартале 2011 года, после чего должна начать постепенно снижаться, чтобы через 18 месяцев опуститься ниже планового уровня.

Однако в январе ставка НДС вырастет с 17,5% до 20%, что приведет к росту индекса потребительских цен, может быть, даже на 0,5%. Это, очевидно, пример разового влияния, и Комитет продолжает смотреть на это и на текущий всплеск потребительской инфляции «сквозь пальцы». Проблема в том, что игра затянулась, так как они смотрят «сквозь» завышенные цифры уже больше года. В связи с этим возникает риск потери доверия к Комитету и роста среднесрочных инфляционных ожиданий. Компенсирующим фактором однозначно является неминуемое ужесточение налогово-бюджетной политики, беспрецедентное по своим объемам.

По всем вышеназванным причинам положение очень рискованное. Тем не менее, Комитет сохранит процентную ставку на уровне 0,5% на протяжении всего 2011 года, а также, возможно, будет вынужден увеличить меры по количественному смягчению под влиянием негативных последствий от сокращения бюджета.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: ДОЛЛАР БУДЕТ ВЛАСТВОВАТЬ БЕЗРАЗДЕЛЬНО

Независимо от наличия процесса восстановления, крупнейшие развитые страны по разным причинам находятся в уязвимом и весьма плачевном состоянии. Если не считать более или менее приемлемые ожидания по темпам экономического роста в США, перспективы роста в развитых странах оставляют желать лучшего. Росту в 2011 году, каким бы он ни был, мы обязаны сверхактивным Центробанкам, которые оставили затею с разработкой стратегий выхода, и бьются не на жизнь, а на смерть за то, чтобы вернуть темпы роста своих экономик к трендовым значениям.

В 2011 году ЕЦБ, ФРС, Банк Японии и Банк Англии останутся в числе сторонников легких денег, при этом крупнейшие развивающиеся экономики, в первую очередь Китай, будут выбиваться из сил, чтобы не допустить формирования пузыря на рынке активов и сдержать приток спекулятивного капитала из низкодоходного развитого мира. Такое несоответствие политических целей может вылиться в гремучую смесь и невиданную доселе волатильность; особенно, если многие страны начнут ужесточать меры, направленные на сдерживание валютных колебаний. Проблема в том, что любые попытки контролировать валютные курсы лишь усиливают дисбалансы и усугубляют негативные последствия политических ошибок.

Вот пара возможных сценариев развития событий в 2011 году. Цены на сырье продолжат расти до тех пор, пока сокращение корпоративной маржи и рост доли затрат на предметы первой необходимости в структуре потребительских расходов не развалит экономику окончательно. Другой вариант: Китай нажмет на тормоза, и страна переживет жесткое падение, которое повлечет за собой переоценку потенциала роста мировой экономики. С начала 2009 года Китай и его сателлиты служили главными катализаторами мирового роста. Как бы там ни было ни один из этих сценариев нельзя считать благоприятным для развивающихся рынков и для интереса к рисковому активу.

Если хотя бы один из этих двух сценариев будет реализован, сложно представить каковы будут последствия одновременного повышения ставок, роста цен на сырье и акции в течение длительного времени. Какое-то из звеньев цепочки, в конечном счете, не выдержит. Все три могут упасть, если прогнозы по

росту окажутся слишком оптимистичными, но все три не смогут продолжать расти теми же темпами, которые мы наблюдаем с начала ноября 2010 года. В конечном счете, риск начнет консолидироваться. Единственная надежда на то, что экономика продолжит расти на фоне консолидации процентных ставок и цен на сырье. В этом случае рискованные активы будут пользоваться спросом. Для рискованных активов наступают не самые лучшие времена. Подробнее эта тема будет раскрыта ниже, в прогнозах по валютам стран Большой Десятки.

USD: В БЕСПРОИГРЫШНОЙ СИТУАЦИИ?

В конце 2010 года американский доллар существенно восстановился после резкого падения на фоне ожиданий новой волны количественного ослабления ФРС в ноябре. Этот рост можно объяснить чрезмерным рыночным позиционированием в рамках финансируемых долларом спекуляций carry, а также на фоне классической реакции на предстоящее очередное количественное смягчение «продавай на слухах, покупай на фактах». Но это объяснение кажется слишком примитивным. Кроме того, несмотря на обещание ФРС купить государственные облигации на сумму 600 млрд. долларов до середины 2011 года, реальные процентные ставки существенно выросли и помогли повысить престиж и привлекательность доходности доллара по сравнению с другими валютами мира. Новая волна долгового кризиса в Европе и активные действия Банка Японии в рамках количественного ослабления также сгладили негативное впечатление, которое изначально произвел доллар. Похоже, три крупнейшие экономики мира соревнуются за звание самой худшей.

Базовые сценарии по другим валютам также отражают потенциальное укрепление доллара, поскольку мы вступили в 2011 год с избытком структурных коротких позиций по американской валюте на фоне беспечной уверенности в предстоящем восстановлении мировой экономики. Если восстановление окажется не столь уж впечатляющим, разочарование приведет к закрытию рискованных позиций, финансируемых в долларах. Или если рост мировой экономики слегка замедлится, инвесторы начнут искать другие валюты финансирования с более низкой доходностью. К ним относятся иена, франк и даже евро. Тем не менее, доллар окажется в беспроигрышной ситуации, даже

несмотря на ужасные последствия безрассудных фискальных поступков руководства страны. Важным камнем преткновения может стать стремление США к фискальным ограничениям в 2011 году, возможно, под влиянием деятельности Чайной партии.

Кроме того, следует учитывать еще один важный фактор. В 2011 году звезда ФРС начнет клониться к закату под давлением нового непокорного Конгресса, который начинает свою деятельность в январе. Нет никаких сомнений в том, что Бернанке без тени колебания начал бы очередной раунд количественного ослабления,

EUR: ДАЛЕКО ЛИ ДО ДНА?

Совершенно очевидно, что Европу ждет важнейший тест на выживание. Мы полагаем, что, в долгосрочной перспективе, она его не пройдет. Но, тем не менее, европейские политики и ЕЦБ приложат огромные усилия, чтобы удержать разношерстную группу стран в пределах политического и монетарного союза. Любые попытки, не зависимо от их сущности и формы, в конечном счете, будут играть против евро. Кроме того, есть все основания полагать, что одна или более из стран Еврозоны объявят дефолт по долгам, поскольку преимущества подобного

График 3: Модель Carry Trade Saxo Bank



Индекс Carry Trade анализирует различные индикаторы интереса к риску, чтобы определить заинтересованность инвесторов в спекуляциях carry trades, которые активно растут только в условиях рыночного оптимизма. В течение 2010 года низкая доходность, мрачный экономический прогноз и огромный двойной дефицит делали доллар идеальной валютой финансирования в условиях роста интереса к рисковому активам. Индекс Carry Trade демонстрировал рост. При любых намеках на антирисковые настроения доллар начинал укрепляться, и индекс Carry Trade демонстрировал снижение. Однако следует обратить внимание на то, что динамика доллара начала улучшаться вскоре после того, как ФРС объявил о реализации мер в рамках количественного ослабления в ноябре. Таким образом, мы стали свидетелями резкого отклонения от одной из наиболее стабильных и прочных рыночных корреляций за последние два года. В связи с этим возникает вопрос, можно ли считать это завершением медвежьего тренда по доллару, который теперь превратится в опережающий индикатор нарастания антирисковых настроений? Или мы имеем дело с непродолжительной коррекцией доллара, поскольку процентные ставки в США существенно выросли на ожиданиях, что ФРС завершил свой цикл количественного ослабления, а другие низкодоходные валюты, такие как иена и доллар, и даже евро, станут на определенный период времени более привлекательными в качестве валют финансирования? Оба сценария позитивны для доллара США.

Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

чтобы решить проблему долгового кризиса на государственном и муниципальном уровне. Но сможет ли Конгресс задавить новые инициативы ФРС на корню? Несомненно, недовольство Центробанком растет не только на политическом, но и на общественном фронте.

шага для них просто очевидны. Почему ирландские налогоплательщики должны загонять себя в кабалу, компенсировать 100% убытков иностранных банков и расплачиваться за недальновидные решения, принятые на рынке недвижимости в период роста? Ясно, что любой дефолт в условиях обремененной долгами европейской банковской системы приведет к настоящему хаосу. Потребуется масштабная государственная поддержка банков, а последствия банковского кризиса неминуемо

скажутся на курсе валюты и темпах экономического роста. В этой ситуации начнется взрывной рост спредов по облигациям на фоне страха перед распространением волны дефолтов. ЕС и ЕЦБ будет очень нелегко совладать с этим страхом. ЕС придется сражаться за право на существование.

Если для доллара 2011 год станет беспроигрышным во всех отношениях, то евро может оказаться загнанным в угол. Единственное утешение в том, что рынки уже настроены крайне пессимистично в отношении будущего Европы. При всем этом евро может оказаться все же безопаснее некоторых более рискованных валют 2011 года.

ЯРУ: ДОКТОР ДЖЕКИЛЛ ИЛИ МИСТЕР ХАЙД?

Прогноз по Японии на 2011 год, как, впрочем, и всегда, всецело зависит от прогноза по процентным ставкам. По мере роста процентных ставок на фоне повышения привлекательности рискованных активов иена будет оставаться под давлением, поскольку японские инвесторы будут стремиться к чужим берегам в поиске более привлекательной доходности. Таким образом, иена вернет себе статус главной валюты финансирования сделок carry. Это обличье Доктора Джекилла для иены в 2011 году.

Для иены в образе Мистера Хайда все будет обстоять намного трагичнее. Если процентные ставки в очередной раз уйдут в штопор на фоне усиления антирисковых настроений, а рост цен на сырье замедлится, иену ждет рост на фоне закрытия спекулятивных сделок и репатриации средств со стороны японских инвесторов. В ответ на подобное развитие ситуации Банк Японии запустит свой печатный станок и, в конечном счете, добьется девальвации иены. Держатели японских облигаций – а это в основном местное население – поднимут бунт, осознав последствия такого количественного ослабления для невероятно высокого государственного долга. Это станет последней каплей для иены. Внутренний рынок уже достиг своей точки насыщения государственными облигациями и не сможет вместить в себя еще. Иностранные покупатели же требуют более высокой доходности. Даже при почти нулевой учетной ставке и процентам по 10-летним государственным облигациям, не превышающим 1,25%,

выплаты процентов по госдолгу в Японии составляют четверть всего бюджета. Рост и без того космических долгов может в мгновение ока превратить дефляцию в высокую инфляцию, если кризис доверия спровоцирует «набеги на банки». Более того, к таким набегам приведет и повышение процентных ставок, и запуск печатного станка. Таким образом, в 2011 году ситуация для иены обернется палкой о двух концах. При любом раскладе японская валюта будет снижаться.

GBR: УДИВИТЕЛЬНЫЙ РОСТ

Британский фунт и американский доллар в 2010 году двигались по одной траектории, поскольку их фундаментальные факторы во многом были похожи. Обе страны страдали от дисфункции банковской системы и огромных дефицитов, а Центробанки бодро шли по пути количественного ослабления. Единственным существенным различием стали события на политическом фронте. Американская администрация и Конгресс потворствовали дальнейшему увеличению дефицита в течение ближайших нескольких лет. Именно к такому эффекту приведет новая программа стимулирования. Между тем британское правительство ударило в другую крайность – фискальные ограничения и затягивания поясов. Новые правительственные меры включают в себя повышение НДС, замораживание зарплаты для госслужащих и другие сокращения расходов. Конечно, эти меры не предвещают стремительного экономического роста, но демонстрируют политическую волю и динамизм, до которого американской администрации очень далеко. Для британской экономики в долгосрочной перспективе это хорошо. Есть надежда, что она вернется к здоровому балансу доходов и расходов, особенно, если страна найдет способ забить своих динозавров банковского сектора. Но для начала Великобритании уже может поздравить себя с решением не присоединяться к валютному союзу. В 2011 году оно поможет фунту существенно укрепить позиции против евро. Кроме того, растущие проблемы и завышенные ожидания в других странах мира, а также недооцененность фунта могут привести к стремительному росту валюты в этом году.

CHF: В ЗАПАДНЕ

За прошедший год франк пережил немало структурных перемен. Валюта окончательно выпала из модели поведения инвесторов, основанной на бегстве от риска. Последние 10-12 лет франк двигался обратно пропорционально интересу к рисковому активу. Теперь же франк на удивление силен, несмотря на практически нулевую доходность и всплеск интереса к риску во второй половине прошлого года. Вновь обретенная сила франка связана в первую очередь с долговыми проблемами европейских государств, а также с эффектом хеджирования, связанного с высокими объемами займов, сделанных в швейцарских франках в период бума. В 2011 году франк может продолжить рост, поскольку европейский кризис будет развиваться и достигнет своего апогея, но в определенный момент укрепление франка достигнет масштабов саморазрушения. Сильная валюта начнет уничтожать конкурентоспособность швейцарских компаний и сдерживать экономическую активность в стране, которая была искусственным образом раздута в 2010 году благодаря монетарным стимулам Национального банка Швейцарии и его интервенциям, направленным на сдерживание роста валюты. Огромный финансовый сектор страны, активы которого в шесть раз превышают ВВП страны, также представляет собой риск, особенно с учетом возможных антирисковых настроений и ужесточения регулирующего законодательства. Как только EURCHF достигнет дна в 2011 году, франк может начать нисходящую коррекцию.

AUD: НА ЛЮБИТЕЛЯ

В 2010 году австралийский доллар вновь показал себя во всей красе, словно бы и не было никогда мирового финансового кризиса. В конце концов, Австралия – это страна с небольшим государственным долгом, относительно высокими процентными ставками и экономикой, полностью зависимой от мощного экономического развития Китая (благодаря экспорту сырья, в частности, угля, металлов и других природных ресурсов). Однако если присмотреться внимательнее, то можно заметить ряд тревожных признаков, указывающих на то, что в 2011 году экономику Австралии ожидают серьезные испытания. Экономика страны практически полностью зависит от добывающей промышленности.

Это значит, что даже самое незначительное сокращение спроса со стороны Китая, который активно пытается ликвидировать спекулятивный пузырь на рынке недвижимости и сдержать инфляционное давление, может больно ударить по Австралии. Кроме того, на внутреннем рынке тоже не все гладко: неблагоприятные результаты исследований экономической активности за пределами горнодобывающего сектора в сочетании с высоким потребительским долгом и пузырем на рынке жилья грозят настоящей катастрофой. Австралийский доллар переоценен и может закончить 2011 год со значительным понижением.

