

Ежеквартальный Экономический Прогноз

Когда реальность нанесет удар

“Следующий пик экономического цикла наступит в 2017 году, так что наслаждайтесь тем, что сейчас есть»

Стин Якобсен, главный экономист

Предлагаем Вашему вниманию ежеквартальный Экономический Прогноз на третий квартал, подготовленный Saxo Bank и TradingFloor.com.

В Прогнозе Вы найдете статьи нашей команды аналитиков, а которых отражена их личная точка зрения.

В Saxo Bank приветствуется плюрализм мнений, и мы не стремимся выразить единую продиктованную всем позицию относительно рынка. Напротив, мы поощряем наших сотрудников высказывать различные идеи по поводу широкого спектра мировых новостей, объясняя при этом, как эти события влияют на сферу их интересов, а именно, на товарно-сырьевые рынки, акции, валютные рынки и макроэкономику.

Мы рассчитываем, что благодаря нашему Экономическому Прогнозу, который начинается со статьи Стина Якобсена «В ожидании Годо» и заканчивается статьей Джона Харди «Затишье перед бурей», Вы сможете получить глубокий анализ третьего квартала 2013 года и принять взвешенные решения по инвестированию своих средств.

Хотим еще раз подчеркнуть, что свобода выражения своих мыслей является основополагающим принципом Saxo Bank и надеемся, что Вам доставит удовольствие прочтение нашего экономического прогноза.

Ким Фурнэ

Ларс Сейер Кристенсен

Со-учредитель и Генеральный директор Saxo Bank

Со-учредитель и Генеральный директор Saxo Bank

Содержание

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА III КВАРТАЛ, Стин Якобсен, главный экономист

Когда реальность нанесет удар

ПРОГНОЗ ПО ФОНДОВОМУ РЫНКУ, Питер Гарнри, глава отдела фондового рынка

Легкое плавание

ПРОГНОЗ ПО ВАЛЮТАМ, Джон Харди, главный валютный стратег

Затишье перед бурей

ПРОГНОЗ ПО МАКРОЭКОНОМИКЕ, Мадс Кофозд, глава отдела рыночных стратегий

Существенных изменений не ожидается

ПРОГНОЗ ПО МАКРОЭКОНОМИКЕ, Тайс Кнутсен, директор по инвестициям Saxo Privatbank

Количественное смягчение до бесконечности - и обратно

ПРОГНОЗ ПО ТОВАРНО-СЫРЬЕВОМУ РЫНКУ, Оле Слот Хэнсен, стратег и директор отдела биржевых продуктов

Свет в конце тоннеля

Когда реальность нанесет удар

"В третьем квартале, вероятно, даже самые неторопливые инвесторы переметнутся на фондовый рынок, увлекшись его способностью преодолевать приступы отчаяния, пусть даже благодаря лишь попутному ветру со стороны центральных банков и поддержке касты политиков, цепляющихся за любую возможность отсрочить реформы"

Стин Якобсен, главный экономист

Стин Якобсен уверен, что третий квартал станет весьма успешным для рынка активов, а также ознаменует конец попыткам сделать хорошую мину при плохой игре.

"Сегодня «Годо», которого мы ждем - это сигнал, что необходимы реформы, без которых экономика не вернется к нормальному функционированию"

Фондовый рынок сохранил восходящую динамику во втором квартале и в начале третьего, вернее сказать, он неся вперед на полном ходу, вопреки законам гравитации и инвестиционного благоразумия. Неужели ничего не изменится в ближайшие месяцы? Или, может быть, наши надежды вернутся с небес на землю, к нормальной работе, также тщетны, как и надежды героев Сэмюэля Бекетта, Владимира и Эстрагона, дожидаться Годо?

Сегодня «Годо», которого мы ждем - это сигнал, что необходимы реформы, без которых экономика не вернется к нормальному функционированию, при котором топливом для рынков служат не легкие деньги, нулевые процентные ставки и отрицательные реальные ставки, а инновации, реальная готовность к риску и, что немаловажно, готовность нести убытки. Ничего подобного мы не видели со времен Алана Гриспена, предыдущего главы Федрезерва.

Теперь, скорее всего, события будут развиваться следующим образом: в третьем квартале фондовые рынки достигнут новых высот - индекс S&P 500 в США может добраться примерно до 1750 или даже 1800 - подгоняемые эффектом управляемой прибыли и политикой Федрезерва, который не спешит отказываться от легких денег, хотя уже давно пора. По иронии судьбы, слабые показатели по росту в США и центральной Европе, не совместимые с понятием благоприятных условий для экономики, судя по всему, идеально подходят для дальнейшего роста рынка акций, потому что оттягивают начало отказа от стимулов.

Но не допускайте заблуждений; явление, которое я называю "Бермудским треугольником" экономики (низкий рост, восходящая динамика фондовых рынков и высокая безработица), крайне нестабильно. Это иллюзия, мираж, и чем дольше мы верим в него, тем труднее и мучительнее будет прозрение. Рыночный фон в третьем квартале не имеет ничего общего с фундаментальными факторами, но зато сильно зависит от того, сумеют ли политики и дальше тянуть время - именно этим они занимаются с 2008 года.

С 2008 года центральные банки ведут себя как верные братья-близнецы, хотя в этом году между ними впервые начались противоречия - в основном со стороны ФРС - пошли разговоры о том, что количественное ослабление (QE) не может продолжаться вечно, и рано или поздно придется нормализовать политику. Банк международных расчетов, который иногда называют центральным банком для Центробанков, недавно так и заявил, не выбирая выражений, что у принципа "столько, сколько потребуется" (в контексте монетарной политики) есть свой предел и, фактически, если следовать ему постоянно, он лишит нас не только желаний, но и способности проводить реформы.

Иными словами, ЦБ все чаще и чаще сами начинают задумываться о правильности своих действий, а это уже само по себе тревожный знак для инвесторов, ведь именно центральные банки помогли

рынкам активов забраться так высоко, регулируя стоимость денег и, соответственно, цену риска с самого начала мирового финансового кризиса.

Многие упорно не желают признавать, что праздник жизни рано или поздно закончится, а на фоне неблагоприятных экономических условий, этого достаточно, чтобы они поверили в готовность Центробанков сохранить статус кво. Но при этом ФРС продолжает напоминать о возможном сокращении программы покупки активов и невозможности все время применять "экстренные меры". И все же совершенно очевидно, что сложившаяся экономическая обстановка не располагает к немедленному сокращению ликвидности.

Согласно прогнозам, в первом полугодии 2013 года экономика США выросла примерно на 1,7%. Наши опережающие индикаторы не указывают на какие бы то ни было улучшения или ухудшения, поэтому мы полагаем, что общегодовой показатель также составит 2% после роста на 2,2% в 2012 году. Замедление темпов роста в этом году обусловлено изменениями в налоговом законодательстве и сокращением расходов; кроме того, мировая экономика находится в затруднительном положении, а американский потребитель слабее, чем прежде (вернее сказать, теперь у него меньше денег, которые он может потратить).

В третьем квартале, вероятно, даже самые неторопливые инвесторы переметнутся на фондовый рынок, увлекшись его способностью преодолевать приступы отчаяния, пусть даже благодаря лишь попутному ветру со стороны центральных банков и поддержке касты политиков, цепляющихся за любую возможность отсрочить реформы. Да и зачем политикам обсуждать реальные реформы, если пробуждение грозит резкой болью и, как следствие, неминуемым поражением на ближайших выборах.

Неспособность сопоставить реальные потребности (реформы) с тем, что фактически сейчас делают политики (тянут время) достигла апогея. Это точка кипения, в которой участники рынка, все еще ориентирующиеся на фундаментальные показатели, сдаются, а центральные банки и политики начинают верить в то, что их бездействие в конечном счете сработает, несмотря на то, что реальная экономика, как старый движок, никак не заводится.

Мы уверены, что в третьем квартале нас ждет поворотный момент. Он может стать началом конца для чрезмерно легких денег и точкой разворота по направлению к медленному отказу от QE (после фальстарта во втором квартале), а также для веры в то, что реальный рост возможен без реальных реформ. Забавно, но даже в случае сокращения темпов QE, мы можем оказаться в начале пути к исторически низким процентным ставкам в 2014 году, когда придет пора платить по счетам.

Иными словами, пузыря на рынке активов с фиксированной доходностью пока нет, но существует высокая вероятность того, что доходность в 2014 году достигнет новых минимумов. Бессмысленно ждать восстановления до тех пор, пока малый и средний бизнес (SME) - 80% всей экономики - с трудом пытается выживать, создавать инновации и рабочие места. В этом вся проблема: 20% экономики составляют зарегистрированные на бирже компании и квазигосударственные банки, но они не стремятся к инновациям и не создают рабочие места. Им это не нужно. Они просто покупают своих конкурентов и успешных предпринимателей. Чтобы понять это, достаточно взглянуть на сектор высоких технологий, где такие крупные бренды как Google, Yahoo и Microsoft продолжают платить огромные премии за "следующую модную штучку".

Ключевым событием, которое мы ждем весь год, станут выборы в Германии, запланированные на 22 сентября; и дело тут не столько в неизвестности, проиграет ли Канцлер Ангела Меркель (что вряд ли). Просто эти выборы определяют, как новое немецкое правительство и парламент будут строить политику Германии в отношении ЕС. В Европе по-прежнему очень много банков с низкой капитализацией - эту проблему нужно решать на уровне ЕС, пока кредитный кризис в Европе не

вышел на новый виток. Европейский центральный банк искусственно поддерживает неэффективные банки на плаву, что никак не помогает малому и среднему бизнесу - тем самым 80% экономики, которые действительно смогли бы выиграть от облегченных условий кредитования.

