

# Мировой финансовый рынок: горячие темы 2014

Леонид Альшанский, Dr. Math.  
Главный аналитик ABLV Bank, AS

## Содержание

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| Итоги 2014 года                          | 2  |
| Ведущие ЦБ в 2014: разошлись пути-дороги | 4  |
| Война санкций                            | 8  |
| Нефть в глубоком пике                    | 11 |
| Мировой рынок акций                      | 13 |
| Мировой рынок облигаций                  | 16 |
| Мировой валютный рынок                   | 19 |
| Золото                                   | 21 |
| Палладий                                 | 24 |
| Нефть                                    | 25 |
| Информация об обзоре                     | 26 |

## Итоги 2014 года

Завершившийся 2014 год стал более успешным для мировой экономики, чем предыдущий год, и согласно прогнозу МВФ, рост мирового ВВП в 2014 может составить порядка 3,3% против роста на 3% в 2013.

Но это хуже роста экономики в предшествующие посткризисные годы (3,5% в 2012, 3,8% – 2011 и 4,2% в 2010) и хуже прогнозов ее роста в начале года, ожидавшихся тогда на уровне 3,7%.

Увеличение темпов роста мировой экономики на этот раз в основном обеспечили развитые страны.

По прогнозу МВФ ВВП США вырастет в 2014 на 2,2%, против 1,9% в 2013, а экономика еврозоны покажет рост на 0,8%, после падения в 2012 и 2013. В Великобритании рост экономики может составить 2,4%, против 1,7% в 2013.

В то же время замедлился рост «развивающегося» локомотива мировой экономики — Китая, до 7,4% с 7,7% в 2013.

Однако, экономический рост развитых стран оказался недостаточным для перехода к решению главной проблемы мировой финансово-экономической системы – колоссально выросших госдолгов развитых стран.

Хотя дефициты ведущих стран продолжили сокращаться (у США он упал до 2,9%), небольшой профицит удастся показать лишь Германии, вследствие чего и абсолютный, и относительный долг у остальных стран продолжит рост.

Данных о том, как выросли цифры в 2014 году пока нет, но улучшение показателей по отношению к 2013 (см. таб.1) произойдет лишь у Германии, а долги остальных стран опять вырастут.

**Таб. 1. Таблица госдолгов ряда развитых стран с высоким уровнем задолженности**

| Страна         | 2013<br>Госдолг к<br>ВВП | Объем<br>госдолга<br>2013     | 2013<br>бюджет<br>к ВВП | 2012<br>Госдолг<br>к ВВП | 2011<br>Госдолг<br>к ВВП | 2010<br>Госдолг<br>к ВВП | 2009<br>Госдолг<br>к ВВП | 2008<br>Госдолг<br>к ВВП | 2007<br>Госдолг<br>к ВВП |
|----------------|--------------------------|-------------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Япония         | 245%                     | ¥1.18 млрд.<br>(\$11.5 трлн.) | -10.0%                  | 238%                     | 233%                     | 220%                     | 216%                     | 195%                     | 188%                     |
| Греция*        | 175%                     | €319 млрд.                    | -12.7%                  | 157%                     | 170%                     | 148%                     | 127%                     | 111%                     | 105%                     |
| Италия         | 133%                     | €2.07 трлн.                   | -3.0%                   | 127%                     | 121%                     | 119%                     | 116%                     | 106%                     | 104%                     |
| Португалия     | 129%                     | €213 млрд.                    | -4.9%                   | 124%                     | 108%                     | 94%                      | 83%                      | 72%                      | 68%                      |
| Ирландия       | 124%                     | €203 млрд.                    | -7.2%                   | 118%                     | 106%                     | 96%                      | 66%                      | 44%                      | 25%                      |
| США            | 108%                     | \$17.4 трлн.                  | -4.1%                   | 106%                     | 100%                     | 92%                      | 85%                      | 71%                      | 62%                      |
| Бельгия        | 102%                     | €387 млрд.                    | -2.6%                   | 101%                     | 99%                      | 97%                      | 96%                      | 90%                      | 84%                      |
| Франция        | 94%                      | €1.93 трлн.                   | -4.3%                   | 91%                      | 86%                      | 82%                      | 78%                      | 68%                      | 64%                      |
| Испания        | 94%                      | € 961 млрд.                   | -7.1%                   | 86%                      | 71%                      | 62%                      | 53%                      | 40%                      | 36%                      |
| Великобритания | 91%                      | £1.46 трлн.                   | -5.8%                   | 89%                      | 84%                      | 78%                      | 70%                      | 54%                      | 45%                      |
| Канада         | 87%                      | C\$1.63 трлн.                 | -1.0%                   | 86%                      | 83%                      | 83%                      | 81%                      | 71%                      | 67%                      |
| Германия       | 78%                      | €2.15трлн.                    | 0.0%                    | 81%                      | 80%                      | 83%                      | 74%                      | 66%                      | 65%                      |
| Еврозона       | 93%                      | €8.89 трлн.                   | -3.0%                   | 91%                      | 87%                      | 86%                      | 80%                      | 70%                      | 66%                      |