CAD: НА СЕРЕДИНЕ ПУТИ

В 2010 году у канадского доллара были и взлеты, и падения. В первом квартале прошлого года он рос на фоне укрепления интереса к рисковому активу, а также на ожиданиях резкого повышения ставки Банка Канады. Затем ухудшение экономического прогноза по США и отставание цен на энергоносители – главного актива в копилке природных ресурсов Канады – от остального сырьевого комплекса, подорвали позиции канадской валюты. USDCAD большую часть года крутился возле паритета, поэтому Банк Канады быстро развеял надежды на дальнейшее повышение ставки. Конечно, укрепление экономики США может послужить толчком для экспортного сектора Канады в 2011 году. Однако, есть и другие проблемы – готовый лопнуть пузырь на рынке недвижимости и потребительский долг, по своим масштабам не уступающий долгам американских потребителей в период кредитного бума, предшествовавшего мировому финансовому кризису. USDCAD в 2011 году может и существенно вырасти. Но при этом стоит отметить ряд позитивных для канадской валюты факторов. Во-первых, финансовый и банковский сектор Канады находится в прекрасной форме и вполне могут пережить кредитную бурю; во-вторых, канадский доллар выглядит сильно недооцененным по сравнению с другими товарными валютами, особенно, с австралийским долларом.

NZD: ПЕРЕОЦЕНЕН

В 2010 году новозеландский доллар достиг новых высот против всех валют стран Большой Десятки, однако, к концу года его сила начала ослабевать, несмотря на

благоприятную среду для рискованных активов и сырья. Отчасти, виной тому стала слабость внутренней экономики. К концу года стали сказываться последствия засухи, поставив под угрозу важный для страны экспорт сельскохозяйственной продукции. Неубедительный прогноз Резервного банка Новой Зеландии также не способствовал росту валютного курса. В 2011 году, тема интереса к риску снова приобретет черты «двустороннего движения», при этом антирисковые настроения будут нарастать. Новозеландский доллар, который уже покинул свои максимумы, может упасть гораздо ниже по отношению к другим валютам стран Большой Десятки. Между тем в паре с австралийским долларом киви выглядит недооцененным. У него появятся шансы на рост, если улучшатся погодные условия, которые так важны для сельскохозяйственного сектора страны.

СЕК: НИ ВАШИМ, НИ НАШИМ

Шведская крона существенно выросла в 2010 году, начав год на недооцененных уровнях. Это связано с расцветом экспортного сектора на фоне укрепления внешнего спроса. В целом, шведская крона является проциклической валютой, поэтому в 2010 году она росла вместе с интересом к риску. Кроме того, многие считают ее хорошей альтернативой евро, на долю которого сейчас выпали особые испытания. В 2011 году крона может продолжить рост на фоне ожиданий дальнейшего экономического восстановления.

НОК: СЛИШКОМ ДЕШЕВО

Норвежская крона в 2010 году получила главный приз, как «самая спокойная валюта Большой Десятки», поскольку на фоне бушующего рынка демонстрировала крайне низкую волатильность. Банк Норвегии одним из первых среди Центробанков Большой Десятки начал повышение ставки, еще в 2009 году, однако, быстро отказался от агрессивной политики, потому что внутренняя экономика (несмотря на пузырь на рынке жилья) демонстрировала вялый рост на фоне стабилизации цен на нефть в 2010 году. Рынок придерживается низких прогнозов по монетарной политике Банка Норвегии в 2011 году. Тем не менее, валюта выглядит недооцененной по сравнению с другими товарными валютами. Кроме того, особый шарм ей придает государственный баланс Норвегии, образец

финансовой стабильности. В 2011 году норвежская крона явно будет пользоваться спросом против других рискованных валют.

Покупка GBPAUD – рыночное позиционирование в конце 2010 года указывает на благоприятное развитие событий в мировой экономике и, одновременно, на пессимизм в отношении Великобритании, где, кажется, верят, что на другом полушарии люди ходят вниз головами. Великобритания поступила правильно, встав в авангарде движения по решению фискальных проблем. В 2011 году британская валюта может показать хороший результат, тогда как австралийский доллар слишком сильно зависит от горнодобывающей промышленности, и может сильно пострадать.

Продажа EURUSD – для решения проблемы государственного долга в Еврозоне потребуется время. Действия ЕЦБ будут направлены только на ослабление монетарных условий, тогда как ФРС в США может почувствовать твердую почву под ногами при условии улучшения фундаментальных показателей и бездействия ФРС. EURUSD в этом году может устремиться к 1.10-1.15.

Покупка CADJPY – лучший вариант, если внимание рынка сместится с проблемы государственных долгов на проблему доверия. Ситуация в Японии быстро ухудшается, требуя девальвации иены, особенно, в случае роста процентных ставок в 2011 году. Между тем, Канада считается одной из самых надежных стран с точки зрения стабильности банковского сектора и государственных финансов.

Продажа NZDNOK – основана на разнице в оценке. Норвежская крона недооценивалась, тогда как рост киви был основан на неубедительных прогнозах и зависимости новозеландской экономики от азиатского спроса. Кроме того, если в 2011 году интерес к риску начнет падать, новозеландский доллар пострадает сильнее норвежской кроны.

ВАЛЮТНЫЕ ОПЦИОНЫ: ОПАСНОЕ ПЛАВАНИЕ ПО ОКЕАНУ РИСКА

2011 год станет ключевым для валютного рынка, поскольку экономики всего мира по-прежнему сталкиваются с серьезными рисками такими, как беспрецедентные масштабы количественного ослабления, а также политические и экономические трения в Европе. Конечно, не исключено, что в течение ближайших 12 месяцев эти риски не реализуются. Но, надеясь на лучшее, мы должны готовиться к худшему.

на вероятности, что Великобритания может завоевать больше доверия, чем США, благодаря своей разумной фискальной политике. Также, диапазонные форварды сильно перекошены в сторону опционов пут по фунту, в связи с чем контракты с восходящим страйком торгуются с большим дисконтом. Обратите внимание на то, что вместо указанной стратегии можно использовать пут по евро / колл по фунту.

График 4: 6-месячная подразумеваемая волатильность



Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

Портфель валютных опционов представляет собой уникальную возможность в этом плане, поскольку он может обеспечить недорогое кредитное плечо в экстремальных рыночных условиях. Таким образом, имеет смысл искать дешевые опционы для покупки и держать длинные позиции по подразумеваемой волатильности.

ПОКУПКА ГОДОВОГО ОПЦИОНА КОЛЛ GBP / ПРОДАЖА ОПЦИОНА ПУТ USD

Британское правительство пошло на решительные меры и сможет лучше других справиться с потрясениями. В частности, фунт является более выгодным инструментом хеджирования бычьего прогноза по доллару, чем евро. Это связано с проблемами в Еврозоне. Кроме того, такая стратегия позволяет сыграть

ПОКУПКА ВАЛЮТЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Любое потрясение может спровоцировать всплеск волатильности на развивающихся рынках. В связи с этим, покупка опционов может обеспечить привлекательное кредитное плечо, если 2011 год принесет высокую активность валютным рынкам. Рекомендуется использовать EURPLN и USDZAR в целях диверсификации, но можно добавить в свой портфель и другие валютные пары. Эта стратегия обеспечивает положительную экспозицию на рынке подразумеваемой волатильности, а также открывает хорошие возможности для хеджирования дельты и управления активами.

**ПОКУПКА ГОДОВОГО ОПЦИОНА КОЛЛ USD / ПРОДАЖА
ОПЦИОНА ПУТ JPY**

Опционы пут по иене с низкой дельтой пользовались большим спросом с тех пор, как USDJPY обосновался ниже области 95-100. Но в опционной торговле, как всегда, главное правильно выбрать время. Ситуация в Японии не благоволит покупке иены. Как и в случае с фунтом, эта стратегия привлекательна, благодаря дисконту по опционам с восходящим страйком.