Мы готовимся к значительному снижению темпов роста европейской экономики в четвертом квартале, сейчас для Старого света наступают горячие деньки с большим количеством событий, которые будет трудно держать под контролем. Греция не выполняет требований Тройки; в политически нестабильной Португалии ухудшаются фундаментальные показатели; в Ирландии началась рецессия, а Франция только на словах выступает за реальные реформы, на деле же не спешит выпить горькое лекарство. В Испании разразился политический скандал, накрывший волной даже самую верхушку действующего правительства. Европе очень скоро придется перестать претворяться.

Третий квартал станет весьма успешным для рынка активов, а также ознаменует конец попыткам сделать хорошую мину при плохой игре. Следующий пик экономического цикла и рынка активов наступит в 2017 году, так что наслаждайтесь последними деньками.

Стин Якобсен,

Главный экономист

Легкое плавание

“Мировые фондовые рынки оправились от первого потрясения и учли его в ценообразовании, поэтому можно предположить, что теперь главная угроза исходит от политиков, в первую очередь, в контексте сентябрьских выборов в Германии, долгового лимита в США или очередной утраты доверия к европейским государственным облигациям”.

Питер Гарнри, глава отдела фондового рынка

Разговоры о сокращении программы покупки активов во втором квартале доставили акциям некоторые неудобства, но, в конечном счете, рынок быстро учел завершение количественного ослабления. Однако, по мнению Питера Гарнри, страхи перед еще одним системным шоком совершенно беспочвенны, по крайней мере, в нынешней ситуации.

“В условиях экономического роста и низкого инфляционного давления акции являются одним из самых привлекательных классов активов”

“Вопрос в том, является ли динамика японских акций следствием спекулятивной динамики, или же Абэномика действительно подготавливает условия для долговременного повышения цен на японском фондовом рынке”.

Масштабы количественного ослабления (QE) будут постепенно уменьшаться, потому что уровень занятости в частном секторе США растет, а фискальный дефицит в процентном отношении к номинальному ВВП быстро сокращается. Конечно, мы все помним о том, как во втором квартале инвесторы на фондовом рынке кинулись закрывать свои позиции, едва заслышав о том, что ФРС намекает на возможное сокращение QE. Но стоит ли принимать как должное вероятность развития аналогичной динамики и в третьем квартале?

Да, предстоящее замедление темпов QE действительно является своего рода ужесточением монетарной политики, но нам не следует забывать о том, что политика все равно сохраняет достаточную долю стимулов. История показывает, что в прошлом ослабление фондовых рынков, спровоцированное повышением процентной ставки ФРС, длилось от одного до трех месяцев. Но в нашем случае история может служить лишь частичным ориентиром, поскольку сокращение объемов QE не сопоставимо с простым повышением учетной ставки. Фондовые рынки уже учли в ценах потенциальный медленный выход из QE, поскольку американская экономика еще не вернулась к прежним показателям роста. Мировые фондовые рынки оправились от первого потрясения и учли его в ценообразовании, поэтому можно предположить, что теперь главная угроза исходит от политиков, в первую очередь, в контексте сентябрьских выборов в Германии, долгового лимита в США или очередной утраты доверия к европейским государственным облигациям. В противном случае, акции будут по-прежнему учитывать в ценах процесс улучшения мировой экономики.

В целом, мировые фондовые рынки все еще торгуются ниже исторической средней оценки, при этом мы полагаем, что они постепенно вернуться к ней в течение ближайших лет. На фондовых рынках развитых стран сохраняется высокая по историческим меркам доходность на уровне 3,4%. В связи с этим мы придерживаемся мнения о том, что в ближайшие 12 месяцев нас ждет рост на мировых фондовых рынках. В условиях экономического роста и низкого инфляционного давления акции являются одним из самых привлекательных классов активов.

Наша модель ранжирования фондовых рынков в развитых странах, учитывающая факторы оценки и импульсов, в настоящее время указывает на то, что самыми относительно недооцененными рынками являются рынки Нидерландов, Германии и Франции. На другом конце спектра находятся переоцененные рынки Новой Зеландии, Австралии и Швейцарии. Это ранжирование является

относительным, поэтому мы полагаем, что три наиболее недооцененных рынка покажут лучший результат по сравнению с тремя переоцененными рынками, вне зависимости от общего характера динамики фондового рынка.

Спреды на рынках корпоративных облигаций хорошо помогают отсеивать шум на рынке акций и, таким образом, выявлять периоды спокойствия и повышенного риска. Спред по корпоративным облигациям сейчас составляет 103 базисных пункта, он существенно вырос, когда инвесторы начали включать в цену вероятность сокращения QE. Сейчас рост кредитных спредов остановился на уровне, соответствующем низкому показателю использования кредитов, и, вероятно, нечто подобное ждет нас в третьем квартале.

Для американских акций наступили горячие деньки

Американский фондовый рынок достиг максимума с точки зрения оценки в недельном исчислении 17 мая на уровне 14,8 по 12-месячным форвардным прибылям на акцию - это самое высокое значение с марта 2010 года. S&P 500 торгуется вблизи исторических максимумов, поэтому стоит задуматься о том, не грозит ли акциям США перегрев. Однако прежде чем мы углубимся в детали, следует отметить, что, если верить коэффициенту Tobin Q (публикуется ФРС раз в квартал), на американском фондовом рынке сейчас нет никакого пузыря.

Многие факторы способствуют укреплению фондового рынка США. Рынок жилья демонстрирует улучшение, несмотря на некоторый спад, вызванный ростом процентов по ипотеке, объемы добычи нефти и газа быстро увеличиваются, продажи автомобилей растут (однако чтобы вернуться к нормальным уровням, продажам нужно вырасти еще на 18%), общее инфляционное давление невелико.

Хотя многие факторы указывают на улучшение прогнозов по американской экономике и индексу S&P, в третьем квартале нас, вероятно, ждут незначительные откаты, обусловленные дебатами на тему долгового лимита, выборами в Германии и степенью доверия к рынкам облигаций в периферийной Европе, в частности, в Португалии.

Поскольку во втором полугодии последствия решений американского правительства будут ощущаться уже не так остро, и активность в частном секторе будет набирать обороты, фондовые индексы должны вырасти к концу года. Согласно нашим прогнозам, к концу года S&P 500 достигнет уровня 1750 (при условии роста на 1,7% по 12-месячным форвардным прибылям на акцию до 112 и 15,0х, 12-месячного форвардного коэффициента, что вполне типично для текущей фазы бизнес-цикла и согласуется с общими прогнозами). Между тем, состояние мировой экономики не дает оснований для того, чтобы коэффициент форвардных прибылей поднялся выше 15,0х, но именно это может случиться в 2014 году.

Волшебная палочка Драги

Европейские акции во втором полугодии, пожалуй, будут наиболее привлекательными, благодаря своей заниженной текущей оценке и хорошей ценовой динамике. Больше всего нам импонируют фондовые рынки Нидерландов, Германии, Франции, Ирландии, Норвегии и Бельгии.

С тех пор, как председатель Европейского центрального банка Марио Драги пообещал "сделать все, что потребуется", чтобы спасти евро, кредитные спреды и доходность по государственным облигациям снижались в tandem с ростом на фондовых рынках и улучшением показателей доверия. Европейские банки за прошедшие годы также увеличили свой капитал первого уровня, что способствовало некоторой стабилизации финансовой системы. Тем не менее, европейские банки все еще остаются «ахиллесовой пятой» всего континента. Спустя шесть кварталов отрицательного роста, индикатор ВВП - еврокойн - приблизился к нулевой отметке, а, учитывая положительные данные по

индексу PMI в Европе за июль, вскоре может снова стать положительным, что указывает на возможность улучшения показателя роста ВВП в еврозоне к концу года.

Мы довольно позитивно настроены в отношении динамики европейского фондового рынка на ближайшие 12 месяцев, поскольку экономика региона демонстрирует признаки оживления - ожидается, что в 2014 году рост составит 1%, а в 2015 году - 1,3% - а 12-месячный коэффициент форвардных прибылей остается довольно низким на уровне 12,6х.

Хуже всего себя проявили в Европе две группы отраслей: энергетическая и сырьевая; они попали под влияние слабых прогнозов по мировому спросу и проблем с избыточными производственными мощностями. Во многих африканских странах прошли забастовки с требованием повысить зарплату, что также не лучшим образом сказалось на акциях сырьевых компаний. Мы полагаем, что чуть позже в этом году, когда экономика начнет набирать обороты, акции энергетического и сырьевого сектора откроют перед нами хорошую тактическую возможность сыграть против рынка. Консенсус-прогнозы по цене на акцию в этих отраслях также на 10-20 процентов выше текущих цен, а это значит, что аналитики на стороне продавцов уверены, что текущая оценка не отражает долгосрочные перспективы отрасли, и мы с ними в этом полностью согласны.

В стиле Абэномики

В начале второго квартала мы не спешили покупать японские акции, поскольку считали их сильно переоцененными относительно фондовых индексов других развитых стран. Однако динамика оказалась гораздо сильнее, чем мы предполагали, и индекс Nikkei 225 вырос еще на 26,1% до квартального закрытия на уровне 15627 двадцать второго мая.

Затем 23 мая Nikkei 225 пережил падение на 9,2% от внутридневных максимумов до уровня закрытия. Оно было спровоцировано неожиданно слабым предварительным индексом PMI HSBC по сектору обрабатывающей промышленности Китая, и усилено маржин-коллами и массовой фиксацией прибыли. В течение следующих двух недель Nikkei 225 упал почти на 20%, практически полностью уничтожив все свои квартальные прибыли.

