

КЛЮЧЕВЫЕ  
СТРАТЕГИИ

1-ГО КВАРТАЛА 2016

КРЕДИТНЫЙ ГЭП

MIND THE GAP

# Новое начало

В начале нового года мы всегда испытываем оптимизм и верим в то, что судьба и наши собственные усилия принесут нам удачу. Это относится не только к личной жизни, но и к работе, а для тех из нас, кто трудится на финансовых рынках, это особенно актуально.

В прошлом месяце Федеральный комитет по открытым рынкам ФРС США повысил ставку первый раз почти за десять лет, ознаменовав тем самым окончание затянувшейся эры дешевых денег. Данное повышение - первое действительно значимое изменение в многолетнем экономическом цикле: для многих молодых трейдеров это первое повышение ставки за всю их профессиональную деятельность.

Вот почему в новом году нам потребуется проявить еще больше бдительности и осторожности. Процентные ставки в США имеют первостепенную значимость для наших позиций, но есть и другие факторы риска.

Экономика Еврозоны по-прежнему уязвима, даже несмотря на некоторое восстановление. Положение Великобритании в Европейском Союзе под вопросом. Греция по-прежнему в экономическом тупике, а Испания рискует загнать себя в тупик политический. Война в Сирии, обвал цен на нефть и состояние китайской экономики также дают немало поводов для беспокойства.

В конечном счете, каждый из нас сам отвечает за свои торговые решения, однако в поисках вдохновения можно обратиться и к другим источникам. Вот почему мы попросили нашу команду экспертов поделиться своими лучшими торговыми стратегиями на предстоящий год. Надеемся, они вас вдохновят!

С наилучшими пожеланиями счастья и процветания в 2016 году,

**Ким Фурнэ**

Генеральный директор и сооснователь Saxo Bank

## Тёмный тоннель



СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

**Оле С. Хансен**

Глава отдела стратегий  
на товарно-сырьевом рынке

## На подъеме



МАКРОЭКОНОМИКА

**Мадс Койфойд**

Глава отдела макроэкономической  
стратегии

## Закручивание гаек



FOREX

**Джон Харди**

Глава отдела стратегий  
на валютном рынке

## Новое начало

ВВЕДЕНИЕ

**Ким Фурнэ**

Генеральный директор и сооснователь Saxo Bank

## Возможен гэп



ТЕКУЩИЙ КВАРТАЛ

**Стин Якобсен**

Главный экономист

## Прощайте, дешевые деньги



ОБЛИГАЦИИ

**Саймон Фасдал**

Глава отдела торговли ценными  
бумагами с фиксированной стоимостью

## Красная огненная обезьяна



АРАС

**Кей Ван-Петерсен**

Стратег по экономике  
азиатского региона

## Эндшпиль энергетического рынка



АКЦИИ

**Питер Гарнри**

Глава отдела стратегий  
на фондовом рынке

## Нелегкая судьба Польши



ЕВРОПА

**Кристофер Дембик**

Экономист



# Возможен ГЭП

ТЕКУЩИЙ КВАРТАЛ

Стин Якобсен

Главный экономист

Начало нового цикла повышения процентных ставок сделает этот квартал сложным для трейдеров, привыкших к адаптивному фону, но приверженность ФРС к нормализации будет, в конечном счете, полезной для всех нас.





Лишь немногие люди даже на финансовых рынках в полной мере осознают, что в экономике практически все зависит от "стоимости денег".

Прибыли, рост, занятость, бюджеты и инфляция - все это лишь производные стоимости денег. Конечно, рост, прибыли и все остальное тоже важны, но это они определяются стоимостью денег, а не наоборот.

Стоимость денег, которая, разумеется, определяется процентной ставкой, это входные данные для экономики, для того "черного ящика", содержимое которого неизвестно даже экономистам.

Несмотря на 100 лет исследований в области экономики, мы о нем почти ничего не знаем. Экономiku не зря называют «мрачной наукой»!

Взять хотя бы последнюю теорию «длительного спада», возникшую в результате изучения рецессии в Японии, при которой процентные ставки, то есть стоимость денег, искусственно сдерживались на низких уровнях в течение длительного времени. Теоретически, экономика в этих условиях получает мощный стимул, но этого не произошло, поскольку стоимость денег должна соотноситься с "предельной или маржинальной стоимостью капитала".

Изучая экономику в университете почти сотню лет назад, я усвоил две вещи.

Первое - стоимость денег нужно соотносить с предельной стоимостью капитала. Деньги должны направляться в инвестиции и заемщикам с максимальной потенциальной доходностью. Мы же сделали прямо противоположное - и сейчас мы завершаем период распределения средств с максимальным предельным протекционизмом.

Второе - это закон Сэя: предложение рождает спрос. Спрос не существует сам по себе, он "создается" через стоимость денег и инновации. По сути, это все, что вам нужно знать про экономику. Если вы поймете эти две вещи, то будете подкованы лучше 90% всех экономистов.

Прогноз на 1 квартал посвящен аспектам, которые требуют от нас повышенной бдительности - чистым изменениям в движении денежных средств, принципам функционирования дефолтов по кредитам и тому, как на протяжении истории менялся рынок во время циклов повышения ставки ФРС.

Я на финансовых рынках с конца 1980-х (да, и это грустно), и за всю мою карьеру трейдера и экономиста на моей памяти было всего лишь четыре, а в реальности три повышения

ставок. (в 1997 году ставка была повышена лишь один раз на 25 базисных пунктов, и это "циклом" назвать сложно).

Table 2: Size and Length of Federal Reserve Tightening Cycles

| Starting Funds Rate Target (%) | First Rate Hike Date | Rate Hike Size (bps) | Full Cycle Length (months) | Number of Rate Hikes | Terminal Funds Rate Target (%) |
|--------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|--------------------------------|
| 5.50                           | 4-Feb-94             | 25                   | 13                         | 300                  | 7                              |
| 5.25                           | 23-Mar-97            | 25                   | 1                          | 25                   | 1                              |
| 4.75                           | 30-Jun-00            | 25                   | 12                         | 175                  | 8                              |
| 4.25                           | 30-Jun-06            | 25                   | 25                         | 425                  | 17                             |

Нажмите, чтобы посмотреть графики в полном размере

Большинству трейдеров, которые торгуют сегодня (в лучшем случае, конечно, с помощью платформы SaxoTraderGo), неизвестно, что такое рост стоимости денег, поэтому они весьма отдаленно представляют себе задействованные при этом механизмы.

В целом, с тех пор, как я начал заниматься торговлей, стоимость денег и инфляция устойчиво движутся лишь в одном направлении - вниз.



Нажмите, чтобы посмотреть графики в полном размере

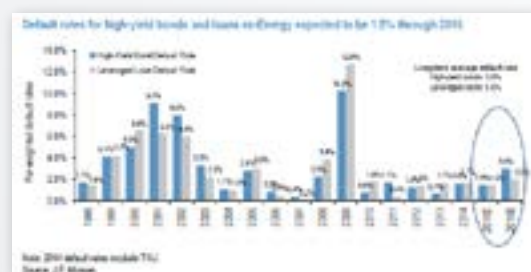
“Большинству трейдеров, которые торгуют сегодня (в лучшем случае, конечно, с помощью платформы SaxoTraderGo), неизвестно, что такое рост стоимости денег, поэтому они весьма отдаленно представляют себе задействованные при этом механизмы..”

## Несколько подсказок:

- ФРС, как правило, делает то, что обещает. Рынок на этот раз снова пытается обесценить обещание регулятора повысить процентные ставки, однако ФРС выполняет обещания, а зачастую, даже перевыполняет.

- Курс доллара находится в обратной зависимости от направления движения процентных ставок. Иными словами: доллар дешевеет, когда Федрезерв повышает ставки.

- Средний процент дефолтов увеличивался от уровня зачастую ниже 1-2% до более чем 10% в период полного цикла ставки - усиливая процесс "очистения" и устраняя неэффективные инвестиции.



Нажмите, чтобы посмотреть  
графики в полном размере

Однако основная суть вот в чем: повышение ставки ФРС, как правило, завершает период "аномальных условий" - зачастую, характеризующийся ростом спекуляций и, несомненно, неэффективных инвестиций, когда одна или две отрасли экономики слишком долго наслаждаются притоком капиталов. То есть, экономика НЕ соотносит стоимость денег с предельной стоимостью капитала.

Первый квартал будет тяжелым стартом года, спутанным, с высокой волатильностью и множеством догадок относительно политики ФРС; но главное понять, что переход от аномальных условий к модели предельной стоимости капитала - это хорошая новость. Когда деньги перемещаются свободно и распределяются рынком, выигрывают все.

Проигравших нет - если не считать ленивых инвесторов, привыкших прятаться за политикой протекционизма - в целом, повышение ставки ФРС - это признак выздоровления, а не болезни.