**ПРОДАЖА ГОДОВОГО ОПЦИОНА ПУТ XAU / ПРОДАЖА
ОПЦИОНА КОЛЛ USD**

Это – единственная короткая позиция по волатильности на рынке металлов. Предположительно, золото и другие драгметаллы сохраняют свою репутацию «убежища» в наступившем году. Доллары можно напечатать, но с производством золота из базовых металлов дело обстоит несколько сложнее. Памятуя об этом, можно продавать опционы с нисходящим страйком по золоту, надеясь получить прибыль от роста подразумеваемой волатильности. Если опционы будут исполнены, точка входа в длинную позицию по доллару будет ниже 1200.

РЫНОК АКЦИЙ: БЫКИ ПРОДОЛЖАТ НАСТУПЛЕНИЕ

Похоже, что 2011 год станет годом экономического роста, особенно, для США и развивающихся рынков. Прогноз, что в 2011 году нас ждет высокая доходность по инвестициям в собственный капитал, основан на растущей уверенности инвесторов и руководителей компаний в устойчивости процесса экономического восстановления. Когда топ-менеджмент начинает верить в восстановление экономики, компания охотнее берет новые кредиты и тратит деньги на расширение штата и инвестиции в основные средства, что уже само по себе поддерживает рост прибыли и увеличивает интерес к рисковому активу фондового рынка. Туман вокруг будущих денежных потоков рассеивается и инвесторы будут лишь приветствовать шаги, направленные на улучшение рентабельности компаний, что, в конечном счете, приведет к росту стоимости акций. Рост стоимости акций станет одним из главных катализаторов увеличения доходности капитала на фондовом рынке в 2011 году.

Как правило, на данном этапе цикла доходов, рентабельность достигает своего максимума, тогда как темпы роста объема продаж еще только начинают набирать обороты. Не стоит рассчитывать на значительный рост продаж из-за вялого потребительского спроса в развитых странах. Рентабельность будет улучшаться, но не так быстро, как в предыдущие годы. В связи с этим восходящий консенсус-прогноз по темпам роста прибылей, скорее всего, не оправдается. Текущий прогноз – 15% роста, однако, скорее всего, он не превысит 7%. Прогноз по темпам роста выручки на мировом уровне не превышает 6%, таким образом, рост доходов возможен только за счет увеличения рентабельности. В последний раз показатели рентабельности достигали максимальных

значений в 2006 году, на фоне необычайно благоприятных макроэкономических условий. Нынешние условия не могут способствовать такому стремительному росту рентабельности, поэтому она будет улучшаться гораздо медленнее.

Одним из главных катализаторов роста доходности на фондовом рынке в 2011 году станет новая волна кредитования в корпоративном секторе. Доходность акций будет оставаться под давлением на фоне высоких денежных остатков и показателей общей прибыльности, близких к максимальным значениям. Чтобы защитить свои прибыли, компании будут повышать свою зависимость от заемных средств за счет найма персонала, программы выкупа акций, выплаты дивидендов, слияний и поглощений в целях улучшения доходности капитала. Это приведет к росту коэффициентов цена-прибыль (P/E), что станет главным катализатором роста доходов в 2011 году. А коэффициентам есть куда расти. На данный момент годовой форвард на коэффициенты цена-прибыль по MSCI World на 30% ниже долгосрочного среднего значения. Даже при умеренном росте на 7% подразумеваемый мировой коэффициент цена-прибыль достигнет значения 12,8, сохраняя большой потенциал для дальнейшего роста. Этот факт может компенсировать низкие темпы роста доходов.

РЕГИОНЫ

Что касается региональных предпочтений, то на первом месте по-прежнему развивающиеся рынки. Именно эти страны покажут максимальный рост прибыли за счет роста ВВП. Страны БРИК сами по себе уже не будут такими лакомыми кусочками, как раньше. Скорее следует отдать предпочтение отдельным странам Азии,

Прогнозы Saxo Bank по мировым индексам

| ИНДЕКС | S&P500 | DJSTOXX600 | NIKKEI225 | MSCI EM |
|------------------------------------|--------|------------|-----------|---------|
| Прогноз на конец года | 1,420 | 315 | 11,400 | 1,350 |
| Подразумеваемая ценовая доходность | 13.6% | 12.5% | 10.2% | 19.4% |

Источник: Отдел аналитики и стратегии Saxo Bank. Для расчета ценовой доходности были использованы цены закрытия на 29 декабря.

Латинской Америки и, в меньшей степени, Центральной и Восточной Европы. Что касается последних двух регионов, то здесь меньший энтузиазм обусловлен зависимостью от еврозоны, где будет зафиксирован минимальный рост как в плане прибылей, так и в плане ВВП.

США занимают почетное второе место в иерархии регионов. В этой стране динамика фондового рынка зависит от состояния занятости. В конце следует еврозона, так как ожидается, что проблема суверенных долгов будет время от времени давать о себе знать и оказывать давление на фондовые рынки. Япония может преподнести сюрприз, и не исключена возможность восстановления.

США: ЧЕГО ОЖИДАТЬ ОТ РЫНКА АКЦИЙ

Показатели оценки стоимости для американского индекса S&P500 указывают на растущую привлекательность акций США, поскольку прибыли компаний растут быстрее, чем цены. На наш взгляд, в 2011-12 гг. можно ожидать прибыль на акцию в диапазоне 92 и 99 долларов. Таким образом, рост прибылей составит 9,5% и 7,6%. Это ниже значений консенсус-прогноза на уровне 96 долларов на акцию в 2011 году и 108 долларов на акцию в 2012 году. Мы также предполагаем, что к концу 2011 года S&P500 вырастет на 13% и достигнет отметки 1420. Рассмотрим эти значения подробнее: две трети будут приходиться на рост прибылей, а одна

треть – на рост коэффициента цена-прибыль. Однако не исключено, что реальный рост индекса превысит наши прогнозы на фоне существенного улучшения коэффициентов цена-прибыль.

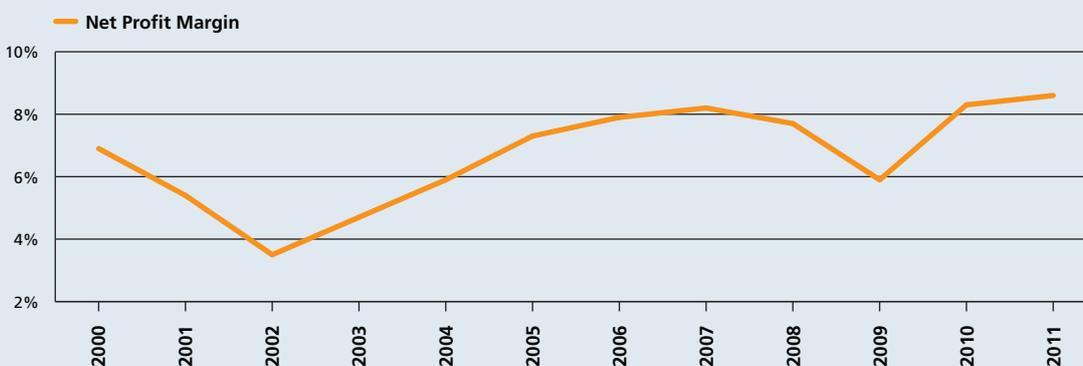
Кредиты стоят очень дешево – ставка по федеральным фондам практически равна нулю и в 2011 году, скорее всего, не изменится. Мы также не ждем роста инфляции выше 1,4%, что все еще ниже целевого уровня ФРС 2%. И, наконец, ожидается, что темпы роста ВВП в годовом исчислении составят 2,7%. Таким образом, складываются благоприятные макроэкономические условия для роста акций.