Вопрос в том, является ли динамика японских акций следствием спекулятивной динамики, или же Абэномика действительно подготавливает условия для долговременного повышения цен на японском фондовом рынке. Слабая иена помогла увеличить объем экспорта на 16,5% с ноября 2012 года, а доверие домохозяйств достигло максимальных уровней с 2007 года. Продажи в универсальных магазинах Токио в июне выросли на 9,4% в годовом исчислении - это самый высокий показатель с 1990 года, если не считать кратковременного роста после землетрясений. Такое впечатление, что Абэномика и новая монетарная политика Банка Японии, направленная на усиление инфляции, действительно работают.

Прогнозы по доходам компаний индекса Nikkei 225 за 2015 фискальный год с начала года выросли на 24,4%, отражая растущие ожидания японских компаний. Средние прогнозы по росту ВВП в 2013 году с декабря выросли от 0,7% до 1,8%, прогнозы на 2014 год улучшились с 1% до 1,4%, что также отражает рост доверия к новой экономической политике правительства.

Страны G20 одобрили текущую политику Японии, даже Международный валютный фонд "поощрительно кивнул", поэтому, скорее всего, правительство не будет ничего менять. Кроме того, благодаря решительной победе Синдзо Абэ, премьер-министра правящей коалиции, на выборах в верхнюю палату, у Японии появилось самое сильное правительство за многие годы. У страны есть все необходимое для строительства светлого будущего.

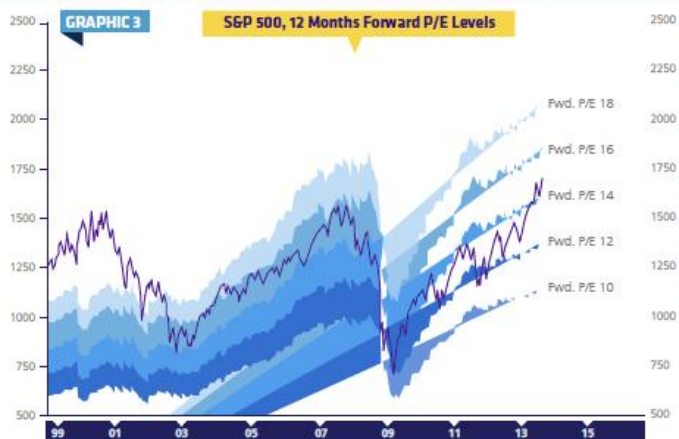
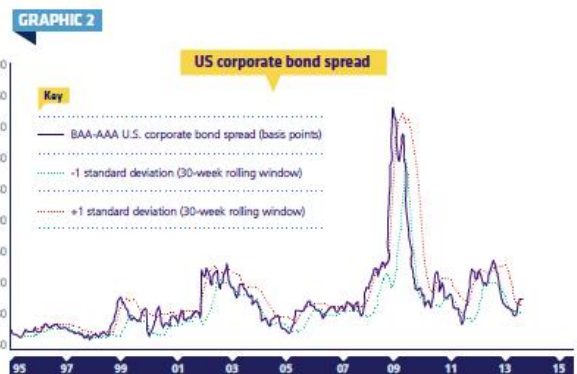
Несмотря на улучшение фундаментальных факторов, у Nikkei 225 самый высокий форвардный коэффициент среди других индексов развитых стран 16,3х прибыли за 2015 фискальный год - в

сочетании со замедлением динамики относительно других фондовых рынков развитых стран. Именно поэтому в рамках нашей модели японские акции оказались в числе наименее привлекательных.

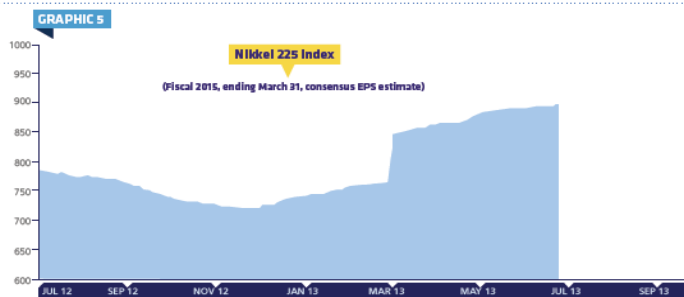
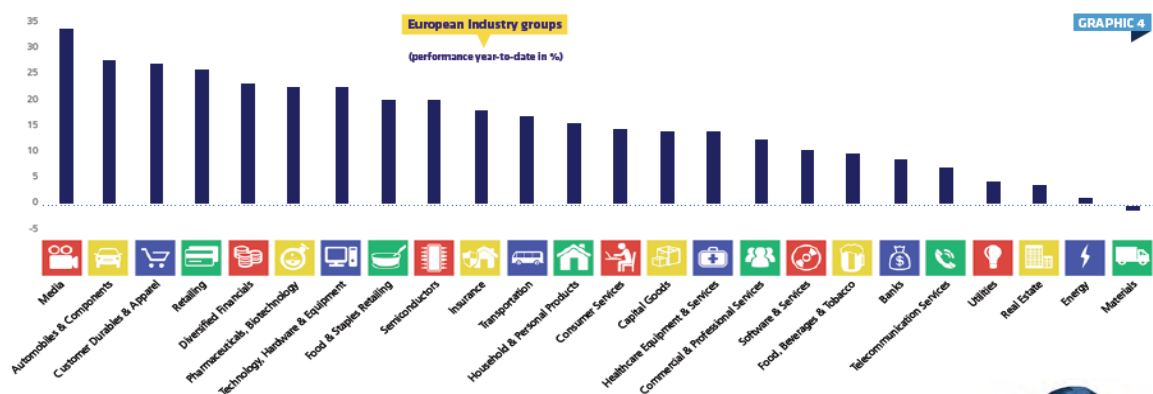
Тихие воды

Шторма, бушевавшие на фондовых рынках во втором квартале, скорее всего, улягутся, и в третьем квартале нас ждет плавание по спокойным водам. Несмотря на возможные геополитические шоки, рынки уже учли в ценах вероятность завершения QE.

Именно этот удар обрушился на рынки во втором квартале: они понесли потери, но не сломились. Какие бы новые потрясения не ждали нас в третьем квартале, скорее всего, они не будут связаны с QE или осуществлением этой политики. Ищите причины будущих потрясений где-нибудь в другом месте.



Graphic 1, Graphic 2, Graphic 3 Source: Bloomberg, Saxo Bank



Graphic 4, Graphic 5 Source: Bloomberg, Saxo Bank



Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro.

And believe me, it will be enough.

There are short-term challenges, to say the least.

Mario Draghi, ECB president
July 2012

В пределах своих полномочий ЕЦБ готов
сделать все возможное, чтобы сохранить
евро
И поверьте мне, этого будет достаточно
В краткосрочной перспективе существуют,
мягко говоря, сложные задачи
Марио Драги, председатель ЕЦБ
Июль 2012

Затишье перед бурей

«Сокращение объемов количественного ослабления, смена главы ФРС и предстоящие выборы в Германии могут спровоцировать серьезные изменения волатильности в конце года».

Джон Харди, главный валютный стратег

"Сейчас ситуация кажется беспроблемной для доллара"

"Антикризисные решения в Европе, скорее всего, будут включать в себя элементы девальвации евро"

"Торговые идеи на третий квартал вращаются вокруг разных стратегий"

Во втором квартале я ждал, что "рост волатильности перестанет быть таким "узкоспециальным", что приведет к укреплению доллара, при этом наиболее яркими событиями будут взлет иены и ослабление товарных долларов". Ставлю себе оценку семь из десяти за этот прогноз - во втором квартале доллар США вырос, правда, как-то нерешительно. Но об этом чуть позже. Что касается слабости товарных долларов, то австралийский доллар резко упал во втором квартале, канадский и новозеландский доллары двигались скачкообразно. Между тем, движение иены больше напоминало нервные судороги, чем взлет, которого я от нее ждал.

Третий и четвертый кварталы пройдут под девизом "Доллар подает четкие сигналы". Суть в том, что после внушительного роста американской валюты в начале года, во втором и в начале третьего квартала доллар демонстрирует крайнюю степень нерешительности. Рынки в беспокойстве из-за неловких попыток ФРС сообщить о своем намерении постепенно сократить темпы и объемы количественного ослабления (QE), что, вне всяких сомнений, привело к перекосам на рынках активов. Я полагаю, что в третьем квартале и в конце года доллар будет посылать более четкие сигналы роста, поскольку сокращение программы покупки активов ФРС начнется по плану, даже несмотря на опасения рынков относительно динамики американской экономики и мировой экономики в целом.

Лейтмотивом первого квартала была мысль о том, что "Деревья не дорастут до неба" - явный намек на чрезмерную самонадеянность рынков и слишком низкую волатильность, которая, на мой взгляд, должна была только возрасти. Во втором квартале она действительно выросла, но в начале третьего снова резко упала. Полагаю, что это ложный сигнал - затишье перед бурей. Предстоящее сокращение количественного ослабления в США - каким бы мягким и ненавязчивым оно не было, назначение нового главы ФРС и предстоящие выборы в Германии в конце сентября могут навести дальновидных инвесторов на мысль о возможном резком росте волатильности задолго до конца года.