Стоимость денег растет уже почти 18 месяцев, просто сейчас "учетные ставки = ставки Центробанка": Это рейтинг ВАА агентства Moody's - транш с самым низким инвестиционным уровнем:



Нажмите, чтобы посмотреть  
графики в полном размере

Пользуйтесь волатильностью, чтобы поучаствовать в сделках с рисковыми активами в 1 квартале: в 2016 году представится множество возможностей, поскольку на рынке начнется перезагрузка и оживление. Рост предельной стоимости капитала, возможно, окажет стимулирующее воздействие на экономику, что станет главным сюрпризом 2016 года. Возможно, Уинстон Черчилль в чем-то был прав:

*«Врожденный порок капитализма - неравное распределение благ; врожденное достоинство социализма — равное распределение нищеты».* — Уинстон Черчилль

**“Первый квартал будет тяжелым стартом года, спутанным, с высокой волатильностью и множеством догадок относительно политики ФРС; но главное понять, что переход от аномальных условий к модели предельной стоимости капитала - это хорошая новость.”**





# Тёмный тоннель

СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

**Оле С. Хансен**

*Глава отдела стратегий  
на товарно-сырьевом рынке*

2015 год стал кошмарным для товарно-сырьевого комплекса. Нефть прочертила резко уходящую вниз линию, задав направление всем остальным отраслям. Сейчас в конце тоннеля едва брезжит свет, лишь слабо освещая начало нового 2016 года.





В начале 2016 года положение сырьевых рынков останется затруднительным. После того как в 2014 году сырьевой индекс Bloomberg установил промежуточный максимум, в течение пяти последующих кварталов из шести наблюдалась нисходящая динамика. Особенно тяжелой оказалась вторая половина 2015 года. Индекс вернулся к самой низкой отметке с 1999 года, полностью уничтожив все достижения, полученные за годы бурного роста развивающихся рынков под эгидой Китая.

Стимулированные возможностью брать дешевые кредиты в долларах и необходимостью удовлетворять высокий спрос со стороны Китая и других развивающихся рынков, производители сырья заболели инвестиционной лихорадкой, которая продолжалась с 2009 по 2014 год. В результате чрезмерных инвестиций в производство, а также замедления развития стран с развивающейся экономикой во главе с Китаем и укрепления курса доллара образовался порочный круг из падающих цен и дефляции затрат, из которого рынок, и в первую очередь отрасли сырой нефти и промышленных металлов, никак не могут выбраться.

Образовавшийся избыток предложения можно ликвидировать либо за счет наращивания спроса, либо за счет коррекции объемов производства. Однако добиться такой коррекции сложно, потому что в условиях падающих цен производители по возможности еще больше увеличивают производство, чтобы защитить свои доходы. Мы ожидаем, что битва за рыночную долю неизбежно приведет к потерям на рынках металлов и, в особенности, нефти, и это поможет им восстановить равновесие во второй половине года.

В результате резкого ухудшения ценовой динамики цены многих ключевых сырьевых товаров сравнялись с себестоимостью производства и даже опустились ниже этого уровня. В конечном итоге это обстоятельство должно ускорить процесс стабилизации рынка. Несмотря на то, что производители пострадали от обвала цен, они также увидели снижение производственных издержек, так как уменьшились расходы на рабочую силу и энергию.

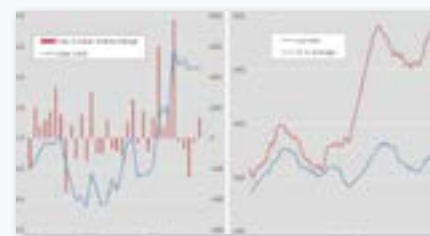
Все это только продлевает цикл падения.

### НЕФТЬ НЕ МОЖЕТ ВЫРВАТЬСЯ ИЗ ПОРОЧНОГО КРУГА

Первый квартал может стать худшим в текущем цикле для многострадального рынка нефти. После отмены санкций в отношении Ирана вероятно увеличение экспортных поставок на и без того затоваренный рынок, сначала за счет нефти из плавучих нефтехранилищ, а затем за счет увеличения добычи на 500 000 баррелей в сутки. В США в первые четыре месяца года запасы обычно увеличиваются. Все это может создать дополнительные сложности для управления запасами в Кушинге, центре поставки нефти сорта WTI, торгуемой по фьючерсным контрактам.

Хотя США отменили 40-летний запрет на экспорт нефти, это не значит, что в ближайшем будущем поставки на мировой рынок увеличатся. Однако в итоге это решение продлит период низких цен на нефть, так как когда экономические условия для экспорта станут благоприятными, более 100 миллионов баррелей, находящихся сегодня в хранилищах, хлынут на мировой рынок.

Покупатели откликнулись на снижение цен на нефть, и в 2016 году спрос на этот энергоноситель снова должен быть высоким. Повышенный интерес к покупке нефти в сочетании с ожидаемым замедлением добычи за пределами ОПЕК в конце концов поможет выровнять баланс на рынке. Но пока что накануне 2016 года предложение по-прежнему было в избытке, и в течение большей части года ценам будет сложно подняться выше. Нужно, чтобы цены оставались на безопасном расстоянии от уровней, при которых американские производители, особенно работающие на сланцевых месторождениях, почувствуют соблазн увеличить производство.



Нажмите, чтобы посмотреть  
графики в полном размере

Недавно бывший генеральный директор ВР назвал искусство прогнозирования играми глупцов, в которых помимо фундаментальных факторов, существует еще множество переменных - например, религия и политика – поэтому в ближайшие месяцы может случиться все что угодно.

Однако в первом квартале цена на нефть, вероятнее всего, продолжит падать. Сорт Brent, скорее всего, будет торговаться в диапазоне 35-40 долларов за баррель, постоянно рискуя скатиться еще ниже. В течение 2016 года рынок начнет постепенно приходить в равновесие, и это поможет ценам вернуться к значениям 55-60 долларов за баррель к концу года.

Теперь, когда ОПЕК отказалась соблюдать условия политики, предусматривающей лимит на добычу нефти, лучшим другом и единственной надеждой для нефтяного рынка остаются спекулянты, которые за четвертый квартал накопили рекордную короткую позицию по сортам Brent и WTI. Малейшее изменение прогнозов может спровоцировать массовое закрытие коротких позиций, наподобие того, что мы наблюдали в августе, когда всего за три дня цена на энергоноситель подскочила на 25%.

### ЗОЛОТО СТРЕМИТСЯ К УРОВНЮ 1000 ДОЛЛАРОВ ЗА УНЦИЮ

В декабре, наконец, было объявлено о начале первого за девять лет цикла повышения процентных ставок ФРС, что устранило фактор неопределенности, который влиял на торговлю драгоценными металлами в течение многих месяцев. До этого момента желтый металл почти непрерывно падал в цене с 2012 года.

Одними из главных движущих факторов снижения цены были рост курса доллара, низкая инфляция, уменьшение спроса на активы-убежища и, наконец, перспектива повышения процентных ставок в США.

В прошлом году инвесторы в биржевые индексные фонды сократили вложения на 9% — до минимального уровня с начала 2009 года, а хедж-фонды впервые в истории сформировали



чистую короткую позицию на рынке фьючерсов. В первом квартале условия для драгоценных металлов по-прежнему будут не самыми благоприятными, так как инвесторы, вероятнее всего, используют повышение процентных ставок в США и продолжающиеся в Европе и Китае меры по количественному смягчению как повод для покупки доллара.

Однако напряженная ситуация на рынках высокодоходных корпоративных и государственных облигаций может стать фактором, который ограничит рост доллара.

Многое зависит от того, какой информацией о своих дальнейших действиях будет снабжать рынок Федеральный комитет по операциям на открытом рынке в ближайшие месяцы. Прогнозы рынка относительно траектории процентных ставок в 2016 году куда менее смелые, чем собственные оценки FOMC, поэтому игроки продолжают внимательно следить за новыми экономическими данными.



Нажмите, чтобы посмотреть  
графики в полном размере

Для золота ключевыми движущими факторами будут курс доллара, ставки доходности по облигациям и ожидания в отношении инфляции. Только когда изменится текущая динамика, инвесторы начнут возвращаться на рынок желтого металла. Исходя из этого мы предполагаем, что золото рискует продолжить падение в первом квартале, но не ниже отметки 1000 долларов за унцию, после чего оно начнет восстанавливаться и к концу года вернется к уровню 1200 долларов.

В течение последних нескольких лет серебро находилось в тени золота, но сейчас мы наблюдаем признаки возрождающейся поддержки.

Из-за уменьшения предложения этого металла по причине сокращения добычи других металлов, где серебро является побочным продуктом, и увеличения спроса в отрасли возобновляемых ресурсов в 2016 году серебро может превзойти золото по темпам роста.

В начале 2016 года, когда проявится негативное влияние доллара, мы предпочитаем торговать золотом против серебра, так как эта позиция не связана напрямую с американской валютой.