РОСТ ПРОДАЖ, РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И ПРИБЫЛИ

Главным катализатором увеличения объема продаж в долгосрочной перспективе будет рост ВВП, который, в 2011 году составит 2,7%. Это будет способствовать росту внутреннего спроса и увеличению темпов роста продаж в компаниях S&P500. Продажи вырастут на 6,5% против консенсус-прогноза на уровне 6,8%.

В 2010 году удивил неожиданный рост прибыльности. Реакция компаний на дестабилизацию экономики в течение последних нескольких лет просто поразительна. В процессе восстановления можно было наблюдать за быстрым ростом рентабельности. Продолжится ли эта тенденция в 2011 году? Скорее всего нет.

График 5: Коэффициент рентабельности продаж (S&P500)



Источник: Thomson-Reuters Data-Stream и отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

Низкие процентные ставки и возможность рефинансировать долг под низкий процент на фоне роста ВВП будет способствовать дальнейшему росту рентабельности, который, однако, в 2011 году уже не будет столь значительным. Это связано с потенциальным увеличением производственной себестоимости. Цены на сырье, особенно на промышленные металлы, продолжают расти, что будет препятствовать улучшению рентабельности. Кроме того, дальнейший рост производительности приведет к необходимости повышать заработные платы. В совокупности эти факторы будут негативно влиять на рентабельность, которая в 2011 году уже не сможет демонстрировать такие же показатели, как в течение последних нескольких лет. Консенсус-прогноз по S&P500 за исключением компаний финансового сектора составляет 9%, однако, мы ожидаем, что показатель не превысит 8,6%.

Помимо объема продаж и высокой рентабельности существует еще одна причина ожидать уверенного роста прибылей в 2011 году. Баланс денежных средств и активов по индексу S&P500, за исключением компаний

предположить, что он будет колебаться в диапазоне 14-16. Таким образом, увеличение коэффициента цена-прибыль может способствовать существенному росту цен. Главным катализатором роста коэффициента будет стоимость акции, которая напрямую зависит от желания инвесторов рисковать. Макроэкономические риски 2010 года, особенно, вероятность распространения угрозы государственного дефолта в Европе на остальные страны мира, привела к удорожанию стоимости акционерного капитала и негативно повлияла на цены на акции. Эти риски все еще присутствуют, однако, в 2011 году они, скорее всего, окажутся в тени процесса экономического восстановления, которое поможет инвесторам поверить в долгосрочный устойчивый рост.

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО СЕКТОРАМ

В первой половине 2011 года имеет смысл двигаться на про-циклической волне и покупать акции компаний энергетического, сырьевого и технологического секторов, поскольку именно эти компании в полной мере смогут воспользоваться преимуществами

Прогнозы Saxo Bank по S&P500 за исключением компаний финансового сектора

| Индекс | Рост продаж (г/г) | Операционная маржа (ЕБИТ) | Рост прибылей (г/г) |
|--------|-------------------|---------------------------|---------------------|
| S&P500 | 6.5% | 8.6% | 9.5% |

Источник: Thomson-Reuters Data-Stream и отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

финансового сектора, сейчас составляет 10,8%, что является рекордно высоким показателем. Скорее всего, в 2011 году он начнет снижаться, поскольку рост доходов будет происходить за счет выкупа акций, слияний и поглощений, а также инвестиций в основные средства.

В 2011 ГОДУ КЛЮЧЕВУЮ РОЛЬ БУДЕТ ИГРАТЬ РОСТ КОЭФФИЦИЕНТОВ ЦЕНА-ПРИБЫЛЬ

Если предположить, что коэффициент цена-прибыль не будет расти в 2011 году, то годовой прогноз по S&P500 составит 1370. Однако, учитывая то, что сейчас коэффициент составляет 13,6 от нашего прогноза по прибыли на акцию в 2011 году, а также принимая во внимание низкие процентные ставки, можно

восстановления экономики. Стоит также обратить внимание на компании, которые продают большую часть своей продукции за пределами США, лучше всего, на развивающихся рынках. Во второй половине 2011 года ожидается изменение диспозиции на фондовом рынке в пользу циклического портфеля, ориентированного на среднесрочную прибыль. Таким образом, привлекательными будут акции компаний здравоохранения, а также промышленного сектора.

ВЯЛЫЙ РОСТ ДОХОДОВ В ЕВРОПЕ

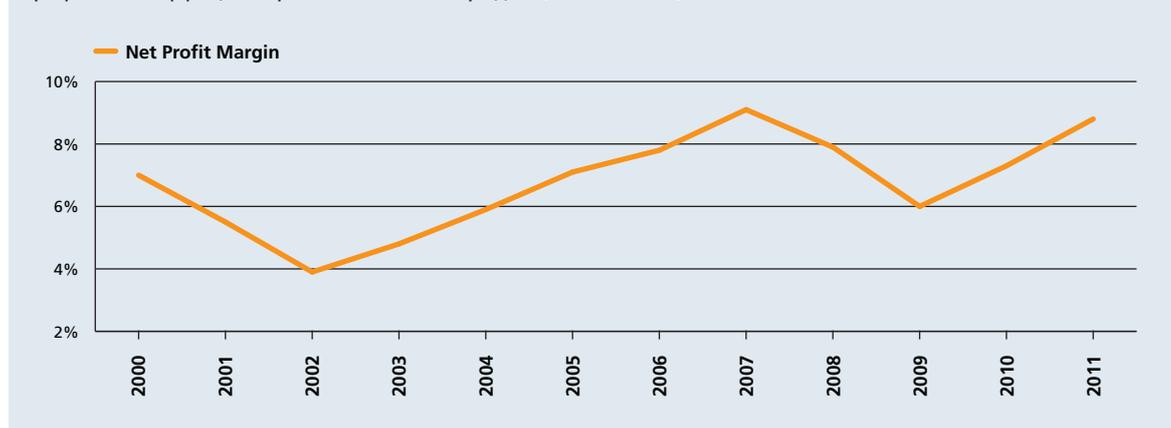
Главным дифференцирующим фактором в прогнозах по фондовым рынкам является вялый рост в Еврозоне и Великобритании по сравнению с ростом в США.

Более 62% продаж компаний DJSTOXX600 приходится на внутренний рынок Еврозоны и Великобританию. Учитывая пессимистичный прогноз по экономическому росту в Европе, можно предположить, что низкие объемы продаж негативно повлияют на темпы роста прибыли. Что касается цены на акции, то здесь Европа последует примеру США: цены на акции вырастут на фоне увеличения коэффициентов цена-прибыль. На 2011 год, согласно нашим расчетам, прибыли компаний DJSTOXX600 составят 23,9 евро на акцию, а на 2012 год – 25,9 евро на акцию, что соответствует росту доходов на 7,2% и 8% соответственно. Это намного ниже консенсус-

Еврозоне, согласно прогнозам, вырастет всего на 1,4%, а в Великобритании - на 2%, можно говорить о том, что прибыли компаний не получат такой же поддержки со стороны макроэкономических факторов, как компании США. Ожидаемый рост продаж в Европе составит 5% против 6,5% в США.

Между тем прогноз по росту рентабельности в Еврозоне несколько лучше. Европейские компании до последнего времени не так старательно оптимизировали свои процессы, как их американские коллеги. По нашим прогнозам, в 2011 году рост рентабельности составит

График 6: Коэффициент рентабельности продаж (DJSTOXX600)



Источник: Thomson-Reuters Data-Stream и отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

прогноза, который составляет 25,7 евро на акцию в 2011 году и 28,8 евро на акцию в 2012 году.