Доллар снова будет расти

Начиная с середины мая рынок прекрасно знал, что делать с долларом. С тех пор неоднозначная экономическая статистика несколько уменьшила ожидания отказа ФРС от стимулов и остановила неумолимый рост доллар/иены. Теперь ситуация кажется беспроблемной для американской валюты - либо экономика США продолжит восстанавливаться в соответствии с прогнозами, и Штаты покажут всему миру пример, начав цикл ужесточения (я бы не слишком на это рассчитывал), либо экономика начнет сдавать позиции, но ФРС все равно будет заявлять о сокращении покупки активов из-за перекосов, вызванных QE. Таким образом, ФРС будет настроена менее лояльно, чем другие центральные банки. Не забывайте о предстоящей смене лидера в ЦБ США, это может еще больше усилить неопределенность; а если это кресло займет кто-то кроме Джанет Йеллен, которая считается основным претендентом на победу, неопределенность возрастет в разы.

Евро вернется к реальности после выборов в Германии

Во втором квартале евро попал в число сильнейших валют в странах G10, он торгуется вблизи двухлетних максимумов против равновзвешенной корзины остальных валют G10. Теоретический антикризисный механизм Европейского центрального банка (ЕЦБ) в форме прямых денежных транзакций помог сохранить доверие к долговым бумагам периферийных стран, несмотря на различные тревожные новости. В то же время ЕЦБ не может эффективно вести валютные войны, потому что ему не доступно оружие, которое есть у ФРС и Банка Японии. Евро вернулся к росту, чему также способствовал рост профицита текущего счета ЕС с остальным миром из-за слабого внутреннего спроса, особенно в периферийных странах. В целом, дальнейшая судьба евро будет решаться после 22 сентября, то есть, после немецких выборов, тогда Германия, Европа и ЕЦБ должны будут сесть и подумать о том, как рекапитализировать банковский сектор. Евро еще мог бы проявить устойчивость и гибкость, но антикризисные решения в Европе, скорее всего, будут включать в себя элементы девальвации евро.

Двойные риски для иены

Большую часть второго квартала, как только стало известно о масштабах новой программы количественного ослабления в начале апреля, все говорили о том, как Банк Японии устраняет последствия беспорядочных рыночных движений. К ним относятся резкий рост волатильности на рынке облигаций и 20%-ное падение на фондовом рынке (после роста более чем на 75% прошлой осенью). В краткосрочной перспективе Банк Японии, вероятно, сумеет взять под контроль волатильность облигаций, если наступит ожидаемое затишье на остальных крупных рынках государственного долга. Но долгосрочные фискальные проблемы остаются для Японии вечным проклятием. Кроме того, не сконцентрируется ли премьер-министр Синдзо Абэ на милых его сердцу конституционных вопросах (медвежий фактор для иены) после того, как он окончательно закрепил свою власть по результатам июльских выборов в верхнюю палату парламента? Или же он все-таки займется необходимыми структурными реформами, например, повышением гибкости на рынке труда и решением налоговой проблемы (бычий фактор для иены)?

Японии очень далеко до целевого значения инфляции 2%... но даже если она добьется своего, это может быть не та инфляция. Иена может начать снижение, но не стоит исключать вероятность длительной консолидации, особенно если рынки придут к выводу, что QE не работает, и начнут ждать, что же будет дальше.

Карни меняет настрой в Банке Англии

Можно предположить, что при Марке Карни Банк Англии станет более прозрачным и начнет громогласно заявлять о своих намерениях в отличие от стиля его работы при Мервине Кинге, когда даже сопроводительные заявления в день объявления о решении процентной ставке или покупке активов почти не публиковались. Готовьтесь к этим изменениям, а также к тому, что экономика Великобритании совершит разворот, начав снижение после недавнего роста, а рынки вспомнят страшную историю про двойной дефицит в стране, который так и не сократился, несмотря на длительное ослабление валюты. У Великобритании нет легких решений, а фунт/доллар - самая удобная пара для игры на понижение британской валюты.

Ясность и четкость может остановить падение евро/франка

Швейцарский франк устремился к нижней границе своего диапазона в паре с евро, поскольку в связи с предстоящими выборами в Германии в Европе сохраняется напряженная ситуация, кроме того, во втором квартале спекулятивные сделки оказались под давлением и вошли в фазу консолидации. Швейцарский национальный банк также кажется пассивным. Полагаю, в третьем квартале сложатся благоприятные условия, которые помогут франку отодвинуться от нижней границы 1,20. Этому будет

способствовать любое развитие событий после немецких выборов, способное прояснить будущее ЕС и банковской системы. Кроме того, Банк Швейцарии может включиться в игру, если франк подойдет слишком близко к максимально высоким значениям за последние 1,5 года.

Товарные доллары: кто в лес, кто по дрова

Австралийский доллар выделяется среди товарных валют наибольшей слабостью с середины второго квартала. Учитывая всеобщий настрой на продажу и перегруженное позиционирование, логично предположить, что у него риски дальнейшего падения не так высоки, как у наиболее переоцененной валюты - новозеландского доллара - где разворот экономической динамики по отношению к остальному миру просто неизбежен. Любое масштабное снижение интереса к риску сведет на нет укрепление валюты из-за проблем с ликвидностью. Канадский доллар находится где-то посередине, но при этом все же переоценен, поскольку кредитный цикл в Канаде приблизился к наивысшей точке и скоро войдет в нисходящую фазу.

Скандинавские валюты на американских горках

Норвежская крона в последние месяцы демонстрирует повышенную волатильность, поскольку норвежский Центробанк заставил всех поверить в грядущее повышение ставки, но на июньском заседании резко развернулся в другую сторону, застав рынки врасплох и спровоцировав обвальное падение кроны. И все же, я считаю норвежскую крону середнячком. Шведская крона сильно переоценена, она традиционно является проциклической валютой, поэтому в ближайшее время достигнет максимума и начнет снижаться, особенно если на фондовых рынках также наметится спад и начнут сказываться негативные последствия сильной переоцененности валюты. Более того, шведскую экономику ждут тяжелые времена после краха пузыря на рынке недвижимости.

Торговые идеи в третьем квартале

Торговые идеи на третий квартал вращаются вокруг разных, к счастью, не связанных друг с другом стратегий. Некоторые наши идеи на второй квартал попали точно в цель (покупка фунта, норвежской кроны и евро против австралийского доллара), а некоторые оказались неудачными (покупка доллар/франка).

Покупка доллара против EUR и CAD: Канадскому доллару пора отойти подальше от паритета - еще один прорыв 1,0600 может спровоцировать движение. Евро/доллару нужно время, чтобы развить динамику.

Продажа NZD против CAD и NOK: Укрепление новозеландского доллара вышло за пределы разумного - все экономики рано или поздно возвращаются к средним значениям по отношению к остальному миру, кроме того, вероятность снижения интереса к риску в конце третьего квартала может не самым лучшим образом сказаться на положении высокого и неликвидного NZD.

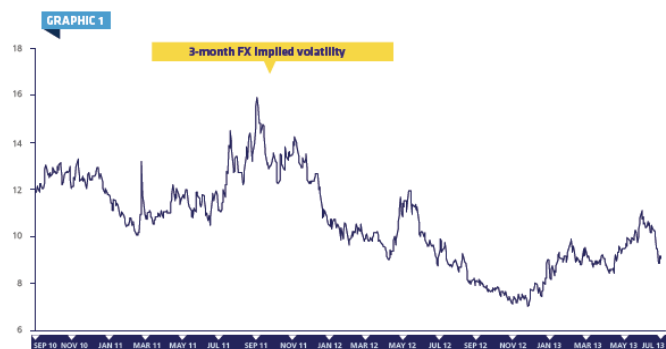
Продажа CHFJPY: Банк Швейцарии активизируется после выборов в Германии, которые также помогут внести ясность в политику ЕС. Даже если вернется мода на спекуляции, франку придется наверстывать упущенное.

Покупка GBPAUD на спадах: Это повторение прошлой стратегии, но Резервный банк Австралии продолжит снижение ставок, тогда как Великобритания будет бездействовать. Однако в конце июля уровень 1,6000 представляется более удачным для открытия длинной позиции, чем 1,6500.

Продажа SEK против NOK и валют Г7: Это означает продажу одного лота шведской кроны против норвежской кроны и одного лота шведской кроны против равновзвешенной корзины валют (USD, EUR, JPY, USD, AUD, CAD и CHF). Все дело в переоцененности шведской кроны.

Ключевые прогнозы

Валютная пара	3 месяца	6 месяцев	12 месяцев
EURUSD	1,25	1,19	1,15
USDJPY	98	102	110
EURJPY	123	120	125
GBPUSD	1,46	1,44	1,40
EURGBP	0,86	0,82	0,82
EURCHF	1,25	1,27	1,30
USDCHE	1,00	1,07	1,13
AUDUSD	0,86	0,80	0,75
USDCAD	1,07	1,10	1,15
NZDUSD	0,75	0,70	0,64
EURSEK	8,90	9,25	9,00
EURNOK	8,00	8,25	8,00

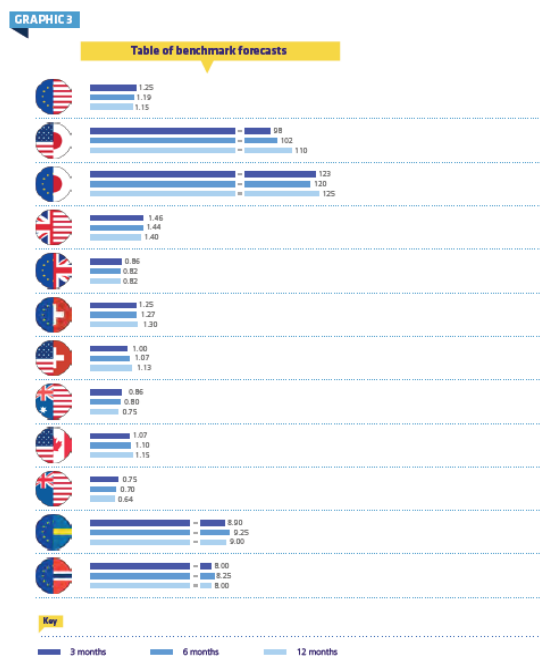


Graphic 1, Graphic 2, Graphic 3 Source: Bloomberg, Saxo Bank



I will make an all-out effort to pull Japan's economy out of deflation.