Источник: EconomyWatch, Bloomberg, Eurostat

Не удалось в 2014 преступить и к ликвидации другой посткризисной «аномалии системы» — резко выросших балансов (читай, напечатанных денег) ведущих ЦБ, в том числе и имитирующих мировые резервные валюты.

Баланс ФРС продолжал расти, так как QE3 была полностью свернута лишь в конце года, и достиг к концу 2014 уровня \$4,5 трлн против \$4 трлн в начале года и \$900 млрд в августе 2008.

Баланс ЕЦБ хотя и сокращался в 2013 и 2014, принятая в сентябре 2014 стратегия его наращивания должна в ближайший год вернуть его уровень к рекордным €3 трлн, достигнутым в 2012.

А резкое расширение Банком Японии своей QE в 2014 должно довести его баланс в ближайший год до 60% ВВП, против 20% перед кризисом.

Отметим, что балансы других ведущих ЦБ сейчас колеблются между 20% и 30% ВВП против 5%–15% до кризиса.

Так что «грандиозный эксперимент с печатным станком» все еще продолжается.

Заметим, что такой «эксперимент» во всех предыдущих мировых валютных системах неминуемо привел бы к гиперинфляции и сильнейшему экономическому кризису в соответствующих национальных экономиках.

Одной из центральных тем 2014 года стала и «война санкций» между Западом и Россией из-за конфликта на Украине.

Еще одним фактором, существенно повлиявшим на финансовые рынки в 2014 стало резкое падение цен на нефть, с июля по декабрь составившее почти 50%, что сильно ударило по финансовым рынкам нефтедобывающих стран.

Соответственно, на финансовых рынках год прошел достаточно нервно и волатильно, с чередой ощутимых падений цен, особенно на активы развивающихся стран, и более всего на «сырьевые» валюты.

На рынке акций год прошел более позитивно для развитых рынков, а американским DJI и S&P и немецкому DAX удалось, как и в 2013, установить новые исторические максимумы.

На развивающихся рынках акций тенденции были смешанными, и некоторые индексы закрыли год падением. Но индексов, закрывших год ростом, было больше, а ряд индексов даже вышел на новые исторические максимумы.

Это позволило мировому индексу акций MSCI WD показать за год рост на 2,9% (что существенно меньше роста на 24% в 2013, и на 13% в 2012), и установить наконец новый исторический максимум, превзойдя максимум 2007 года.

Однако индекс развивающихся рынков MSCI EM, ввиду существенного падения национальных валют к доллару, за год показал падение на 4,6% и до уровней максимума 2007 ему теперь нужно вырасти еще на 25%.

На рынке облигаций год также был нервным и волатильным, но в результате во всех отслеживаемых нами секторах год закрылся ростом цен, особенно существенным в секторе PIIGS (за исключением упавших греческих бумаг).

В секторе гособлигаций развивающихся рынков индекс EMBI+ показал за год рост на 6,2%, но его спред к treasuries расширился с 3,4% до 3,9%, ввиду еще большего роста американских облигаций.

В секторе safe haven – американских и немецких гособлигаций наблюдался существенный рост цен и доходность по 10-летним американским бумагам упала за год с 3% до 2,2%, а по немецким с 1,9% до рекордных 0,5%!

А лидером роста в PIIGS стала Испания, где рост цен по 10-летке составил почти 25%, и доходность по ней снизилась с 4,1% до 1,6%.