Наш прогноз по уровню DJSTOXX600 на конец 2011 года – 315, доходность составит около 12,5% в год, при этом около 50% этого роста будет обусловлено увеличением прибылей, а еще 50% роста придется на рост коэффициентов цена-прибыль. Таким образом, для Европы рост коэффициентов цена-прибыль будет играть более существенную роль, чем для США.

РОСТ ПРОДАЖ, РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И ПРИБЫЛИ

Макроэкономическая ситуация в Еврозоне не способствует росту доходов, поскольку 62% выручки компании индекса DJSTOXX600 получают на внутреннем рынке или в Великобритании. Учитывая то, что ВВП в

12,9%, а консенсус-прогноз предполагает 16%. Таким образом, оценочная рентабельность компаний DJSTOXX600 составит 8,8%, а компаний S&P500 8,6%. Несмотря на более существенный рост доходности в Европе, низкие объемы продаж ограничат рост прибыли на уровне 7,2% для компаний DJSTOXX600 по сравнению с ожидаемым ростом прибыли на 9,5% для компаний S&P500.

Европейским акциям DJSTOXX600 потребуется больше поддержки со стороны коэффициентов цена-прибыль, чтобы достичь целевых прогнозных значений. Однако для этого есть ряд причин. Согласно нашему прогнозу по прибыли на акцию в 2011 году, годовой форвард на коэффициент цена-прибыль составляет 11,7, тогда как в сложившихся рыночных условиях этот коэффициент может достигнуть уровня 13-14, что указывает на

Прогнозы Saxo Bank по DJSTOXX600 за исключением компаний финансового сектора

| Индекс | Рост продаж (г/г) | Операционная маржа (ЕБИТ) | Рост прибылей (г/г) |
|------------|-------------------|---------------------------|---------------------|
| DJSTOXX600 | 5.0% | 8.8% | 7.2% |

Источник: Thomson-Reuters Data-Stream и отдел аналитики и стратегии Saxo Bank.

существенный потенциал роста. Катализатором роста может стать рост уверенности инвесторов в процессе восстановления экономики, хотя для Европы это не так актуально, как для других крупных развитых стран.

В целом, европейские акции выглядят довольно слабо, по большей части из-за вялого роста ВВП, который неминуемо отразится на объемах продаж, как уже упоминалось выше. Уверенный рост в США и на развивающихся рынках сыграет на руку экспортерам, ориентированным на страны за пределами Еврозоны.

ТОВАРНЫЙ РЫНОК: ХОРОШЕЕ НАЧАЛО, НО ВПЕРЕДИ ЕЩЕ ДОЛГИЙ ПУТЬ

Товарно-сырьевой сектор закончил 2010 год на оптимистичной ноте, поскольку дешевые деньги в сочетании с улучшением экономических прогнозов оказали поддержку циклическим сырьевым активам, таким как базовые металлы и энергоресурсы. Неблагоприятные погодные условия существенно сократили мировые запасы сельскохозяйственной продукции. Предложение с трудом удовлетворяло спрос, что привело к росту цен на продукты питания.

В первой половине 2011 года цены на сырье, скорее всего, продолжат расти, при этом индекс TR Jefferies может достичь двузначных значений. Спрос со стороны Китая, Бразилии и Индии будет оставаться высоким, при этом восстановление экономики США приведет к обострению конкурентной борьбы за доступ к ресурсам.

Цены на сырье могут превзойти все ожидания из-за быстрого роста экономик США и Китая. Последний раз такая ситуация наблюдалась в 2008 году. Тогда за взлетом цен на сырье последовало столь же резкое падение на фоне дестабилизации экономики. Риски государственных дефолтов также могут негативно повлиять на рынок сырья. В 2010 году они дважды стали причиной коррекции. Среди прочих отрицательных факторов можно выделить стремление Китая сдерживать рост экономики и потенциальное укрепление доллара.

Рост биржевых фондов и фондов на товарно-сырьевые индексы до новых рекордных высот в 2010 году поистине можно считать феноменальным. Низкие процентные ставки и далее будут способствовать увеличению инвестиций в альтернативные активы, такие как сырье. Контракты с близким сроком погашения торговались дороже, чем контракты с более поздним сроком поставки. Такая ситуация способствовала росту пассивных инвестиций через индексные и биржевые фонды, поскольку стоимость переноса позиций практически отсутствовала.

К концу 2010 года мировые запасы энергоресурсов стали быстро сокращаться. В связи с этим цена на нефть марки WTI выросла до максимальных значений за последние два года. Главным катализатором движения стало улучшение экономических показателей США,

График :7 Контракт на нефть WTI с ближайшим месяцем поставки



Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

крупнейшего потребителя нефти в мире. В 2011 году эта тема останется актуальной, и цены продолжают расти.

В декабре цена спот превысила форвардную цену впервые за последние два года; все дело в том, что сокращение запасов на фоне растущего спроса меняют конфигурацию форвардной кривой. Эта ситуация также будет способствовать росту доходности от пассивных инвестиций в индексные и биржевые фонды и, соответственно, дальнейшему повышению цен.

В 2011 году мировой спрос на нефть не будет отставать от показателей 2010 года, поэтому есть основания полагать, что цены на нефть марки WTI будут колебаться в диапазоне 80-100 долларов с возможностью прорыва верхней границы и последующей коррекцией. ОПЕК, свободные производственные мощности которого составляют 6 млн баррелей в день, заявил, что верхней границей комфортного диапазона является отметка 90 долларов. Любое устойчивое движение выше спровоцирует ответную реакцию. Спекулятивные длинные позиции по сырой нефти достигли исторических максимумов, что является существенным поводом для беспокойства, поскольку может вылиться в крупную коррекцию.

Цены на золото сохраняют потенциал роста и в течение ближайших 12 месяцев могут достигнуть отметки 1600 долларов за унцию. За последние несколько лет число желающих инвестировать в золото резко возросло. В



этой ситуации учетом нашего прогноза по росту доллара это может спровоцировать дальнейший рост

Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

цены на драгоценные металлы. Ценовая динамика будет сохранять восходящую направленность, несмотря на возможные периодические коррекции на 5-10%.

Факторы, способствовавшие росту золота до новых исторических высот в 2010 году, останутся в силе и в 2011 году. В 2010 году центральные банки, в таких развивающихся странах, как Китай и Индия, превратились в чистых покупателей золота впервые за последние двадцать лет. Считается, что золото является инструментом хеджирования против инфляции. Это не совсем так. Золото хеджирует от нестабильности. Количественное ослабление, реализованное ФРС, привело к росту спроса на инструменты хеджирования против возможной угрозы дефляции и последующей инфляции на фоне роста денежной массы. Долговой кризис в Европе так и не решен, что также привлекает покупателей на рынок безопасных активов.

За последние два года частным инвесторам стало намного проще покупать золото. Таким образом, общие вложения в этот металл через биржевые фонды превысили 2000 тонн, что в два раза больше национальных золотых резервов Китая. Инвестиции подобного типа не используют заемные средства и, следовательно, рассматриваются как долгосрочные вложения, нивелируя риск повышения волатильности, свойственный инвестициям во фьючерсы на золото с использованием кредитного плеча.



Запасы кукурузы достигли 15-летних минимумов из-за снижения урожая и роста спроса, не только как на

Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

кормовой продукт, но и как сырье для производства этанола. В 2010 году более 35% урожая кукурузы в США пошло на производство этанола на фоне дальнейшего роста цен на бензин. Это обусловило удорожание зерновой культуры. Рост благосостояния населения в Китае привел к увеличению объемов потребляемого мяса, что, в свою очередь, вылилось в рост спроса на кормовую кукурузу, которая остается наиболее популярным кормом для сельскохозяйственных животных и птицы.