Haruhiko Kuroda,
Governor of the Bank of Japan
April 2013



Существенных изменений не ожидается

«Во второй половине текущего года уровень финансового ограничения в США останется достаточно высоким и будет сдерживать экономический рост сильнее, чем на то указывает ситуация в частном секторе»

Мадс Кофозд, глава отдела рыночных стратегий

«В последние годы значительную часть экономического роста Китая обеспечивали чистый экспорт и инвестиции, но в настоящее время в мировой торговле наблюдается затишье. Принимая во внимание в целом тяжелое положение европейских и американских потребителей, ничто не предвещает резкого скачка спроса на иностранные товары до наступления нового года»

Во втором квартале 2013 года мировая экономика росла неутешительными темпами под влиянием двух крупнейших экономик мира: США и Китая. В этот же период Банк Японии запустил долгожданную программу количественного смягчения. Единственным неожиданным моментом во втором квартале стало то, что еврозоне было уделено мало внимания, и это учитывая кризис на Кипре в марте и снижение процентной ставки в мае. Зато заголовки пестрели сообщениями о программе валютного стимулирования Банка Японии, о возможном сворачивании программы количественного смягчения ФРС США и о недостаточных действиях Народного банка Китая в условиях замедляющейся экономической активности. И, несмотря на то, что мы ожидаем, что второй квартал станет низшей точкой экономического цикла в этом году, улучшения в третьем квартале будут незначительными, что предоставит руководству центральных банков и политикам простор действий в плане определения политического курса. В этом году темпы экономического роста составят 2%, что приблизительно соответствует темпам роста прошлого года на уровне 2,1%. В 2014 году темпы должны увеличиться до 2,7%.

Из-за финансовых ограничений экономика США развивается темпами ниже тренда

Устойчивое развитие американского рынка труда (на протяжении первого полугодия занятость вне сельскохозяйственного сектора ежемесячно росла в среднем на 202 000 рабочих мест) производит довольно сильное впечатление, принимая во внимание секвестр в экономике, стартовавший ранее в этом году, и сохраняющееся негативное влияние сокращения государственных расходов на экономику США. Однако пока что национальная экономика не избавилась от последствий финансового ограничения, и на то есть две причины. Во-первых, расходы на оборонную промышленность, которые по сравнению с пиком 3-го квартала 2010 года сократились на 12,6%, а в 1-м квартале этого года снизились на 3,1%, продолжают падать во второй половине года. И, во-вторых, прогноз Бюджетного управления Конгресса для государственных расходов на весь год поддерживает теорию о дополнительных сокращениях в будущем, в том числе связанных с секвестром. На этом основании мы ожидаем, что во второй половине текущего года уровень финансового ограничения в США останется достаточно высоким и будет сдерживать экономический рост сильнее, чем на то указывает ситуация в частном секторе.

Тем не менее, финансовое ограничение не всегда несет с собой негативные последствия. Например, дефицит бюджета в стране уменьшился до 4,2% ВВП в первом квартале этого года по сравнению с максимумом на уровне 10,1%, зафиксированным в 4-м квартале 2009 года, и даже при относительно консервативных оценках номинального ВВП и дефицита федерального бюджета должен на конец года составить менее 3,5%. С учетом наших прогнозов относительно сокращения федеральных расходов в предстоящие кварталы такой прогноз соотношения дефицита и ВВП выглядит вполне правдоподобным.

Наш общий прогноз развития экономики США в этом году сводится к тому, что ситуация коренным образом не изменится. Однако в свете ожидаемого низкого роста ВВП во 1-м квартале мы понизили

наш прогноз роста ВВП на этот год до 1,6%. Он немного ниже консенсус-прогноза на уровне 1,8% и значительно ниже результата 2012 года на отметке 2,2%. При этом мы по-прежнему ожидаем ускорения темпов роста в следующем году, когда влияние финансового ограничения ослабнет. Восстановление в жилищном секторе продолжится и внесет положительный вклад в экономику напрямую через инвестиции в жилищное строительство или косвенно через рост цен на жилье, который избавит людей от отрицательной стоимости собственного капитала и увеличит покупательную способность.

Супертанкер еврозоны разворачивается медленно, но верно

Еврозона пребывает в состоянии рецессии большую часть последних двух лет, а в первом квартале этого года объем выпуска продукции сократился на 1,5%. Однако, если понаблюдать за динамикой от квартала к кварталу, то можно заметить первые признаки того, что спад подходит к концу. Результаты опросов, будь то индекс PMI или ESI, рисуют куда менее мрачную картину ближайших перспектив, чем всего квартал назад. Действительно, в июле композитный индекс PMI впервые с января 2012 года поднялся выше отметки 50, отделяющей рост от спада. Кроме того, негативное влияние мер строгой экономии, которые, к сожалению, преимущественно были сведены к повышению налогов, должно уменьшиться и частично снять давление, оказываемое на покупательную способность населения. С другой стороны, разворот цикла будет происходить медленно в связи с избытком мощностей в экономике как в техническом плане, так и в плане неустроенной рабочей силы, численность которой превышает 19 млн человек. Поэтому рост зарплат будет ограничен, что послужит сдерживающим фактором для наращивания потребления. Таким образом, умеренное восстановление начнется только в 2014 году.

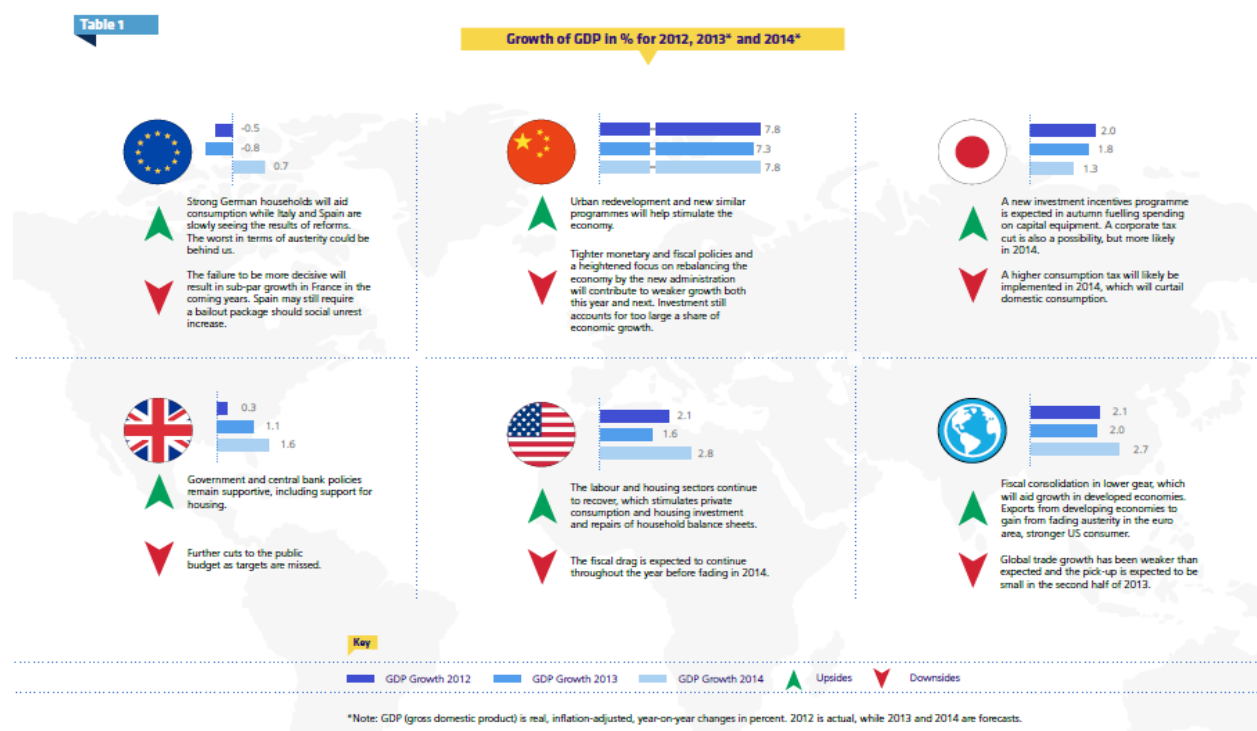
Что касается годовых показателей роста ВВП, то здесь ситуация несколько хуже. Год начался с низкой базы после того, как в 4-м квартале 2012 года был зафиксирован спад в размере 0,6% в квартальном исчислении. Мы полагаем, что экономику еврозоны может ждать куда больший спад на уровне -0,8% по сравнению с падением на 0,5% в 2012 году.

Китаю с трудом удается поддерживать темпы роста

В 2013 году развитие китайской экономики замедлилось на фоне снижения темпов роста мировой торговли, но правительство вопреки ожиданиям не спешило со стимулированием экономики. Действительно, ни новое руководство под управлением премьер-министра Ли Кэцзяна, ни руководство центрального банка не приняли существенных мер для борьбы с упадком. Темпы экономического роста опустились до 1,6% (в квартальном выражении) в 1-м квартале, а во 2-м квартале они составили 1,7%. Оба показателя ниже средних значений за 2011 и 2012 годы. Во втором квартале годовой показатель роста даже упал к официальному целевому значению на уровне 7,5% по сравнению с 7,7% в предыдущем квартале.