Как только доллар стабилизируется и/или на рынке металлов возобновится положительная динамика, мы намерены изменить нашу стратегию на длинную позицию по XAGUSD.

## Сырая нефть

| Факторы роста цен                                                                                                                  | Факторы снижения цен                                                                                                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Более сильное, чем ожидалось, сокращение добычи за пределами ОПЕК, особенно в американском сланцевом секторе                       | Увеличение поставок из Ирана и, возможно, Ливии                                                                            |
| Коррекция рекордной короткой позиции на рынке фьючерсов                                                                            | Заполнение хранилищ до того, как начнется значимое сокращение производства                                                 |
| Сокращение производства странами ОПЕК и странами, не входящими в эту группу, в двустороннем порядке или по взаимной договоренности | Сохранение стабильно высокого предложения в США благодаря растущим объемам добычи на месторождениях в Мексиканском заливе. |
| Событие геополитической важности в одной из ключевых нефтедобывающих стран                                                         | Снижение курса юаня как негативный фактор для циклических сырьевых товаров, включая такие товары, как энергоресурсы        |

## Драгоценные металлы

| Факторы роста цен                                                               | Факторы снижения цен                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Напряжение обстановки на рынке высокодоходных долговых обязательств             | Рост курса доллара на фоне увеличения процентных ставок в США и мер по количественному смягчению в других странах мира     |
| Корректировка хедж-фондами позиции до нейтральной                               | Возможность того, что участники рынка начнут закладывать в цены принятую ФРС стратегию резкого повышения процентных ставок |
| Увеличение спроса в Китае на фоне снижения курса юаня                           |                                                                                                                            |
| Рост инфляции в результате уменьшения основного эффекта от падения цен на нефть |                                                                                                                            |



# На подъеме

МАКРОЭКОНОМИКА

**Мадс Койфойд**

*Глава отдела макроэкономической стратегии*

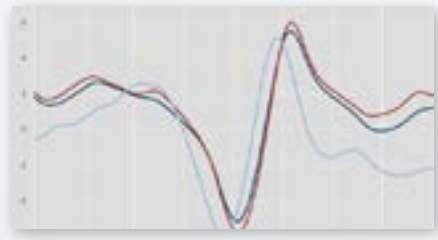
В прошлом месяце Федеральная резервная система осторожно начала новый цикл повышения процентных ставок, и если уже подготовленные в экономическом плане США легко проглотят это решение, то развивающиеся рынки могут столкнуться с трудностями.





Наконец, это случилось. Спустя почти десять лет Федеральный комитет по операциям на открытом рынке сделал первый шаг и повысил ключевую процентную ставку на четверть пункта. Впервые с июня 2004 года рынки и экономики наблюдают за тем, как центральный банк США жмет на тормоза, пусть даже и осторожно.

Повышение ставки означает не только увеличение стоимости капитала в стране с крупнейшей в мире экономикой, но и то, что теперь США и Еврозона придерживаются противоположных курсов денежно-кредитной политики, потому что последняя недавно еще сильнее надала газ, снизив в начале декабря ставку по депозитам и продлив срок действия программы количественного смягчения. Как поведет себя американская экономика в условиях более высоких процентных ставок и что будет с развивающимися рынками?



Нажмите, чтобы посмотреть  
графики в полном размере

Преобладает мнение, что американская экономика еще недостаточно крепкая для того, чтобы функционировать в условиях более высоких процентных ставок, даже если темпы роста зарплат останутся низкими. Но также очевидно, что цикл повышения ставок окажет давление на экономику. Это вполне объяснимо, принимая во внимание всем известный факт, что при увеличении стоимости капитала инвестиции и потребление снижаются.

Федеральная резервная система повышает ставки, чтобы «охладить» экономику перед лицом угрозы роста инфляции. Но текущий период подъема экономики отличается от предыдущих. В конечном счете, более высокие ставки действительно «охладят» экономику, но это необязательно произойдет в 2016 году и уж точно не в первом квартале. Напротив, повышение ставок может обеспечить кратковременное увеличение темпов роста экономики.

Повысив процентную ставку, Федеральный комитет по операциям на открытом рынке подал сигнал о том, что экономика устойчивая, и это может (и должно) придать больше уверенности потребителям и инвесторам, а также улучшить доходы банков, что, в свою очередь, может привести к дополнительному смягчению условий кредитования. Чуть более высокая процентная ставка по ипотеке, потребительскому кредиту или какому-либо другому займу не затормозит развитие экономики. Скорее, повышение процентных ставок означает процентные выплаты, следовательно, потребителям на самом деле нужно меньше экономить, чтобы поддерживать выплаты по процентам на неизменном уровне.

Как следствие, я ожидаю, что в этом году американская экономика покажет рост приблизительно на 2,5%, как и в прошлом году, но что важно, вклад в виде таких положительных факторов, как кратковременных периодов низких цен на нефть и роста курса доллара, будет меньше. Потребительские расходы вырастут на 3%, государственные расходы также во многом повлияют на активность, инвестиционные расходы останутся устойчивыми.

Пока еще слишком рано ожидать, что более высокие процентные ставки подорвут развитие американской экономики. В действительности Федеральный комитет по операциям на открытом рынке может повышать ставки быстрее, чем в настоящий момент заложено в рыночных ценах. Участники рынка всегда скептически оценивали темпы повышения ставок в цикле, и сейчас они учитывают повышение всего на 65 базисных пунктов в течение ближайших двенадцати месяцев.

В то же время будущее развивающихся рынков представляется более мрачным, причем не только по причине текущей переориентации экономики Китая на потребительский сектор.

Постепенный отказ Китая от экономики, основанной на экспорте и инвестициях, как и ожидалось, привел к снижению темпов роста. В этом году и в ближайшем будущем нисходящая динамика будет сохраняться. В частности, в результате вмешательства властей в прошлом году, в том числе посредством снижения ключевой ставки кредитования в общей сложности на 125 базисных пунктов, в 2016-м развитие экономики замедлится до 6,3%.

Эти меры затягивают процесс внутренней перестройки экономики, но поддерживают рост в краткосрочной перспективе, и только поэтому наш прогноз не оказался еще ниже. Независимо от степени замедления экономического развития в Китае, его последствия будут ощущаться за пределами Поднебесной, потому что эта страна уменьшила спрос на сырьевые товары, в особенности металлы. Избыток предложения по-прежнему значительный, и поскольку производители не спешат сокращать капиталовложения, цены на металлы в этом году останутся низкими, что окажет давление на страны-производителей.

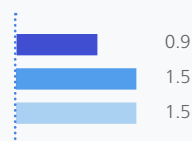
Мировая экономика сохранит устойчивость в условиях первого за десять лет цикла повышения процентных ставок в США, но прогноз складывается более благоприятно для развитых, нежели для развивающихся экономик. Американский потребитель готов увеличивать расходы, так как уменьшилась безработица и улучшились балансы бюджетов, а в Еврозоне экономика медленно продолжает восстанавливаться, благодаря мягким условиям денежно-кредитной политики ЕЦБ и низкому курсу евро.



Нажмите, чтобы посмотреть  
графики в полном размере

Реформы проводятся ограниченно и неравномерно, но на данном этапе циклические факторы окажутся сильнее. Темпы роста китайской экономики замедлятся наряду с общими темпами на развивающихся рынках, но устойчивость развитых экономик окажет более сильное воздействие. Последствия увеличения стоимости капитала по-разному скажутся на экономиках, при этом сейчас они не будут исключительно отрицательными, поэтому темпы роста мировой экономики немного повысятся.

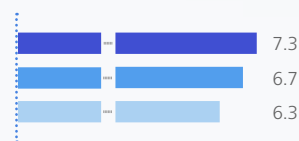
Рост ВВП в % в 2014, 2015\* и 2016\*



Рост расходов в частном секторе и мягкие условия денежно-кредитной политики. Низкие цены на энергоресурсы и низкий курс евро.



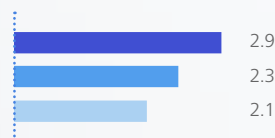
В некоторых странах Еврозоны по-прежнему не хватает структурных реформ. Напряженная геополитическая обстановка.



Смягчение некоторых условий налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.



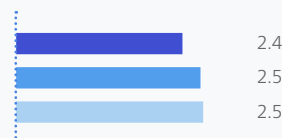
Concerns about credit growth will see authorities refrain from large-scale stimulus. Rebalancing towards consumption will hurt growth.



Активный рост частного сектора.



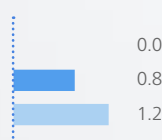
Существенное замедление развития жилищного сектора. Рост курса фунта.



Увеличение потребительской активности, восстановление жилищного рынка и низкие цены на энергоресурсы.



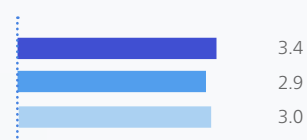
Рост курса доллара, чрезмерная реакция рынка на решение о повышении процентных ставок.