Цены на кукурузу и сою резко выросли в 2010 году, поскольку неблагоприятные погодные условия во всем мире привели к низким урожаям и сокращению запасов на фоне растущего спроса. Китай увеличил импорт сои и впервые за много лет стал чистым импортером кукурузы. В 2011 году ситуация с запасами будет оставаться тяжелой. Тем не менее, рост цен спровоцирует увеличение объемов производства, что поможет стабилизировать цены, при условии отсутствия новых погодных сюрпризов.

ДЕСЯТЬ ШАГОВ К ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Восстановление крупнейших экономик в 2011 году не будет отличаться головокружительными темпами. Кроме того, оно будет основано на нездоровом росте государственных долгов, искусственном стимулировании со стороны Центробанков, активно печатающих деньги, и бухгалтерских манипуляциях. Ниже приведены 10 шагов, которые, на наш взгляд, необходимо предпринять, чтобы вернуть крупные экономики на путь здорового роста. Да, никто на самом деле не собирается предпринимать эти шаги, но даже разворот корпуса в этом направлении в 2011 году уже станет большой победой для экономик и признаком того, что здравый смысл правящих кругов наконец-таки восторжествовал.

- Все банковские активы должны оцениваться по рыночному курсу. Если какие-то активы являются ликвидными, десятая часть позиции должна быть продана на рынке. Цена сделки должна использоваться для оценки остальной части позиции на балансе. Эти меры должны помочь вернуть доверие к финансовой системе.
- Банки, признанные неплатежеспособными в результате оценки активов по рыночной цене, должны быть либо закрыты путем старой доброй процедуры банкротства, либо, учитывая фактор величины банка, поглощены правительством. Акционерный капитал ликвидируется, а держатели облигаций несут убытки; облигации конвертируются в акции и банк вновь становится свободным с новым собственным капиталом. Если этих мер недостаточно, вкладчики тоже несут убытки, при этом их вклады также конвертируются в собственный капитал. Эта мера должна снизить риск недобросовестности и заставить безнадёжных спекулянтов брать за себя ответственность за свои поступки, а не полагаться на налогоплательщиков.
- Государственные гарантии в пользу финансового сектора должны быть аннулированы. К ним относятся и гарантии вкладов, и гарантии выпуска облигаций. Необходимо четко и ясно дать понять, что любой банкротящийся банк будет оставлен на произвол судьбы. Ни один банк не должен рассчитывать на особый подход, потому что он «слишком большой, чтобы упасть». Все банки без исключения должны придерживаться жесткой дисциплины межбанковского рынка.
- Совет директоров должен нести личную ответственность за неплатежеспособность банка. Эта мера заставит советы директоров более ответственно подходить к политике управления риском.
- Все государственные бюджеты должны быть сбалансированы в кратчайшие сроки путем сокращения расходов. Это малоприятная и даже болезненная процедура, но она необходима для стабилизации рынка государственных долговых обязательств. Сокращения должны быть сконцентрированы в сфере социального и пенсионного обеспечения, которые существенно недофинансированы и оторваны от реальности. Эта мера поможет снизить стоимость государственного заимствования и облегчит государственный долг в обслуживании.
- Правительства должны настроиться на снижение налогов – особенно налогов на доход и на капитал – в течение ближайших двух лет. Эта мера сделает капитал доступнее для компаний малого и среднего бизнеса, которые вносят существенный вклад в ВВП и поддерживают рынок труда. В то же время трудовая деятельность станет привлекательнее просиживания штанов на государственном обеспечении.
- Центральные банки должны ужесточить монетарную политику, чтобы стимулировать рост сбережений и ограничить долговое финансирование. Это поможет создать благоприятную почву для сбережений и инвестиций.
- Расходы на выплату процентов должны подлежать налогообложению, что также сделает долговое финансирование менее привлекательным.

РАСЦВЕТ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИСТОЧНИКОВ ЭНЕРГИИ

Даже по окончании переговоров о проблемах климатических изменений на конференции в мексиканском городе Канкун, эта тема все равно остается одной из самых обсуждаемых в мировом сообществе. Мы полагаем, что солнце в 2011 году будет светить над компаниями, поставляющими солнечную энергию. Стоимость акций таких компаний может вырасти как минимум на 30% от текущих уровней. Главным

указывает на рост спроса в 2011 году, в первую очередь, в Европе, несмотря на сомнения связанные с дальнейшим субсидированием, и уменьшение бюджетов. Поэтому, следует ожидать, что рынок изменит свое мнение на этот счет после публикации квартальных отчетов за 2011 год, и коэффициент цена-прибыль поднимется от текущих уровней.

График 10: Динамика цен на акций в области солнечной и ветряной энергетики, 2008-2010 гг.



Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

катализатором роста будет мощный спрос, расширение коэффициентов оценки, стабильность политических прогнозов и низкая стоимость производства.

КОМПАНИИ-ПОСТАВЩИКИ СОЛНЕЧНОЙ ЭНЕРГИИ ВОССТАНУТ, КАК ФЕНИКС, ИЗ ПЕПЛА

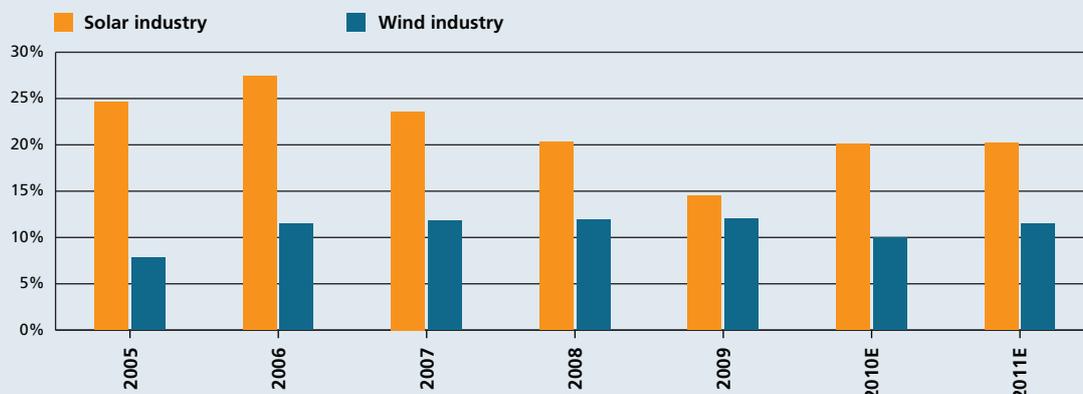
Согласно данным фондов Guggenheim Solar ETF и First Trust Global Wind Energy, компании-поставщики солнечной и ветряной энергии в последние годы пережили не лучшие времена. Индексы все еще торгуются на 60-70% ниже уровней лета 2008 года, а в 2010 году даже демонстрировали снижение.

В последнее время опасения, что предложение превысит спрос и негативно повлияет на прибыли в отрасли, сдерживают рост цен на акции поставщиков солнечной энергии. Мы полагаем, что пессимизм рынка по этому поводу не уместен. Последний прогноз, предоставленный ведущими компаниями-поставщиками солнечной энергии First Solar и Trina Solar,

ЧЕМ СОЛНЦЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЕЕ ВЕТРА?