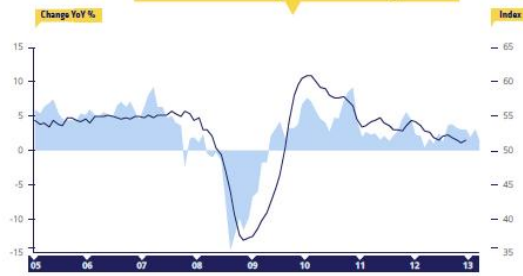
Перспективы развития экономики во втором полугодии выглядят лишь немного лучше. Причины носят как структурный, так и циклический характер. В последние годы значительную часть экономического роста Китая обеспечивали чистый экспорт и инвестиции, но в настоящее время в мировой торговле наблюдается затишье. Принимая во внимание в целом тяжелое положение европейских и американских потребителей, ничто не предвещает резкого скачка спроса на иностранные товары до наступления нового года. Кроме того, уровень инвестиций в Китае неприемлемо высок и непременно должен понизиться в течение ближайшего десятилетия, если вторая по величине экономика мира хочет трансформироваться в развитую экономику. Такая трансформация займет время и уж точно не будет проходить гладко. В дополнение к этому, рост в Китае после мировой рецессии во многом зависел от кредитов. За пять лет до 2012 года соотношение долга и ВВП возросло на 56 процентных пунктов и сейчас составляет приблизительно 210%. Все это говорит нам о том, что в течение следующих 10 лет темпы роста в Китае будут постепенно снижаться, пока не достигнут примерно 5%.

Однако в краткосрочной перспективе темпы роста должны увеличиться, и уже во второй половине года может быть зафиксирован небольшой прирост. Особенно если крупнейший импортер китайских товаров – еврозона – продемонстрирует более высокие темпы квартального роста по сравнению с нашим прогнозом на 3-й и 4-й кварталы на уровне -0,1%. Кроме того, даже если новое китайское руководство не пойдет на крупномасштабные меры по стимулированию, небольшие шаги в этом направлении будут предприняты. Вполне можно ожидать появления программ, подобных тем, что были предложены для менее развитых городских районов в конце июня, включая, к примеру, транспортную модернизацию железных дорог. Это менее очевидный способ стимулировать экономику, но продиктован он все тем же желанием. Принимая во внимание такие мелкие инициативы и тот факт, что правительство однозначно обеспокоено замедлением экономического роста, можно ожидать, что темпы роста в 2013 и 2014 годах останутся на достаточно высоких уровнях 7,3% и 7,8%, соответственно. Но это все же значительно ниже показателей, действовавших в период с конца 2009 по 2011 год.



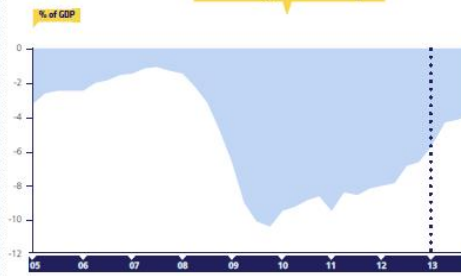
GRAPHIC 1

Global PMI manufacturing vs Global Industrial production



GRAPHIC 2

Federal budget deficit or surplus

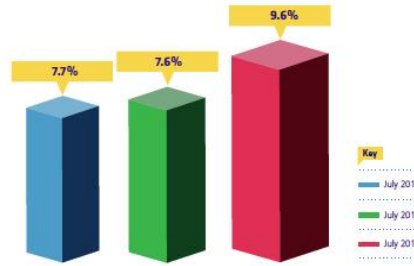


China's economic growth is on a steady track.

China has the conditions and the capability to reach the major goals the Chinese government set for economic growth this year.

Li Keqiang, Premier of China
June 29, 2012

China Q2 GDP



Key

- July 2013
- July 2012
- July 2011

Количественное смягчение до бесконечности - и обратно

«Теперь, когда щедрая раздача ликвидности от Федеральной резервной системы США подходит к концу, пришло время повернуться лицом к новой реальности»

Тайс Кнутсен, директор по инвестициям Saxo Privatbank

«Агрессивная денежно-кредитная политика не лишена побочных эффектов, и по мере восстановления экономики решение ФРС рассмотреть вопрос о сворачивании программы количественного смягчения выглядит вполне естественным»

«Если ФРС права в своем прогнозе устойчивого восстановления, то нет никаких причин ожидать продолжительного падения на фондовых рынках, для которых непрерывный экономический прогресс и рост доходов будет играть ключевую роль, и самый последний торговый период окажется всего лишь еще одной коррекцией».

«Банк Японии, по сути, включил печатный станок для финансирования дефицитов бюджета, тем самым увеличив риск гиперинфляции».

Последние несколько месяцев стали настоящим испытанием на прочность бывшей рыночной теории о бесконечности количественного смягчения. Теория эта заключалась в том, что крупные центральные банки будут бесконечно обеспечивать нас ликвидностью, а нам останется только откинуться в кресле и наслаждаться преимуществами спекулятивной торговли на разнице процентных ставок. Но председатель ФРС Бен Бернанке решил научить участников рынка новому слову – «сворачивание».

Новость о том, что ФРС собирается сворачивать, то есть постепенно сокращать ежемесячные покупки облигаций в рамках третьего этапа программы количественного смягчения, была не очень хорошо принята финансовыми рынками в мае и июне. Процентные ставки подскочили по всему спектру рынка, фондовые индексы обрушились, и особенно сильно пострадали те сегменты мировых финансовых рынков, которые, вероятно, раньше больше всех выигрывали от охоты за доходностью, в частности высокодоходные облигации и облигации развивающихся рынков. Цены на золото, поддержку которым долгое время оказывала идея о том, что центральные банки могут подрывать систему бумажных денег, также продолжили снижение.

Но давайте на секунду остановимся и вспомним, чего ФРС пытается добиться своей денежно-кредитной политикой. Ставка по федеральным фондам опустилась до текущего минимального значения в размере 0,25% в декабре 2008 года. Этим решением ФРС фактически достигла нулевой точки в своих возможностях влиять на экономическую активность традиционными методами. Чтобы и дальше поддерживать экономику и содействовать восстановлению балансов домохозяйств и финансовых институтов, ФРС запустила серию программ количественного смягчения: первый этап, второй этап, твист-операция и – с сентября 2012 года – третий этап. В рамках третьего этапа программы ФРС ежемесячно выкупала облигации на рекордную сумму в 85 млрд долларов, что соответствует более одному триллиону долларов в год.

Побочные эффекты

По большому счету, реализуемая США денежно-кредитная политика стимулировала не только восстановление экономики, но и более целенаправленную реструктуризацию финансового сектора, чем мы наблюдали в Европе или могли наблюдать в Японии в 1990-х гг. Однако агрессивная денежно-кредитная политика не лишена побочных эффектов, и по мере восстановления экономики решение ФРС рассмотреть вопрос о сворачивании программы количественного смягчения выглядит вполне естественным. Более того, в свете существенного улучшения состояния бюджета США и

вызванного этим уменьшения объемов выпуска облигаций, совершенно уместным представляется решение ФРС о сокращении их покупок. И наконец, в отличие от периода до начала финансового кризиса, ответственность за регулирование банковского и финансового сектора теперь несет ФРС, которая не может в той же степени игнорировать признаки «иррационального изобилия» на финансовых рынках.

Теперь вернемся в настоящее. Исходя из многочисленных комментариев ФРС, представленных с момента исходного предупреждения от 22 мая, наблюдается значительная степень уверенности в том, что сокращение ежемесячных объемов покупки облигаций начнется в текущем году и полностью завершится примерно в первом полугодии 2014 года. Для рынка долговых обязательств наиболее вероятным результатом представляется постепенное повышение доходности. Однако пока ставка по федеральным фондам зафиксирована на уровне всего в 0,25%, а показатель базовой инфляции приближается к минимуму за 50 лет, быстрый рост доходности кажется маловероятным.

Когда же можно ожидать повышения ставки по федеральным фондам? ФРС поставила условия для повышения ставок в случае сокращения уровня безработицы до 6,5% (сейчас составляет 7,4%), а также повышения инфляции до 2% (на данный момент базовый индекс PCE составляет всего 1,05%). Из двух вышеприведенных предпосылок более уязвимым является целевой показатель по безработице, в то время как инфляция, судя по всему, останется на очень низком уровне. Мы полагаем, что первое повышение ставки будет отсрочено до 2015 г. В настоящее время в стоимость фьючерсов на ставку по федеральным фондам заложено повышение ставки примерно на 75 базисных пунктов до конца 2015 года. Кроме того, подразумеваемые вероятности предусматривают более чем 40-процентный шанс на рост ставки уже в декабре 2014 года. Коротко говоря, рынки хорошо подготовлены к изменениям денежно-кредитной политики.

Можно утверждать, что самое сильное влияние проявится не на рынках государственных облигаций. Например, каждая программа количественного смягчения совпадала по времени с долговременным ростом курсов акций, равно как промежутки между программами количественного смягчения характеризовались упадком фондового рынка. Если ФРС права в своем прогнозе устойчивого восстановления, то нет никаких причин ожидать продолжительного падения на фондовых рынках, для которых непрерывный экономический прогресс и рост доходов будет играть ключевую роль, и самый последний торговый период окажется всего лишь еще одной коррекцией. Тем не менее, как ожидается, отказ от количественного смягчения повлияет на отношения между секторами и сократит ожидаемые доходы. Сворачивание программы количественного смягчения также может предвещать неприятности для категорий активов, которые в последние годы характеризовались самым существенным притоком капитала, в особенности корпоративные облигации и облигации развивающихся рынков.