На валютном рынке год прошел под знаком победоносного роста доллара, выросшего ко всем отслеживаемым нами валютам.

При этом, на фоне падающей нефти, рост доллара к ряду «сырьевых» развивающихся валют оказался значительным, а годовое падение российского рубля к доллару превысило 43%(!).

Рост доллара к ведущим развитым валютам также был значительным, и долларový индекс вырос за год на 12,8%!

Годовой рост доллара к основному своему сопернику — евро составил 12%.

На рынке драгметаллов год ознаменовался падением цен всех металлов за исключением палладия, но падение было существенно меньше чем годом ранее, и по золоту составило всего 1,4% против 28% в 2013.

На рынке нефти год ознаменовался резким падением цен, произошедшим во второй его половине, и цена барреля марки Brent упала за год на 48%(!) со \$110 до \$57, а марки WTI на 46% с \$98 до \$53.

Спред цен между ведущими марками продолжил сокращаться и упал с \$12 до \$4.

## Ведущие ЦБ в 2014: разошлись пути-дороги

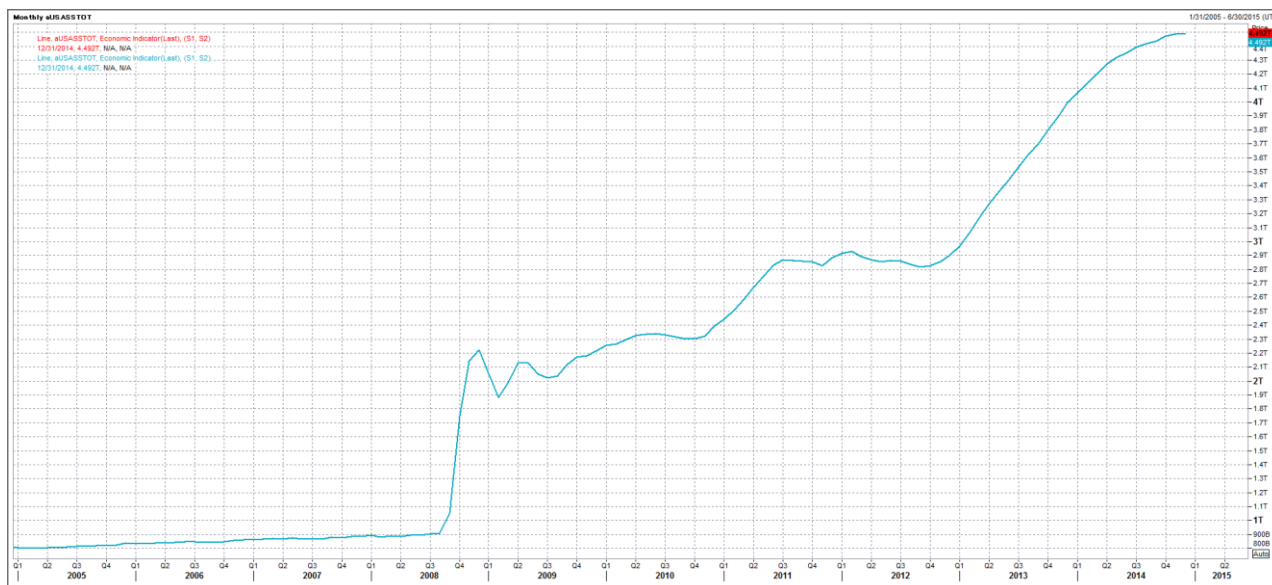
Одной из самых горячих тем 2014, оказавшей и наибольшее влияние на динамику цен на финансовых рынках, стали активные действия трех ведущих мировых ЦБ: Америки, Еврозоны и Японии.

### ФРС

Год начался со смены на посту главы ФРС, успешно прошедшего кризис Бена Бернанке, на первую в истории Америки женщину во главе этого ведомства — Джанет Йеллен. И перед ней встала непростая задача — «собирать камни», так щедро разбросанные Бернанке во время и после финансового кризиса 2008–2009 годов, т.е. разработка мер, получивших название «стратегии выхода».

Этот процесс фактически начался уже в январе 2014 с поэтапного сворачивания последней программы количественного смягчения QE3, успешно завершившегося в октябре. Это остановило продолжающийся с 2008 года процесс резкого наращивания активов Центробанка путем эмиссии новых долларов, что довело баланс банка к концу 2014 до \$4,5 трлн против \$900 млрд в августе 2008 (см. рис. 1).