Возможное дополнительное стимулирование с помощью мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в целях остановки процесса замедления экономического развития.



Нехватка структурных реформ.



Падение цен на энергоресурсы и отказ развитых экономик от мер жесткой экономии.



Более сильное, чем ожидалось, замедление экономики Китая и других развивающихся стран, возможно, по причине повышения процентных ставок в США.

Ключ

Рост ВВП 2014

Рост ВВП 2015

Рост ВВП 2016

Факторы роста

Факторы снижения

Оценки ВВП (валового внутреннего продукта) отражают изменения в годовом выражении и с поправкой на инфляцию (в процентах). Значения за 2014 г. фактические, за 2015 г. и 2016 г. прогнозные.

# #SaxoStrats на TradingFloor.com

## Бразилия на нижнем пределе в 4 квартале?

В предстоящий год Олимпийских Игр у принимающей их Бразилии будет чуть больше поводов для радости, если ей удастся увернуться от двойного удара в виде экономического ослабления Китая и укрепления курса доллара.

[Подробнее...](#)

## Европейские банки двигаются к прибыли

2015 год был тяжелым для европейских банков, но в прошлом месяце центральные банки приняли ряд своевременных мер и эта стратегия принесла неплохие результаты.

[Подробнее...](#)

*Мы демонстрируем лишь некоторые стратегии #SaxoStrats. Перейдите по ссылкам, чтобы посмотреть больше мнений наших экспертов.*

## #SaxoStrats

Актуальные торговые идеи и стратегии от нашей команды экспертов.

Все сделки включают в себя точку входа, стоп, целевой уровень и период инвестирования.

**Ваша следующая сделка.**

**ПОДПИСАТЬСЯ**





## Закручивание гаек

FOREX

**Джон Харди**

*Глава отдела стратегий на валютном рынке*

Федрезерв США в декабре осуществил долгожданное повышение процентной ставки, и теперь перспективы мировых валют будут зависеть от ожиданий в отношении темпов и масштабов следующих повышений ставки ФРС. Самым очевидным прогнозом является укрепление USD.





В конце 2015 года на рынке произошел сдвиг парадигмы, поскольку Федрезерв впервые за девять с лишним лет, наконец-то, повысил ставку. После предпринимавшейся в течение почти всего 2015 года серии неуклюжих попыток обозначить перед рынком свои дальнейшие намерения, глава ФРС Джанет Йеллен на декабрьском заседании Комитета по операциям на открытом рынке, наконец-то, нажала на спусковой крючок. Более того, прогноз ЦБ по темпам ужесточения в 2016 году предполагает, что в среднем ставка будет повышаться на 25 б.п. на каждом втором заседании FOMC (хотя ЦБ уже дал понять, что совсем не одобряет «механический» подход к ужесточению, подобный тому, который практиковался в последние годы эры Гринспена).

Теперь, когда Федрезерв снова занялся активной коррекцией политики процентных ставок, перспективы мировых рынков и всех валют, основных и второстепенных, сильнее, чем когда бы то ни было, зависят от дальнейших повышений ставки Федрезерва и от коррекции ожиданий рынка в отношении темпов этого ужесточения

Практически весь конец 2015 года рынки провели, нервозно оценивая последствия запуска нового цикла ужесточения ФРС, вне зависимости от того, насколько скромным будет размер ожидаемого повышения ставки. Сильнее прочих лихорадило валюты развивающихся рынков – в отдельных случаях они даже обваливались. В частности, это произошло с зависимым от нефти российским рублем и казахским тенге, а также с южноафриканским рандом, находящимся под гнетом политических и экономических проблем.

Затем декабрьское заседание ЕЦБ спровоцировало коррекцию и массовую ликвидацию коротких позиций по евро и длинных по доллару, поскольку европейский ЦБ не оправдал прогнозов. Банк не стал увеличивать размер программы покупки активов - он просто понизил отрицательную ставку по депозитам еще на 10 б.п., а также продлил срок действия QE на 6 месяцев.

После такого решения, а также с учетом забрезживших перспектив восстановления экономики Еврозоны, мы считаем многообещающим сценарием вариант, в рамках которого программа QE ЕЦБ будет завершена после марта 2017 года. Еще одним признаком того, что цикл понижения ставок близок к своему завершению, стала позиция Резервных Банков Австралии и Новой Зеландии, которые в своих заявлениях также продемонстрировали более нейтральный настрой.

Центробанк, заведующий главной мировой резервной валютой, вошел в режим ужесточения, в то время как другие ключевые мировые ЦБ, как ожидается, будут отходить от курса на смягчение, и это означает ужесточение условий для ликвидности на мировых рынках, что в ближайший год чревато значительным ростом волатильности по всем классам активов.

В подобной ситуации рынок будет чутко реагировать на поступающие данные и вознаграждать государства, в которых макроэкономический фундамент будет укрепляться, позволяя им адаптироваться к менее аккомодационной политике национальных Центробанков. Это будет влиять на общий режим тяги к рискам/уклонения от них, однако в большей степени в центре внимания окажется, на наш взгляд, влияние ужесточения

монетарной политики на цикл кредитования, который в странах G10 находится на очень разных стадиях, что мы обсудим ниже.

Это может означать, что развивающиеся государства с самыми большими дефицитами платежных балансов останутся в 2016 году под давлением, если не смогут продемонстрировать явного улучшения своего макрофундамента – в данном случае речь идет о ZAR и TRY. Однако каждая развивающаяся страна/ее валюта, вероятно, будут оцениваться на основании индивидуальных заслуг, поскольку единообразный, унифицированный подход не будет работать в условиях широчайшего спектра резко различающихся между собой проблем, с которыми сталкиваются эти рынки. Так, ситуация в Индии зависит от других факторов, нежели в Мексике, и гораздо меньше зависит от рынка сырья, чем, например, в России.

«Темной лошадкой» на 2016 год остается скорость девальвации китайской валюты, поскольку сейчас Поднебесная намерена ослабить юань против своего нового индекса RMB. Китай может добиться значительного обесценивания юаня против доллара США в случае его роста, мотивируя это тем, что в фокусе внимания властей находится общий торгово-взвешенный обменный курс против корзины RMB. Мы ожидаем, что в 1 квартале девальвация USDCNY (и его торгуемого оффшорного варианта USDCNH) составит как минимум 2-3%.

## Прогноз по ключевым валютам на 2016 год

### Сильные валюты

*USD* – Ожидание роста USD является очевидным прогнозом, поскольку Федрезерв первым из мировых ЦБ начал отход от особенно мягкой политики, практиковавшейся в течение многих лет со времен мирового финансового кризиса. Важно отметить, что если экономика США будет восстанавливаться на устойчивой основе, не будет иметь значения, на каком уровне находится ставка по федеральным фондам – 0,50% или 1,50% - Федрезерву придется быстро отказаться от формулировки «плавное», если в 1-м кв. рынок труда продолжит ощутимо укрепляться. *Торговая идея: Покупка USD против CHF, EUR, AUD и NZD.*

*JPY* – Возможно, делать такой прогноз еще слишком рано, и его лучше было бы попридержать до 2 квартала или даже дольше, однако в какой-то момент нового года на мировых рынках должен начаться определенный подъем, поскольку они решат, что в состоянии справиться с выросшими процентными ставками США, и, таким образом, японская иена может получить дополнительный импульс для роста после демонстрации приличных результатов в 4 квартале 2015 г. На каком-то этапе 1 квартала рынок может обнаружить, что Банк Японии подает сигналы о сворачивании своей гигантской программы QQE в связи с переключением на другие инструменты политики и реформы. Особенно важным фактором для перспектив JPY станут результаты переговоров по зарплатам на следующий год. *Торговая идея: Еще раз повторим, что, возможно, несколько торопим события, поэтому будем отдавать предпочтение игре против ослабления JPY, если, например, USDJPY достигнет новых максимумов, или долгосрочным опционам по AUDJPY или GBPJPY.*



## Слабые валюты

**AUD** – Главный локомотив австралийской экономики – горнодобывающая отрасль - дал сбой. Теперь экономика страны держится на вспомогательном двигателе – последней фазе цикла (или даже пузыря) на рынке жилья и частного долга, который в 2016 г. может ослабнуть или как минимум замедлиться на фоне угасания эффектов предыдущих понижений ставки. Дальнейшая девальвация китайской валюты и стабильная слабость спроса на экспорт со стороны Китая остаются факторами риска для AUD. «Темной лошадкой» могут стать любые меры, направленные на ограничение притока иностранных покупателей австралийской элитной недвижимости, который был обусловлен бегством капитала из Китая.