Стабильный прогноз по Европе

В Европе прогноз по денежно-кредитной политике является стабильным. Мы ожидаем, что Европейский центральный банк будет поддерживать учетные ставки на рекордно низких уровнях в обозримом будущем, с тенденцией в направлении дальнейшего их урезания. Мы также полагаем, что ЕЦБ продолжит искать новые способы смягчения условий ликвидности, стремясь поддерживать восстановление экономики, противодействовать вызывающему спад влиянию финансово-бюджетной политики, а также обеспечивать дальнейшее восстановление балансовых показателей. В отличие от США, в Европе многое было достигнуто за счет устных обязательств по выполнению поставленной задачи «любой ценой». Хотя в Германии программа по прямым денежным операциям, направленная на сдерживание рыночной напряженности, была поставлена под сомнение, мы ожидаем, что приверженность решению данной задачи сохранится на периферийных рынках облигаций. Точнее говоря, мы полагаем, что ЕЦБ может пойти двумя разными путями. Мы предвидим новый этап сверхдолгосрочных операций РЕПО, направленных на фиксирование процентных ставок, а также изменения норм по гарантийному обеспечению и дисконту. Одним из вариантов являются

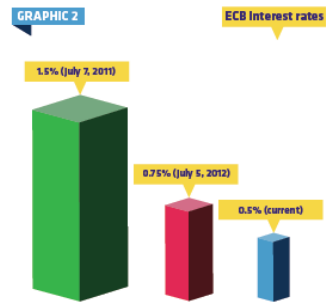
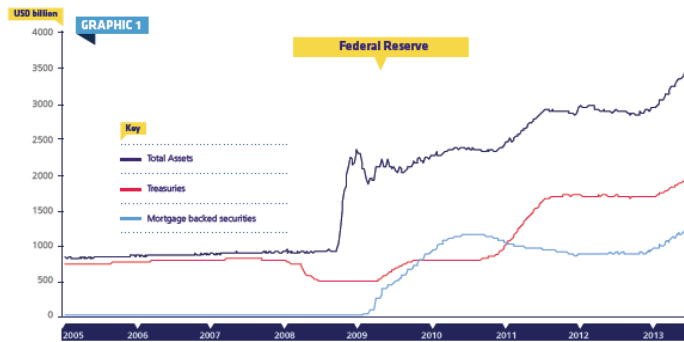
отрицательные ставки по депозитам, который, вероятно, будет зависеть от повышения стоимости евро. Другой путь предусматривает приобретение активов, в том числе обеспеченных активами ценных бумаг, с целью стимулирования роста объемов кредитования малого и среднего бизнеса (МСБ). Кроме того, еще предстоит решить все вопросы с банковским союзом, однако в этом отношении до грядущих в Германии выборов ожидается мало изменений.

Авантюра Абэ

ФРС может помышлять о сокращении программы количественного смягчения, но Банк Японии в текущем году нарастил темпы ее реализации до максимума. Изменение политики в деятельности самого зависимого из «Большой тройки» центральных банков уже было объявлено в прошлом году вступающим в тот момент в должность премьер-министром Синдзо Абэ. Под руководством нового главы Банка Японии Харухико Курода центральный банк заявил в апреле об удвоении объемов ежемесячной покупки облигаций до 7,5 трлн иен (70% выпускаемых правительством облигаций) и эффективном удвоении денежной массы в течение двух лет. Курода также пообещал достичь целевого показателя инфляции в размере 2% через два года, тем самым положив конец многолетнему периоду дефляции.

Новая стратегия Банка Японии является как минимум радикальной. Резкое повышение подразумеваемого уровня инфляции и падение стоимости иены ранее сразу навели на мысль об объективности данной политики. С учетом послаблений в финансово-бюджетной политике и структурных реформ, у Японии, как представляется, за многие годы появилось желание обеспечить подъем экономической деятельности. Будет ли данная цель достигнута или нет — это уже другой вопрос. Банк экспериментирует с количественным смягчением с 2001 года, и пока не особенно в этом преуспел. Кроме того, Банк Японии, по сути, включил печатный станок для финансирования дефицитов бюджета, тем самым увеличив риск гиперинфляции. Однако в настоящее время японская экономика движется в верном направлении. В целом же денежно-кредитная политика останется чрезвычайно гибкой в ближайшие годы.

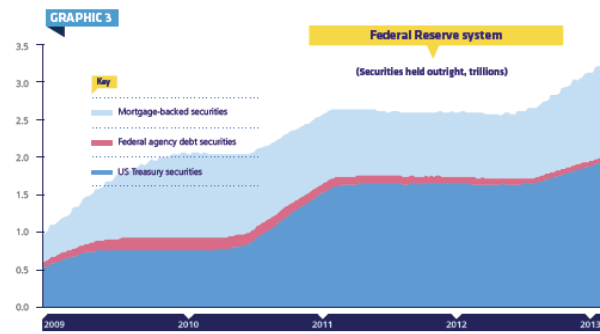
Мировая денежно-кредитная политика претерпела фундаментальные изменения с момента финансового кризиса и Великой рецессии. В действительности, ведущие центральные банки экспериментируют с денежно-кредитной политикой в масштабах, которые не наблюдались уже несколько поколений. Трудно утверждать, что агрессивное количественное смягчение вызвало повышение активности, но может быть правдивым и то, что без вмешательства все было бы еще хуже. До сих пор имеется мало доказательств того, что увеличение денежной базы вызывает инфляцию. Однако мы точно знаем, что вмешательство центрального банка затрудняет определение цены на финансовых рынках до такой степени, что при уменьшении активности центральных банков бывает трудно определить справедливую стоимость процентных ставок, а также фондовых рынков. Как представляется, именно это вызвало суматоху на рынках в мае и июне. Также очевидно, что политика центральных банков «Большой тройки» в ближайший год начнет расходиться. ФРС является пионером в данной сфере и одновременно с сокращением объемов покупок активов в текущем году она будет совместно с ЕЦБ и Банком Японии поддерживать учетные ставки на рекордно низких уровнях до 2015 года.



Overly long phases of low interest rates carry risks, that is undisputed.

It can lead to a misallocation of capital.

Joerg Asmussen, ECB executive board
July 15, 2013



Свет в конце тоннеля

«Следующие несколько месяцев принесут на рынок золота и серебра долгожданное спокойствие после насыщенного событиями первого полугодия. Нефть, между тем, продолжит консолидироваться, хотя ждать, что нефть WTI вернет себе историческую премию по отношению к нефти Brent, может только фантазер и мечтатель».

Оле Слот Хэнсен, стратег и директор отдела биржевых продуктов

"Главной темой последних недель стала нормализация ценовых взаимосвязей между эталонной нефтью Brent и американской нефтью WTI"

"В начале года многие аналитики все еще считали, что золото войдет в число лидеров роста в 2013 году. Поэтому резкий разворот ценовой динамики застал их врасплох, что привело к болезненным убыткам и нежеланию повторно входить в рынок"

С начала года меняющийся прогноз по факторам спроса и предложения создал для сырьевого рынка немало проблем. После нескольких лет головокружительного роста спроса, в частности, со стороны развивающихся экономик, и удорожания сырьевых активов, последующее наращивание объемов добычи в условиях начавшегося замедления темпов роста спроса наконец-то привело к ощутимым последствиям.

Оптимальные условия роста в Европе и США, пожалуй, сделали этот тренд наиболее заметным в сельскохозяйственном секторе: цена на предстоящий урожай упала из-за предполагаемого роста предложения этой осенью после засухи в прошлом году.

На экономическом фронте разочарование ростом китайской экономики и незатихающие разговоры о том, когда Федрезерв начнет выходить из политики количественного ослабления, привели к значительному падению цен на промышленные и драгоценные металлы. Сейчас рынок промышленных металлов гораздо лучше сбалансирован, чем в предыдущие годы, и, несмотря на то, что инвесторы заиклены на снижении спроса из-за роста предложения, следует помнить, что проблемы со спросом носят циклический характер. Мы не ждем существенного снижения от текущих уровней.

В секторе энергоносителей несколько подешевел природный газ, потому что теплое лето в США привело к снижению спроса на фоне активной добычи сланцевого газа и стабилизации на рынках нефти. Главной темой последних недель стала нормализация ценовых взаимосвязей между эталонной нефтью Brent и американской нефтью WTI. Но еще далеко не все гладко: множество горячих геополитических проблем побуждают спекулятивных инвесторов держать длинные позиции. Снижение темпов роста в Китае и США также может привести к развитию нисходящей ценовой динамики, хотя, на наш взгляд, это маловероятно.

Поддержка для сырой нефти

Мировые фундаментальные факторы, скорее всего, помогут стабилизировать цены на нефть в ближайшие месяцы. Начиная с апреля, цена на нефть Brent держится на уровне 110 долларов за баррель – то есть, ниже средней цены за последние два года. Избыточный объем предложения в условиях снижения деловой активности в развивающихся экономиках, особенно в Китае, снижает риск перебоев с поставками, что, в целом, указывает на дальнейшую консолидацию рынка в ближайшие месяцы.

Однако не исключено, что геополитические риски, а также сезонный рост спроса со стороны перерабатывающих предприятий после окончания периода техобслуживания, приведут к восстановлению ценовой динамики. Спекулятивные инвесторы делают ставку на рост цен на нефть Brent и WTI до новых исторических максимумов. Однако опыт прошлых лет показывает, что в этой ситуации высока вероятность масштабного падения, поскольку малейшая смена настроений на рынке в сочетании с укреплением доллара может привести к ликвидации длинных позиций и, соответственно, к снижению цен.