Рис. 1. Динамика роста активов в балансе ФРС



Источник информации: Thomson Reuters

В борьбе с кризисом ФРС также резко срезал ставку рефинансирования, уже в 2008 сниженную до исторического минимума 0,25% и остающуюся на столь низких уровнях столь длительное время впервые в истории (см. рис. 2).

Рис. 2. Динамика изменения ключевой ставки ФРС



Источник информации: Thomson Reuters

Что касается перехода к циклу роста ставок, то этот вопрос активно обсуждался в ФРС весь 2014 год, и сроки его начала то приближались, то удалялись, и сейчас ожидается в первой половине 2015 года.

Фактически, восстановившийся экономический рост и значительное падение уровня безработицы до 5,8% позволяло Центробанку перейти к циклу повышения ставок еще в 2014.

Однако это приведет к удорожанию обслуживания колоссально выросшего государственного долга. Проблема, которая официально не значится в мандате ФРС и не озвучивается вслух.

Но, на наш взгляд, эта проблема является одной из важнейших причин оттягивания начала цикла роста ставок и должна сделать этот цикл более длительным и плавным.

Еще более сложной задачей «стратегии выхода» станет задача сокращения баланса ФРС до нормальных размеров.

И как ее решить, не вызвав серьезного «стресса» в мировой финансовой системе, по-прежнему неясно. Поэтому ФРС пока хранит гробовое молчание по поводу того, когда и как он собирается это сделать.

## ЕЦБ

В отличие от ФРС, Центробанку второй по величине экономике мира пришлось решать в 2014 прямо противоположную задачу.

Стагнирующая экономика зоны вынудила ЕЦБ, наоборот, усилить процесс «разбрасывания камней», т.е. смягчать монетарную политику и расширять стимулирующие программы.

В июне ЕЦБ принял решение снизить все ставки рефинансирования с 0,25% до 0,15%, по овернайт кредитам с 0,75% до 0,4%, а депозитная ставка, впервые в истории, стала отрицательной, опустившись с 0% до -0,1%.

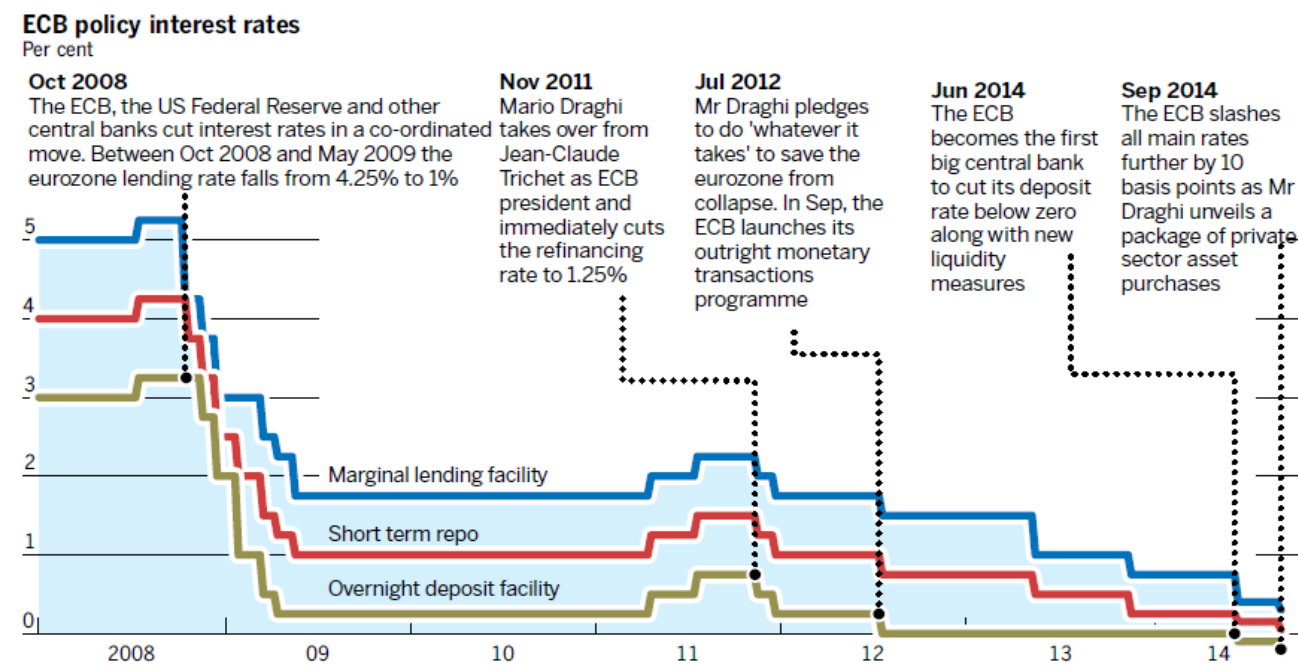
Тогда же было принято решение о проведении в сентябре и декабре 2014 двух раундов операций долгосрочного рефинансирования LTRO, совокупным объемом €400 млрд.