**NZD** – Эта валюта готова к дальнейшему снижению, поскольку волатильность на мировых рынках усиливается, что неблагоприятно отражается на менее ликвидных валютах. Кроме того, «киви» совершил слишком резвый отскок в торгово-взвешенном выражении, и РБНЗ будет строго следить за любым его дальнейшим укреплении в 1 квартале. В более долгосрочной перспективе NZD остается переоцененным в реальном эффективном выражении (с коррекцией на инфляцию). Недавний подъем цен на молочную продукцию был связан скорее с неблагоприятными для NZD факторами – низким уровнем предложения из-за засухи – нежели чем с ростом спроса, и таким образом, шансы на восстановление, обусловленные экспортом молочной продукции, могут оказаться призрачными.

**CHF** – Возможно, со швейцарской валютой мало что произойдет, и мы можем увидеть еще один квартал невыразительных колебаний EURCHF, если волатильность на рынке побудит инвесторов держаться за франк как за «тихую гавань», однако, мы также можем стать свидетелями того, как рост ожиданий в отношении процентной ставки ФРС спровоцирует энергичное ралли USDCHF, в результате которого эта валюта с самым большим значением отрицательной доходности пострадает.

**NOK и SEK:** Возможно, норвежская крона созрела для относительного отскока в течение этого квартала, если нефть быстро нащупает основание в 2016 г., однако, и Норвегия, и Швеция находятся на пике (или на подходе к нему) внутренних циклов кредитования частного сектора, обусловивших вызревание крупных пузырей на рынке недвижимости в условиях низких ставок. Хотя ставки не могут опускаться бесконечно, все же в 2016 году Банк Норвегии может оказаться среди немногочисленных Центробанков, которые понизят ставку. Однако норвежская экономика оказалась в 2015 г. под сильным давлением, и ей потребуются еще какое-то время, чтобы справиться с последствиями обвала цен на нефть.

## Прочие

**EUR** – Мы не ожидаем увидеть в 1 квартале сильный евро, полагая, что в паре с USD он может упасть к текущим минимумам и продолжить снижение. Однако в 1 квартале экономика Еврозоны может продолжить выздоравливать после вполне приличного улучшения в 4 квартале 2014 года. Ситуация с кредитованием вызывает мало поводов для беспокойства, хотя, в конечном итоге, Еврозона столкнется с новой волной конкретных проблем в фазе следующей рецессии – или, возможно, раньше – поскольку проблемы на периферии, например, в Греции и Португалии, сохраняются.

**GBP** – Фунт стоит на распутье, и делать по нему прогноз на 2016 год – задача не из легких. В течение последних 18 месяцев рынок относился к этой валюте как к «облегченной версии USD» на фоне ожиданий, согласно которым Банк Англии должен был более или менее идти в ногу с Федрезервом, лишь немного отставая от него по времени. Эта тема может оказать незначительную поддержку британской валюте в начале 2016 года, однако, существует ряд негативных факторов, препятствующих этому. К их числу относятся проблемы госбюджета Британии, тормозящие перспективы роста национальной экономики, неослабевающая

обеспокоенность возможностью выхода Британии из состава ЕС, а также тот факт, что Банк Англии как минимум одним глазом не упускает из поля зрения программу QE ЕЦБ, в связи с чем в конце 2015 года он посылал в некоторой степени голубиные сигналы. И, наконец, огромный дефицит платежного баланса страны может оказаться обузой для валюты в условиях возросшей волатильности.

**CAD** – Если в начале нового года цены на нефть нащупают дно и оттолкнутся от него, перспективы валюты могут начать улучшаться, равно как и благодаря позитивному влиянию сильной экономики южного соседа Канады. Кроме того, CAD может продемонстрировать более высокие результаты по сравнению с некоторыми своими соперниками, поскольку в сегменте сырьевых валют он пострадал сильнее прочих без веских на то причин. Впрочем, Канада, как и другие небольшие развитые экономики, приходит в себя после избыточного использования заемных средств в частном секторе, а также страдает от большого дефицита платежного баланса – два этих фактора являются неблагоприятными с точки зрения кредитного цикла.

#SaxoStrats

## Ваша следующая сделка.



“Никогда раньше [...] перспективы мировых рынков и всех валют, основных и второстепенных, не зависели настолько сильно от дальнейших повышений ставки Федрезерва и от коррекции ожиданий рынка в отношении темпов этого повышения”



Нажмите, чтобы посмотреть графики в полном размере

TF

Читать публикации **Джона Харди**



# Прощайте, дешевые деньги

ОБЛИГАЦИИ

**Саймон Фасдал**

*Глава отдела торговли ценными бумагами  
с фиксированной стоимостью*

Теперь, когда Федрезерв начал цикл повышения ставки, инвесторы начинают понимать, что эпоха дешевых денег закончилась. В первом квартале 2016 года рынки облигаций будут «страдать от похмелья».





В начале нового года инвесторов во всем мире будет интересовать преимущественно лишь один вопрос: кредитный сектор. Теперь, когда процентные ставки поднялись от нуля, стоимость кредитов будет определяться эффективностью, как на национальном уровне, так и на корпоративном.

Этот сценарий спровоцирует рост дивергенции на рынках облигаций сразу между несколькими участниками: между финансово дисциплинированными компаниями и не очень; между странами, уже проделавшими большой путь на пути структурных реформ, и теми, кто его еще даже не начал.

### РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ НЕ СПЕШАТ РАЗВИВАТЬСЯ

На развивающихся рынках внимание инвесторов будет приковано к способности ряда стран справиться с растущей стоимостью долга. Это приведет к четкому расколу среди экономик этого сегмента.

В число «хороших» войдут страны, для которых снижение цен на сырье является положительным явлением, и страны с благоприятными фундаментальными / политическими факторами, или уверенным ростом. К ним относятся Мексика, Чили, Индия, Индонезия и Южная Корея.

В этих странах спад на фоне региональных проблем следует рассматривать как возможность для покупки. В некоторых случаях инвестиционный фон будет еще более привлекательным, если местная валюта находится под давлением из-за своей причастности к развивающемуся сегменту.

Россия и Бразилия по-прежнему интересны любителям острых ощущений и высокой доходности, однако в новом году эти страны будут переживать мучительный период. Обе страдают от негативных последствий снижения цен на сырье (для России это нефть, для Бразилии - железная руда), низких темпов роста и политических рисков, которые также нельзя сбрасывать со счетов.

В 2015 году инвестиции в российские корпоративные облигации оказались наиболее прибыльными благодаря нашей стратегии покупки на спадах. Также, несмотря на постоянные потрясения, инвесторы на бразильских рынках в течение года имели возможность закрывать позиции с небольшой прибылью. Однако 2016 год потребует от нас больше осторожности, а бычьи прогнозы по высокорисковым экономикам развивающегося сегмента возможны только на фоне улучшения макроэкономических показателей, вероятно, во втором квартале.

### В ЕВРОПЕ ИГРА НАЧАЛАСЬ

Программа количественного смягчения Европейского центрального банка и осторожный цикл повышения ставки ФРС пойдут на пользу некоторым облигациям в корпоративном сегменте Европы.

Динамика в энергетическом секторе под большим вопросом, где благоприятные факторы

## «Федрезерв начинает цикл повышения ставки, поэтому инвесторы должны понимать, что эпоха дешевых денег закончилась»

будут ощущаться в меньшей степени из-за устойчивого снижения цен на нефть, что, соответственно, отразится и на соответствующих кредитных рынках в 2016 году. Это оправдывает текущие высокие уровни в сегменте ценных бумаг энергетических компаний с высокой доходностью (Индекс корпоративных облигаций с высокой доходностью Bloomberg NY Corporate Bond Energy Index достиг исторического максимума OAS 1390).

С другой стороны, рост цен на нефть в первом квартале пойдет на пользу нефтезависимым странам и корпорациям, поскольку текущая премия за риск сильно преувеличивает возможные проблемы.

В условиях потенциального сокращения спредов европейские высокодоходные облигации выглядят особенно привлекательно при условии сохранения программы количественного смягчения ЕЦБ и восстановления экономики.

Вся суть по-прежнему в дивергенции. В первом квартале отрасли и компании с положительными балансами станут еще привлекательнее. Мы, например, выбираем авиакомпании с крепким балансом, а не с высокой долговой нагрузкой.

В целом, правило для европейских высокодоходных бумаг таково: увеличение риска неблагоприятных событий ведет к усилению степени давления. Но подобное отношение скрывает и ряд преимуществ, поскольку некоторые высокодоходные инструменты торгуются с неоправданно высокой премией за риск. Мы предпочитаем высокодоходные ценные бумаги со средним и близким сроком погашения.

### БОЛЬШИЕ РАСПРОДАЖИ

Базовая доходность в Европе снизилась под влиянием QE и снижения инфляции, обусловленного динамикой цен на сырье. Есть все основания полагать, что в 2016 году влияние QE на европейские ключевые облигации будет угасать. В первую очередь, на наш взгляд, ЕЦБ не нацелен на долгосрочные облигации в Европе.