Американский рынок нефти наконец-то сумел решить свои инфраструктурные проблемы, связанные с увеличением объема добычи сланцевой нефти и нефтяного песка за последние несколько лет. Проблемы с хранением запасов в Кушинге, штат Оклахома - сюда доставляется сырая нефть WTI - спровоцировали серьезный ценовой разрыв между нефтью Brent и WTI: менее, чем полгода назад, разница в цене достигала 23 долларов за баррель. Однако в июле, благодаря увеличению пропускной способности трубопроводов и железной дороги, ведущей из добывающих предприятий в США в Кушинг, дисконт по отношению к нефти Brent постепенно улетучился, а застрявшая на материке нефть наконец-то начала поступать на перерабатывающие заводы - весьма своевременно, учитывая высокий сезонный спрос на бензин.

Мы полагаем, что в дальнейшем нефти WTI будет сложно вернуть себе историческую премию по отношению к Brent, скорее всего, она установится в районе 5 долларов и будет обусловлена стоимостью транспортировки. Показатель использования производственных мощностей на перерабатывающих предприятиях уже достиг восьмилетних максимумов, поэтому если нефть продолжит прибывать, они просто не будут успевать за спросом, а узкое место переключается с материка на побережье. В этой ситуации цена на нефть WTI может снизиться, чтобы отвоевать часть покупателей у импортируемой нефти, такой как Brent.

На международном уровне такой благоприятной обстановки по спросу и предложению не было уже много лет. Темпы роста спроса будут снижаться главным образом из-за охлаждения на развивающихся рынках, при этом предложение таких стран, как США, Канада и Бразилия, продолжит расти. Таким образом, ОПЕК окажется меж двух огней, с большими запасами неиспользованных добывающих мощностей, которые с легкостью помогут устранить любые проблемы с поставками.

Нефть Brent продолжит консолидироваться в диапазоне 100-114 долларов за баррель, при этом движение к верхней границе, вероятно, начнется в начале предстоящего периода. По мере приближения четвертого квартала и 2014 года будет расти вероятность движения цены к отметке 100 долларов за баррель.

Периодические перебои с поставками на фоне геополитических проблем не позволят ценам снизиться в ближайшей перспективе, однако нас тревожит увеличение спекулятивных позиций по сырой нефти обеих марок, поскольку любой намек на ухудшение прогноза по росту в США и/или Китае может спровоцировать закрытие длинных позиций.

Драгметаллы отступают

Оба рынка драгоценных металлов прочно застряли внизу рейтинговой таблицы активов, при этом за последние семь месяцев серебро потеряло более трети своей стоимости, а золото - более одной пятой. Многолетний рост цен, обеспечивавший золоту положительную доходность двенадцать лет подряд, завершился окончательно и бесповоротно. Теперь всех интересует только одно: продолжится ли падение.

Институциональные инвесторы в спешке покидают рынки драгметаллов, и, главным образом, рынок золота; эта динамика началась в октябре прошлого года и усилилась в апреле. Перед июльским ростом цен общие вложения в биржевые продукты (ETP) сократились на 25% (по данным Bloomberg),

а хеджевые фонды снизили свои чистые покупки на 84%. В начале года многие аналитики все еще считали, что золото войдет в число лидеров роста в 2013 году. Поэтому резкий разворот ценовой динамики застал их врасплох, что привело к болезненным убыткам и нежеланию повторно входить в рынок.

Давление на драгоценные металлы, вызванное неожиданной опалой у институциональных инвесторов, усилилось на фоне разворота в цикле процентных ставок США: реальная доходность начала расти из-за падения цен на облигации в условиях сдержанного прогноза по инфляции. Инвесторы принялись искать более привлекательные возможности на других рынках, в частности, на фондовом, где S&P 500 сейчас приносит доходность на уровне 18% в год. Впереди нас ждут новые препятствия, поскольку благоприятный прогноз по росту, особенно в развитых странах, привлекает инвесторов на рынки собственного капитала.

Мы считаем, что доллар США неплохо покажет себя в ближайшие месяцы, в том числе и благодаря прогнозу, что американская экономика будет расти быстрее экономики Европы и других стран. Это может стать дополнительным негативным фактором для драгоценных металлов. Однако большинство желающих продать золото уже сделали это, поэтому цены на этот драгметалл, скорее всего, будут охотно реагировать на благоприятные новости, такие как, например, известие о том, что ФРС США решила отложить или замедлить процесс сокращения QE; изменение текущих прогнозов по процентным ставкам; потенциальное сокращение объемов добычи, если цена упадет ниже отметки 1200 и надолго там задержится. Индекс американских золотых жуков NYSE - крупнейших золотодобывающих компаний - в этом году потерял уже 40%, а это говорит о том, что компаниям очень сложно поддерживать рентабельность.

Мы считаем, у золота есть неплохой шанс в течение ближайших месяцев вырасти до 1450 долларов за унцию. Сохранится высокий физический спрос со стороны азиатских стран и центральных банков в развивающихся экономиках, а падение спроса со стороны ЕТР уже практически остановилось. Таким образом, некоторые инвесторы могут решиться сыграть на низких ценах, особенно если не будет интересных инвестиционных возможностей в других классах активов. Как бы то ни было, возобновление спада может обусловить движение ниже 1090 долларов - это 50% коррекции после роста за последние двенадцать лет.

Товарные фьючерсы	
Риски роста	Риски снижения
Геополитические события/опасения	Экономика Китая продолжает сбавлять обороты
Забастовки/трудовые споры в ключевых добывающих отраслях	Отсутствие доверия к сделкам с сырьевыми активами
Девальвация доллара	Коррекция на ключевых фондовых рынках
Сокращение объемов добычи из-за падения рентабельности	Избыточное спекулятивное позиционирование
Рост предельных производственных расходов	Объем добычи догнал спрос, что грозит ростом объема запасов

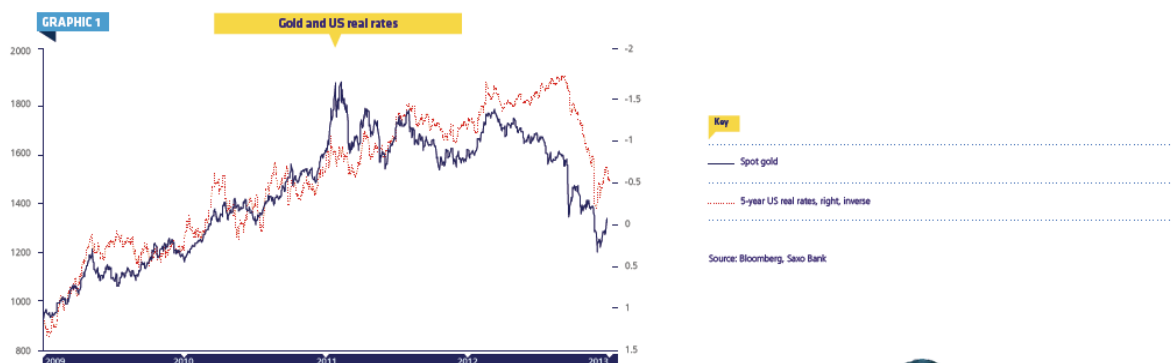
Энергетический сектор	
Риски роста	Риски снижения
Производителям нефти нужны высокие цены, чтобы финансировать государственные расходы	Спекулятивное позиционирование достигло рекордных высот по нефти Brent и по нефти WTI.
Геополитическая напряженность: Иран, Ирак, Ливия, Судан, Сирия и Египет	Как ни странно, предложение со стороны стран, не входящих в ОПЕК, продолжает расти
Новые технологии добычи, в частности, сланцевой нефти и глубоководных месторождений, ведут к росту производственных затрат	Рост объема добычи сланцевой нефти в США ведет к сокращению импорта
Рост мировой экономики превысит ожидания	Падение спроса в Азии, в частности, в Китае, Южной Корее и Японии, приведет к снижению уровня запасов

Рынок драгметаллов	
Риски роста	Риски снижения
Долговой кризис в Еврозоне зайдет на новый виток	Доходность по облигациям будет расти
Снизятся темпы роста американской экономики - сокращение QE будет отсрочено	Сдержанный прогноз по инфляции
Уверенный физический спрос со стороны ЦБ и частных покупателей	Благоприятные ожидания по росту
Рост затрат может вынудить горнодобывающие предприятия поднять цены	Ликвидация длинных позиций по биржевым продуктам
Рост инфляционных ожиданий	Укрепление доллара

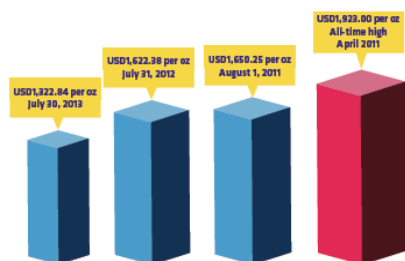
Подведем итоги

Итак, невзирая на геополитические проблемы и прочие непредвиденные обстоятельства, ближайшее будущее товарно-сырьевого сектора не кажется нам увлекательным. Золото и серебро, вероятно, сумеют частично восстановить позиции, нефть будет олицетворением стабильности, а цены на сельскохозяйственные активы упадут в ответ на увеличение предложения.

Да, ничего интересного, но иногда рынку нужно просто перевести дух. Всю первую половину 2013 года цены на золото и серебро были крайне волатильными, поэтому, думаю, многие будут рады этой передышке.



GRAPHIC 2



We see the potential for gold reaching USD 1,450 per ounce over the coming months.

Physical demand, especially from Asia and central bank demand from emerging economies remains robust and the reduction in paper demand through ETPs has almost stopped.

Ole Hansen, Head of Commodity Strategy at Saxo Bank
July 2013