Однако эти решения не принесли ожидаемого результата — коммерческие банки сократили свои остатки на счетах, но кредитование не показало роста — средства ушли на денежный рынок, в облигации и акции.

Инфляция продолжала снижаться, упав до нового посткризисного минимума 0,3%, а экономика зоны во втором квартале показала нулевой рост.

И спустя три месяца ЕЦБ понизил все три ключевые ставки еще на 0,1% каждую: рефинансирования до 0,05%, депозитную до -0,2%, а маржинальную ставку до 0,3% — новых исторических минимумов (см. рис.3).

**Рис. 3. Динамика изменения ключевых ставок ЕЦБ после мирового финансового кризиса**

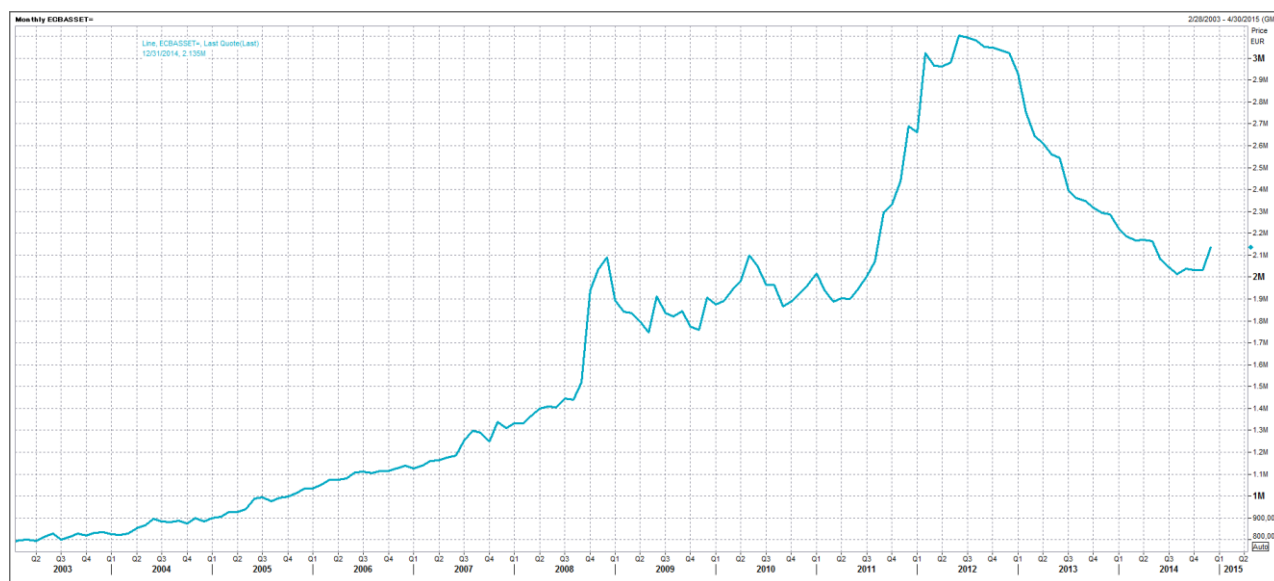


Источник информации: Financial Times

Кроме того, было принято решение открыть в октябре две программы скупки облигаций с рынка: новую программу ABS — скупку облигаций, обеспеченных активами, и программу СВВР — покупку облигаций с

покрытием (уже третью, две такие программы запускались в 2009 и 2011 году). Тогда же была озвучена и цель всех эмиссионных программ — вернуть за год баланс Центробанка к достигнутому в 2012 году максимуму в €3 трлн с текущих €2 трлн. (см. рис. 4).