Сравним рыночное ценообразование и ожидания. Ожидается, что доходы солнечной индустрии в 2011 году вырастут на 22,5% по сравнению с ростом на 15,4% в ветряной промышленности. Прибыли в солнечной отрасли, согласно прогнозам, вырастут на 28,7% по сравнению с ожидаемым ростом на 71% в ветряной индустрии. Такие высокие прогнозы связаны с падением прибыли ветряных компаний в 2010 году. Прогнозный коэффициент цена-прибыль для солнечной индустрии составляет 7,5 против 15 для ветряной, при этом «солнечные» компании рассматриваются как гораздо более надежные. Текущий коэффициент цена-прибыль для акций солнечных компаний говорит о том, что инвесторы сомневаются в темпах роста прибыли. В этом и заключается восходящий потенциал. Если темпы роста прибыли хотя бы подберутся к 28,7%, стоимость акций резко возрастет. С другой стороны, текущий форвард по коэффициенту цена-прибыль на уровне 15 для ветряных компаний с ожидаемым ростом прибыли 71% лишает

График 11: Маржа EBITDA (%), 2005-2011 (прогноз)



Источник: Bloomberg. Расчеты Saxo Bank.

их акции привлекательности по сравнению с акциями компаний-поставщиков солнечной энергии. Если компании не сумеют оправдать ожидания, стоимость акций будет находиться под давлением в течение 2011 года, если только прогнозы на 2012 год не будут существенно пересмотрены в сторону повышения.

С точки зрения рентабельности отрасли, солнечная индустрия также выглядит привлекательнее. Компании-поставщики солнечной энергии исторически обеспечивают менее высокий доход на капитал по сравнению с ветряными компаниями. Это связано с низким использованием заемных средств и утилизацией активов. Это изменится. Ожидается, что в 2011 году солнечная индустрия будет обеспечивать более высокий доход на капитал, благодаря увеличению утилизации активов и значительно более высокой рентабельности.

Как правило, у компаний-поставщиков солнечной энергии более высокая операционная рентабельность (EBITDA) и менее высокая зависимость от заемных средств по сравнению с ветряными компаниями. Это означает более выгодное положение в условиях конкуренции. Кроме того, если поставщикам солнечной энергии удастся повысить утилизацию активов, доходность капитала в 2012 году легко может преодолеть отметку 15%.

Программа налоговых льгот в США также будет поддерживать спрос на солнечную энергию в 2011 и 2012

годах. Американский спрос компенсирует снижение интереса к этому виду энергии в Испании и Германии.

КАК ИНВЕСТИРОВАТЬ В АКЦИИ КОМПАНИЙ-ПОСТАВЩИКОВ СОЛНЕЧНОЙ ЭНЕРГИИ?

С целью инвестиций средств в сектор солнечной энергии, можно использовать биржевой фонд Guggenheim Solar ETF, который представляет собой корзину акций различных компаний, начиная от простых производителей электрокерамических пластин, солнечных батарей и новых тонкопленочных солнечных элементов до конечных продавцов солнечной энергии в США, Европе и Азии. Фонд обеспечивает диверсификацию, но не самую высокую доходность.

Есть еще один способ – покупка отдельных акций. Принимая во внимание прогнозы по доходам, рентабельности и росту прибыли на 2011 год, можно выделить акции следующих компаний с низким коэффициентом цена-прибыль и прогнозируемой рентабельностью EBITDA выше среднего: JA Solar Holdings Co (4.62), Solarfun Power Holdings Co (4.90), LDK Solar Co (5.44), Trina Solar (6.39) и GCL Poly Energy Holdings Ltd (9.90).

ОЦЕНКА РИСКА

Инвестиции в акции компаний-поставщиков солнечной энергии сулят хорошие прибыли, но при этом сопряжены

с различными факторами риска, включая политический и валютный риски, а также риск спроса и предложения.

Политический риск инвестирования средств в солнечную индустрию крайне высок, потому что отрасль по-прежнему сильно зависит от государственных субсидий. Германия поговаривает о снижении льгот для фотовольтовых солнечных систем на 16% с 1 июля 2011 года. По мере продвижения отрасли к сетевому паритету (паритет между стоимостью одного киловатт-часа электроэнергии, извлеченной из солнечных лучей, и ценой энергии, полученной с помощью традиционных источников), политический риск будет снижаться, а вместе с ним пойдет вниз и премия за риск на акции. В США политическая стабильность гарантирована, по крайней мере, в ближайшей перспективе, поскольку Обама продлил срок действия программы налоговых льгот.

Между тем, в 2009 году на долю Европы приходилось 75% обработки солнечной энергии. Следовательно, евро остается важным фактором риска, так как большая часть доходов будет получена в евро, а большая часть производственных расходов деноминирована в юанях. Таким образом, возникает сильная корреляция между показателями доходов и курсом евро. Согласно данным агентства Bloomberg, два уважаемых банка с наиболее точными валютными прогнозами – Standard Chartered и Westpac Banking – придерживаются медвежьих прогнозов по евро в краткосрочной перспективе, ожидая падения валюты до 1.20-1.25 к середине 2011 года. Отчеты компаний-поставщиков солнечной энергии за третий квартал отражают надежды отрасли на то, что спрос в США компенсирует его снижение в Еврозоне, а также сгладит последствия падения евро.

Опасения, связанные с низким спросом в 2011 году (в частности, в Европе на фоне снижения льгот и сокращения бюджета) и избыточным производством солнечных батарей, ограничивали рост коэффициентов, несмотря на неплохие показатели доходов в отрасли. Последние прогнозы по заказам на 2011 год опровергают эти опасения. Налоговые льготы в США также окажут поддержку спросу на солнечную энергию.

СОЛНЕЧНАЯ ЭНЕРГИЯ – ЭТО БУДУЩЕЕ

Индустрия солнечной энергии набирает обороты и обретает популярность в широком масштабе. Exxon Mobil в своем «Энергетическом прогнозе на период до 2030 года» говорит о том, что отрасль возобновляемых источников энергии, в том числе и солнечной, будет расти на 9,6% в год вплоть до 2030 года.

Главный инженер General Electric Джим Лионс уверен, что солнечная энергия от части достигнет сетевого паритета в США к 2015 году, при этом солнечная индустрия будет обгонять ветряную. Основным катализатором, толкающим отрасль к сетевому паритету, останутся низкие затраты на производство солнечных батарей. Renewable Energy Corporation и Q-Cells, два крупнейших производителя фотоэлементов, прогнозируют снижение стоимости солнечных батарей в 2011 году.

Страховые компании также поддерживают спрос на солнечную энергию. Они вышли на рынок, как владельцы и источники финансирования компаний-производителей солнечной энергии, поскольку парки солнечных установок представляют собой относительно стабильный источник дохода, который не зависит от других классов активов. Для страховых компаний это – прекрасная возможность диверсифицировать свои инвестиционные активы, поскольку внутренние показатели доходности солнечных проектов достигают 8-10% при низкой степени риска.

Независимо от того, насколько реальна угроза глобального потепления, тенденция к использованию возобновляемых источников энергии будет расти, потому что правительства во всем мире стремятся к улучшению экологии и независимости от топливных источников энергии. Таким образом, отрасль солнечной энергии в скором времени превратится в конкурентоспособную и независимую, оставив ветряные источники энергии далеко позади. Итак, в 2011 году небо будет ясным над сектором солнечной энергии.

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.



Банковская лицензия № 1149 выдана Датским управлением по надзору за финансовой деятельностью (The Danish FSA). Деятельность Saxo Bank в России, Прибалтике и странах СНГ поддерживается командой из 30 специалистов из головного офиса банка в Копенгагене. Обслуживание ведется на русском языке, а торговая программа SaxoTrader полностью русифицирована.

SAXO BANK, PHILIP HEYMANS ALLÉ 15, 2900 HELLERUP, ДАНИЯ

ТЕЛЕФОН: (+45) 3977 4800 E-MAIL: INFORU@SAXOBANK.COM WEBSITE: WWW.SAXOBANK.RU