Более того, если инфляция в Европе вырастет, на сырьевых рынках изменится настрой, или для мировой экономики наступят хорошие времена и уровни доходности в Европе начнут подниматься - в этом нет никаких сомнений. С другой стороны, мы также осознаем риски, связанные с тем, что ключевые европейские облигации торгуются с наивысшим рейтингом (AAA), поскольку спрос и предложение в сегменте облигаций с высоким рейтингом по-прежнему подвержены структурным искажениям. Однако мы уверены, что давление, обусловленное изменением инфляционной динамики, будет наиболее сильным.

В случае благоприятных экономических сюрпризов в 1 квартале имеет смысл добавить в портфель короткие позиции по немецким гос. облигациям.





# Красная огненная обезьяна

APAC

**Кей Ван-Петерсен**

*Стратег по экономике азиатского региона*

Мы находимся в эпицентре бури - во-первых, ЕЦБ много обещал, но почти ничего не сделал в отношении программы количественного смягчения, что привело к обвалу на фондовых рынках и краткосрочному закрытию коротких позиций по евро; во-вторых, ФРС только что повысил ставку впервые за 10 лет. Эти события произошли прямо перед наступлением года красной огненной обезьяны по китайскому календарю, года, когда рынок, вероятно, будет отличаться чрезмерными шалостями, амбициями, движениям и волатильностью.





В 2015 году ориентироваться на финансовых рынках было очень непросто. На фоне ключевых макроэкономических событий мирового масштаба, закрылись некоторые известные крупные хедж-фонды. Но в 2016 году, кажется, будет еще меньше ясности, чем в 2015 году. Однако интересные возможности есть всегда, и многие наши клиенты блеснули потрясающими финансовыми результатами в 2015 году – и за это им слава и почёт. Удача приходит к тому, кто ее ждет, везет отчаянным, однако стабильный заработок требует подготовки, решимости и грамотного управления рисками.

Я жду 2016, отчетливо понимая, что доллар США укрепитс к концу года, однако его победа будет не столь однозначна и повсеместна, как в 2015 году. Я склонен к осторожному тактическому позиционированию и не спешу объявлять о сделках, в которых я не был бы полностью уверен (пока), однако некоторые идеи не потеряют свою актуальность большую часть или даже весь новый год. Итак, пройдемся по различным классам активов и поговорим о волатильности.

### Волатильность будет

Нам нужна долгая и устойчивая волатильность, особенно на рынке акций. Сдвиги и фрагментация в 2016 году будут еще более отчетливыми, чем в 2015, при этом на повестку дня выйдут геополитические риски (например, Национальный фронт во Франции, президентские выборы в США), а также возможное охлаждение мировой экономики в условиях, которые уже сейчас далеки от благоприятных. Более того, я полагаю, что в 2016 году развитый мир начнет ощущать на себе последствия медвежьих настроений на развивающихся и сырьевых рынках.

Мне нравятся спекулятивные стратегии carry с товарными валютами, в частности, я покупаю NZD и AUD и продаю CAD и CHF. Думается, эти стратегии не скоро утратят актуальность – будь то покупка NZDCAD (\$0,9100) («молоко против нефти»), AUDCAD или NZDCHF («молоко против сыра»), либо AUDCHF («крокодилы против часов»).

Вот уже некоторое время я придерживаюсь пессимистичных взглядов относительно макроэкономических перспектив в Канаде. Учитывая то, что значительная часть экономики тесно связана с энергетикой, на рынке жилья растет угроза формирования спекулятивного пузыря, у потребителей скопились огромные долги, а новое правительство одобрило смету фискальных расходов, можно предположить, что Банк Канады в 2016 году присоединится к числу регуляторов, реализующих программы стимулов. Не забывайте, чтобы осознать и принять смену парадигмы, нужно время, при этом люди, за долгие годы привыкшие к бычьему тренду на рынке нефти, еще полностью не отдают себе отчет в том, что этот энергоресурс дешевет всерьез и надолго.

Между тем, Швейцарии и Национальному банку Швейцарии приходится бежать впереди ЕЦБ. И что бы там не говорил по этому поводу глава ЕЦБ Марио Драги, политика количественного смягчения будет доминировать в Еврозоне еще долго – по меньшей мере, ближайшие 3-5 лет.

Я также полагаю, что покупка USDCHF (0,9846) может стать одной из самых перспективных сделок 2016 года, поскольку на месячном графике за несколько лет наметился крупный прорыв. На мой взгляд, даже 1,10 – это не самая агрессивная цель на конец года. Кроме

того, я уже давно говорю нашим клиентам из азиатского и тихоокеанского региона о том, что прогноз по юаню в паре с долларом на уровне 7,00 к концу года также вряд ли может считаться слишком агрессивным. Для него – это естественный путь к статусу свободно плавающей мировой валюты, при этом включение юаня в состав SDR – это жирная галочка для Китая.

### Акции развивающихся рынков – медвежий настрой

Я по-прежнему остаюсь убежденным медведем на развивающихся рынках. Бычий рынок в сырьевом и развивающемся сегментах доминировал в течение пяти лет, поэтому одного года коррекции не достаточно для того, чтобы вернуть нам состояние равновесия. Я бы предпочел продавать ETF на индекс развивающихся рынков MSCI emerging markets, EEM US (\$34,00), напрямую или через 4-6 месячные опционы пут около денег (ATM) с целью \$28-24. Или же напрямую покупать короткие ProShares ETF на индекс развивающихся рынков MSCI Emerging Markets, EUM US (\$28,50), которые демонстрируют обратную корреляцию с EEM. Также, вероятно, стоит напрямую продавать или покупать опционы пут (ATM на 4-6 месяцев) по ETF на корейские акции EWY (\$52,50), с целью на отметке \$40 в 2016 году.

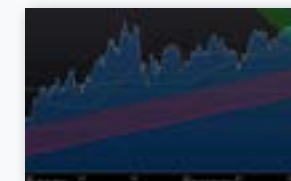
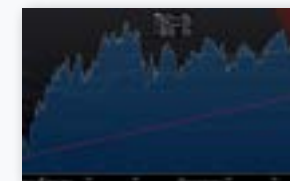
### Встречный ветер для американских гос. облигаций

В рамках нетрадиционной стратегии сразу после повышения ставки ФРС можно купить 10-летние государственные облигации США. Эта стратегия основана на предположении, что в год выборов в США, а также в период снижения темпов роста американской и мировой экономик Федеральному резерву будет сложно продолжать цикл повышения ставки. Также вспомните, как долго его пришлось ждать, и спросите себя, не бежит ли инвестиционное сообщество впереди паровоза, закладывая в цены несколько новых повышений.

### Мягкие товары могут окрепнуть

Мне по-прежнему не нравится этот класс активов, но вот на рынке кофе явно что-то происходит (\$126,95). Полагаю, здесь нас ждет такая же динамика, как и на рынке сахара: рост цен на 30-60% в новом году на фоне сочетания факторов спроса и предложения, эффекта Эль-Ниньо, ценовой динамики и технических составляющих (цены отходят от многолетних минимумов и готовятся к росту, обусловленному повышением ставки в США).

В целом, на рынке мягких сырьевых товаров динамика обещает быть более интересной. Тем, кто любит золото, следует сконцентрироваться на передовых золотодобывающих компаниях, акции которых подешевели еще сильнее базового актива. Или, если же вам нужен непосредственно металл, присмотритесь к серебру, у него динамика спроса и предложения гораздо лучше.



Нажмите, чтобы посмотреть графики в полном размере



## Эндшпиль энергетического рынка

### АКЦИИ

#### Питер Гарнри

Глава отдела стратегий на фондовом рынке

В конце 2015 года на фондовых рынках доминируют три темы: рост курса доллара, рекордно низкие цены на нефть и резкий скачок высокодоходных кредитов, особенно в энергетической промышленности. Может ли возникший из-за кредитного пузыря эффект домино в секторе энергетики запустить цепную реакцию в других сегментах экономики и финансовых рынков?





Падение цен на нефть до минимумов 2008 года привело к сильнейшим потерям в энергетическом секторе и повсеместному сокращению доходов. Кроме того, в период с 2009 по 2014 год энергетические компании слишком много инвестировали и привыкли к дешевым долларovým кредитам. Поводом для таких инвестиций стал кажущийся бесконечным рост спроса на нефть в Китае. Теперь удары сыплются на сектор со всех сторон: операционная прибыль уменьшилась, а кредиты придется выплачивать уже по более высокому курсу доллара, в то время как кредитные рейтинги компаний снижаются.

В 2016 году мировое производство нефти может достичь новых максимальных значений. Правительство США рассматривает вопрос отмены многолетнего запрета на экспорт нефти, в то время как Иран возвращается на мировую экономическую арену после долгого отсутствия, вызванного американскими санкциями, и намерен существенно увеличить добычу. Вполне возможно, что худшие времена для нефтяных рынков еще впереди.