**Рис. 4. Динамика изменения объема активов ЕЦБ, линия по месяцам**



Источник информации: Thomson Reuters

Однако спрос коммерческих банков на двух аукционах LTRO оказался крайне низким — €82,6 млрд на первом и €129,8 млрд на втором, оказавшись вдвое меньше запланированного объема в €400 млрд. Очевидно, большинство банков уже имеют неплохую ликвидность и совсем не торопятся брать средства для выдачи новых кредитов. А брать деньги «на всякий случай», учитывая, что теперь за избыточные средства придется еще платить 0,2% в год, банкам невыгодно.

Учитывая еще и узость рынков ABS и CBBP (порядка €1 трлн) и ожидаемое в начале 2015 погашение оставшихся обязательств по 3-летней LTRO 2012 года, задача увеличения баланса до €3 трлн явно усложнилась.

Это может вынудить ЕЦБ в 2015 приступить и к полномасштабной программе количественного смягчения (QE) — покупке с рынка гособлигаций стран еврозоны.

### Банк Японии

Но лидером по использованию нетрадиционных методов стимулирования, в том числе и применения QE, остается Банк Японии.

Сама идея агрессивной скупки облигаций с рынка, в том числе государственных, для стимуляции экономики и усиления ликвидности банковской системы принадлежит БЯ, и впервые была реализована во время кризиса 90-х.

Эту практику японский ЦБ активно применял как во время, так и после финансового кризиса 2008–2009 годов.

В предыдущем 2013, когда в марте банк возглавил новый управляющий Харухико Курода, интенсивность QE была резко увеличена.

С целью борьбы с дефляцией и достижения 2% уровня инфляции, была запущена безлимитная программа скупки облигаций, которая к марту 2015 должна была двукратно увеличить денежную базу со ¥140 трлн до ¥270 трлн.

Эта программа была намного мощнее всех QE, проведенных в последние годы ФРС.

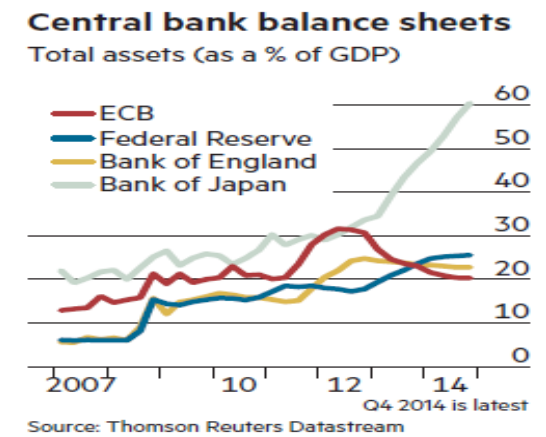
Однако слабый успех программы в поднятии инфляции побудил БЯ неожиданно усилить ее в октябре 2014, для чего было принято решение расширить годовую скупку гособлигаций с ¥50 трлн до ¥80 трлн.

Тем самым Банк Японии расширит денежную базу до ¥275 трлн уже к концу 2014 года.

В результате отношение баланса японского Центробанка к объему экономики достигнет в 2015 году 60%, что более чем вдвое (!) превышает аналогичный показатель для ФРС, ЕЦБ и Банка Англии (см. рис. 5).