Прямым следствием падения цен на нефть на 70% по сравнению с максимумами 2012 года стал кредитный кризис, в результате которого кредитоспособность энергетической промышленности достигла самого низкого с 1995 года уровня: соотношение чистого долга к показателю EBITDA превысило значение 3,0: самый высокий результат среди всех секторов. По состоянию на 11 декабря спред с учетом опциона (OAS) по индексу высокодоходных облигаций в энергетической отрасли составлял 1284 базисных пункта. Если в ближайшее время цены на нефть не восстановятся, то по всей отрасли прокатится волна банкротств и начнется распродажа активов.

Наиболее сильные потери понесут добывающие и сервисные компании с самыми высокими предельными издержками производства. Большой ущерб будет нанесен нефтедобывающим компаниям в Северной Америке (компаниям, разрабатывающим месторождения нефтеносных песков в Канаде и применяющим технологию гидроразрыва в США), компаниям, осуществляющим работы по глубоководному бурению, и производителям в Северном море. Последствия могут оказаться плачевными, а на уровне отдельных стран это может отрицательно повлиять на Саудовскую Аравию, Бразилию, Венесуэлу, Канаду, Норвегию, ОАЭ и Россию.

Несмотря на то, что энергетические и добывающие компании сами попались в ловушку дешевых долларových кредитов, большинство из них увеличили долю заемного капитала в собственном капитале незначительно. Кредитное плечо компаний, входящих в мировой индекс MSCI (кроме финансовых компаний), приблизительно равно среднему с 1995 года значению, и резкий скачок кредитования в энергетической отрасли не оказал заметного влияния. При этом в балансах технологических компаний всегда было много наличных средств.

### Будущее без груза активов

В условиях кризиса в секторе высокодоходных кредитов и бегства инвесторов из энергетической и добывающей промышленности главный вопрос заключается в том, выйдет ли кризис за пределы этих отраслей и усилит ли эффект от падения цен на нефть.

Наш основной сценарий состоит в том, что кредитный кризис в энергетической и добывающей промышленности окажется локальным событием подобно тому, как кризис доткомов был ограничен только этой отраслью промышленности. Тогда, несмотря на хаос, царивший в секторе доткомов, акции, обладающие ценностью, например, акции промышленных, химических компаний и компаний-производителей товаров широкого потребления, отметились значительным ростом.

Доля энергетических компаний в мировом индексе MSCI уменьшилась с максимального значения на уровне 13,4%, которое было достигнуто в июне 2008 года, до 6,6% в ноябре этого года. Доля компаний-производителей сырьевых материалов сейчас равна минимальному с 2000 года уровню, а именно 4,4%, при этом добывающая отрасль (одна из пяти отраслей в секторе сырьевых материалов) отвечает всего за 32% (самой крупной отраслью в этом секторе является химическая отрасль). Совокупная доля энергетического и добывающего секторов составляет всего 8%, поэтому воздействие очередного обвала цен на 50% на мировой фондовый рынок будет минимальным.

#SaxoStrats

## Ваша следующая сделка.



“Если быть кратким, мировая экономика вырастет за счет спада в энергетике и добывающей промышленности.”



Нажмите, чтобы посмотреть графики в полном размере



# #SaxoStrats на TradingFloor.com

## РАСПРОДАЖИ VALEANT СТИХАЮТ ПОСЛЕ РЕЗКИХ ПАДЕНИЙ

Цена акции квебекской компании Valeant Pharmaceuticals International в этом году понизилась приблизительно на 68% под влиянием беспокойства инвесторов о ее отношениях с продавцами и дистрибьюторами, но она заслуживает внимания благодаря своему большому портфелю запатентованных лекарств.

[Подробнее...](#)

## СНИЖАЕМ СТОП НА SEADRILL

Компания Seadrill, занимающаяся бурением на морских месторождениях (зарегистрирована на Бермудских островах, управляется из Лондона), пережила тяжелый год в связи с резким падением цен на нефть. Признаков того, что в ближайшее время ситуация улучшится, нет, и поэтому мы коротко продавали эту акцию.

[Подробнее...](#)

## #SaxoStrats

Актуальные торговые идеи и стратегии от нашей команды экспертов.

**ПОДПИСАТЬСЯ**

Реальность такова, что общество постепенно переходит к экономике, свободной от груза активов: для выработки того же объема продукции требуется все меньше физических активов. Например, в США сектор обрабатывающей промышленности составляет всего 14% от всей экономики. 11 декабря главный инвестиционный директор компании BlackRock Рик Ридер (Rick Rieder) опубликовал график, согласно которому чуть более 20% из 1500 крупнейших компаний в США совсем не имеют товарно-материальных запасов, или эти запасы стремятся к нулю.

Инвесторам не нужно беспокоиться об уровнях задолженности в компаниях. Вместо этого им следует обратить особое внимание на долги государств и физических лиц. Однако, если мировая экономика продолжит развиваться в соответствии с трендом, то проблема постепенно исчезнет.

В среднесрочной перспективе падение цен на нефть благоприятно повлияет на располагаемые доходы населения и, следовательно, потребление в частном секторе, что приведет к росту инфляции, зарплат и занятости. Снижение стоимости металлов защитит компании от сокращения рентабельности, позволив им большую гибкость в повышении заработных плат, что, в свою очередь, дополнительно стимулирует развитие экономики. Если быть кратким, мировая экономика вырастет за счет спада в энергетике и добывающей промышленности.

## ВИРУС ЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО СЕКТОРА

Бум в секторе недвижимости в период 2003-2007 гг. усилился за счет того, что финансовая система была перекредитована: активы превышали акционерный капитал приблизительно в 17 раз. После банкротства банка Lehman Brothers доля заемного капитала в финансовых компаниях непрерывно снижалась благодаря регулированию и спросу со стороны инвесторов, которые хотят избежать повторения финансового кризиса 2008 года.

К ноябрю соотношение активов и акционерного капитала уменьшилось до 11,3 по сравнению с 17,3 в октябре 2008 года, что создало необходимую подушку безопасности, защищающую финансовую систему от будущих ударов. Таким образом, одни только высокие штрафные процентные ставки и безнадёжные кредиты в энергетическом секторе не повлияют на общие банковские каналы кредитования и не нанесут ущерб другим секторам экономики.

## СТРАТЕГИЯ ТОРГОВЛИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ В 2016 ГОДУ

Если кредитный кризис, разразившийся в энергетической и добывающей отраслях, не распространится на фондовые рынки, как считает наша команда аналитиков, то 2016 год, вероятно, станет хорошим годом для инвесторов в акции, так как их ждет выравнивание кривой доходности в долларах, отрицательные ставки на рынке европейских государственных облигаций сроком погашения до пяти лет и на рынке краткосрочных государственных облигаций Японии.

Однако, глядя на оценки стоимости и высокий курс доллара, мы оцениваем перспективы американского фондового рынка менее оптимистично и считаем, что в 2016 году он уступит по динамике роста европейскому и японскому рынкам. Лучшая стратегия торговли на американском фондовом рынке — сделать упор на инвестиции в акции финансовых организаций (особенно банков), производителей товаров бытового потребления и биотехнологий.

Мы верим в укрепление европейского и японского рынков исходя из действующих в этих странах курсов денежно-кредитной политики и намерений увеличить стимулирующие меры в налогово-бюджетной сфере в 2016 году. В обеих странах следует избегать инвестиций в акции финансовых организаций. В Европе мы отдаем предпочтение акциям компаний-производителей товаров бытового потребления и компаний, ориентированных на экспорт. В Японии лучше всего играть на рынке с помощью акций автопроизводителей и промышленных компаний.



Нажмите, чтобы посмотреть графики в полном размере



# Нелегкая судьба Польши

ЕВРОПА

Кристофер Дембик

Экономист

Польша вот уже некоторое время имеет репутацию стабильной устойчивой к рецессиям и хорошо развитой экономики. К сожалению, она по-прежнему уязвима в случае роста капитальных издержек - в частности, в той мере, в которой они связаны с энергетическим сектором. Мы полагаем, что Польшу ждет охлаждение экономики в 2016 году.





## Высокая премия за страновой риск

Польша - страна с процветающей экономикой, сумевшая избежать рецессии в период мирового финансового кризиса, образец успешного перехода от коммунизма к капитализму. За последние два десятилетия Польша превратилась в современную страну с развитой и качественной инфраструктурой, став крупным центром для многих иностранных производителей. И все же экономическое развитие Польши не так стабильно, как принято считать.

Мой прогноз на 2016 год? Растущие капитальные издержки отрицательно скажутся на показателях экономического роста в стране, лишат правительство желания переходить на более высокий уровень рыночной экономики в долгосрочной перспективе, а также ограничат возможность сокращения зависимости от угля.

Уход от нулевой ставки Федрезерва США и неопределенность в отношении темпов и масштабов ужесточения монетарной политики ФРС в 2016 году, скорее всего, спровоцируют глобальный рост средних капитальных издержек, что, в первую очередь, ударит по развивающимся и переходным экономикам. В Польше последствия могут оказаться наиболее ярко выраженными из-за ухудшения внутреннего делового климата.

Во время предвыборной кампании польское правительство предложило ввести специальный налог для определенных секторов экономики, который коснется в основном финансовых институтов и розничных сетей. Выполнив эти предвыборные обещания, Польша подаст инвесторам неверный сигнал в самое неподходящее для этого время.

На эти опасения накладываются сомнения в независимости центрального банка страны. К концу февраля депутаты правящей партии "Право и справедливость" и президент назначат восемь новых политиков в управляющий совет Центробанка, который состоит всего из десяти человек. Это, несомненно, изменит его роль, а также общий вектор монетарной политики, поскольку новому правительству нужен более «активный» регулятор.

Во время кризиса все без исключения одобрили действия и независимость центрального банка. Однако нет никакой уверенности в том, что деятельность политизированного ЦБ будет столь же эффективной. В этом квартале нам нужно внимательнее следить за динамикой этих двух факторов, поскольку они могут привести к росту премии за риск в Польше.

## Потребность в интенсивных капиталовложениях

Премия за риск - это ключевой компонент оценки стоимости капитала, которая, в свою очередь, служит ориентиром при принятия финансовых решений. Если капитальные затраты вырастут, это может негативно сказаться на динамике экономического развития Польши. Многие компании предпочтут отложить или отменить инвестиции и уж точно будут держаться подальше от рискованных проектов, которые являются ключевыми для развития рынка.

Конкурентоспособность Польши основана на наличии квалифицированной рабочей силы и низких зарплатах. Однако такая экономическая модель не может считаться надежной. Чтобы пройти долгий путь от имитации к инновациям, польская экономика отчаянно нуждается в интенсивных капиталовложениях.

Страна находится на 46-ом месте в Глобальном индексе инноваций 2015 года, позади большинства стран Центральной и Восточной Европы. Такое печальное положение дел отражает низкий коэффициент инновационной эффективности в экономике. Во многих секторах у польских компаний нет возможности финансировать рискованные инвестиции. Рост капитальных издержек навредит инновационным процессам и, возможно, разрушит мечту поляков догнать Запад.

## Отставание в энергетическом секторе

Энергетический сектор Польши играет ключевую роль в повышении производительности, улучшении конкурентоспособности и стимулировании экономического роста. Инновации в этом секторе, как правило, отражаются на всей экономике. Более 90% всего электричества в Польше обеспечивается за счет угля. В ближайшие годы правительство больше не сможет субсидировать этот сектор из-за давления антимонопольных органов в Европе.

Неконкурентоспособный энергетический сектор дорого обойдется экономике. Стране придется импортировать энергоресурсы из других стран, в том числе из США и Канады. Компаниям и потребителям придется привыкать к растущим ценам на отопление и электричество. До последнего времени в Польше цены были ниже, чем в Германии или во Франции, что давало экономике конкурентное преимущество.

Снижение зависимости Польши от угля зависит от стоимости капитала. Сейчас внутренние компании недостаточно прибыльны для финансирования капиталозатратных инвестиций в энергетику. Коэффициент чистого долга и стоимости предприятия ушел в минус для двух лидирующих компаний в отрасли (PGE и ENEA) и достиг 34% для Tauron - это очень мало по сравнению с другими европейскими компаниями.

Для итальянской ENEL или испанской Iberdrola он превышает 50%. Это значит, что потенциал иностранных инвесторов вкладывать деньги и развивать новые источники энергии значительно превышает потенциал локальных игроков.

Однако, иностранные инвесторы вряд ли захотят взвалить на свои плечи затраты, связанные с инновациями, в контексте растущей стоимости денег и неблагоприятного делового климата. Иностранные энергетические компании все еще помнят про налог, который предыдущее правительство намеревалось ввести на добычу сланцевого газа.

Польше не стоит думать о том, что ее экономический рост незыблем. Чрезмерно высокие капитальные издержки и растущая премия за страновой риск могут быстро изменить траекторию движения экономики.

**“Чтобы перейти от имитации к инновациям, польская экономика отчаянно нуждается в интенсивных капиталовложениях”**



# ЗАЯВЛЕНИЕ О НЕЗАВИСИМОМ ИНВЕСТИЦИОННОМ ИССЛЕДОВАНИИ

Настоящее инвестиционное исследование не было подготовлено в соответствии с юридическими требованиями, направленными на продвижение независимости инвестиционного исследования.

Также оно не подпадает под запрет на дилинг до распространения инвестиционного исследования. Компания Saxo Bank A/S, ее филиалы или сотрудники могут предоставлять услуги, привлекать клиентов, держать длинные или короткие позиции или совершать иные операции с инвестициями (включая производные инструменты) любого из упомянутых здесь эмитентов.

Информация, содержащаяся в настоящем исследовании, не должна восприниматься как предложение (равно как приглашение делать оферты) на покупку или продажу любой валюты, продукта или финансового инструмента, осуществление любых инвестиций или приглашение к участию в любой торговой стратегии.

Настоящее исследование предназначено только для маркетинговых и/или информационных целей, и никто из сотрудников Saxo Bank A/S, его владельцев, представителей дочерних обществ и филиалов не ручается, не гарантирует и не берет на себя никакой ответственности за точность или полноту представленной здесь информации. При подготовке данного материала Saxo Bank не учитывал инвестиционные задачи, конкретные инвестиционные цели, финансовую ситуацию, а также особые потребности и запросы получателя, и представленная здесь информация не должна восприниматься как рекомендация получателю инвестировать или выводиться инвестиции определенным образом. Saxo Bank не несет ответственности за убытки, связанные с торговыми операциями, которые были совершены на основании предполагаемой рекомендации.

Все инвестиции сопряжены с рисками и могут привести как к прибыли, так и к убыткам. В частности, торговля продуктами с использованием кредитного плеча, включая, помимо прочего, иностранную валюту, производные инструменты и сырьевые товары, может носить крайне спекулятивный характер, поэтому убытки и прибыли могут подвергаться резким и быстрым колебаниям.

Спекулятивная торговля подходит не всем инвесторам, и все получатели данной информации должны тщательным образом оценить свое финансовое положение и воспользоваться услугами финансового консультанта (консультантов), чтобы осознать риски и убедиться в уместности своих намерений, прежде чем принимать решение об инвестировании, выводе инвестиций или осуществлении транзакции.

Любое упоминание о рисках в публикации не является и не должно рассматриваться как полное раскрытие информации о рисках или исчерпывающее описание таких рисков. Любая публикация является выражением личного мнения автора и не всегда совпадает с мнением Saxo Bank. Все точки зрения и мнения могут меняться без уведомления (предварительного или постфактум). Настоящее исследование ссылается на прошлые результаты. Прошлые результаты не могут служить надежным индикатором развития событий в будущем. Сведения о прошлых результатах, представленные в настоящем исследовании, не гарантируют их повторения в будущем.

Компания не делает заявлений о том, что инвестиция приведет или может привести к прибылям или убыткам, аналогичным тем, что были получены в прошлом, а также о том, что удастся избежать существенных потерь. Утверждения в настоящем исследовании, которые не являются историческими фактами и которые можно отнести к данным, полученным в результате моделирования оценки прошлых результатов или будущих показателей, основаны на текущих ожиданиях, оценках, прогнозах, мнениях и представлениях сотрудников Saxo Bank Group. Такие утверждения сопряжены как с известными, так и с неизвестными рисками и другими факторами неопределенности, на которые не следует чрезмерно полагаться.

Кроме того, настоящее исследование может содержать «утверждения прогнозного характера». Фактические события или результаты могут существенно отличаться от событий и результатов, представленных и предусмотренных в таких утверждениях прогнозного характера.

Этот материал является конфиденциальным и не предназначен для копирования, распространения, публикации и полного или частичного воспроизведения или передачи получателем любому другому лицу.

Информация и мнения, изложенные в настоящем исследовании, не подлежат распространению или использованию любыми лицами в какой-либо юрисдикции или стране, где такое распространение или использование противоречит закону. Информация, представленная в настоящем документе, не направлена и не предназначена для использования «резидентами США» в соответствии с Законом США о ценных бумагах от 1993 года с изменениями и дополнениями и Законом США о ценных бумагах и биржах от 1934 года с изменениями и дополнениями.

Настоящее заявление об ограничении ответственности следует рассматривать вместе с полным заявлением об ограничении ответственности Saxo Bank, с которым можно ознакомиться на сайте [www.saxobank.com/disclaimer](http://www.saxobank.com/disclaimer).



Saxo Bank A/S · Philip Heymans Allé 15 · 2900 Хеллеруп · Дания · Телефон: +45 39 77 40 00 · [www.saxobank.com](http://www.saxobank.com)

Узнайте, как открыть инвестиционный счет в Saxo Bank по тел. +7 495 783 2001 или на [www.saxobank.ru](http://www.saxobank.ru)