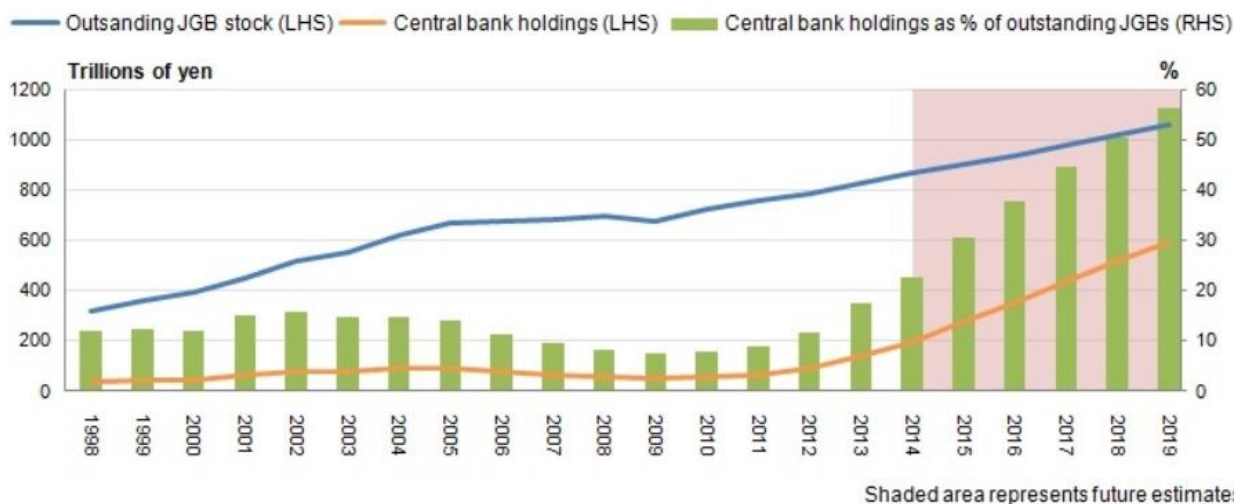
Рис. 5. Динамика изменения объема баланса ведущих ЦБ в отношении к ВВП



При этом, к концу 2018 объем скупленных Центробанком государственных облигаций достигнет половины всех выпущенных госдолгов (см. рис. 6).

Рис. 6. Динамика изменения доли японских гособлигаций, находящихся на балансе ЦБ

### BOJ's dominance of the bond market



И хотя это не декларируется, другой целью программы, очевидно является удержание доходности по госбумагам на текущих низких уровнях (0,3% по 10-леткам), что является крайне важной задачей для недопущения дефолта.

Обслуживать крупнейший в мире по отношению к ВВП долг, достигший в 2014 уже 251%, возможно лишь при очень низких ставках, что и должна обеспечить приводящаяся скрытая монетизация госдолга.

Это поистине революционные действия относительно существующей теории и практики деятельности Центробанков.

И такие действия были практически невозможны в условиях всех предыдущих валютных систем, так как привели бы к резкой девальвации нацвалюты и гиперинфляции, с соответствующим тяжелым экономическим кризисом.

## Война санкций

Другой крайне горячей темой 2014 стало противостояние Запада и России на фоне конфликта на Украине, приведшее к нескольким волнам западных санкций против России и ответным российским санкциям.

Санкции против России прошли в несколько волн, в которых участвовали США, Евросоюз и некоторые другие западные страны, включая Канаду и Японию. Первая волна этих санкций прошла после референдума 16 марта в Крыму.

Тогда меры в основном ограничились визовыми санкциями и заморозкой счетов в западных банках ближнего окружения Путина (хотя сам «виновник торжества» почему-то остался вне списка).

Кроме того, был нанесен и показательный удар по финансовому сектору, в виде заморозки долларовых счетов «близкого Путину» частного банка «Россия» с остановкой обслуживания его карточек Visa и MasterCard. На политическом уровне, в качестве санкций, было приостановлено членство России в клубе G8 с отменой июньского саммита восьмерки в Сочи, и проведение 25 марта в Гааге экстренного саммита группы G7.

На этом саммите была разработана концепция применения к России «секторальных санкций», мишенями для которых были выбраны энергетика, финансы и банки, а также военная промышленность.

И такие санкции были введены 16 июля, а затем дважды усилены — в конце июля (на фоне катастрофы над территорией боев малайзийского Боинга 777) и в сентябре 2014.

Под эти санкции попали уже крупные госкомпании энергетического, оборонного и финансового сектора. В том числе крупнейшая российская нефтекомпания «Роснефть», крупнейший банк «Сбербанк» и ряд ведущих оборонных компаний.

Санкции вводили ряд запретов на сотрудничество с этими компаниями, ограничение на поставку товаров двойного назначения и новейших технологий в нефтедобыче, что несомненно негативно отразится на российской экономике.

Но наиболее сильное воздействие секторальных санкций возымела мера по ограничению финансирования на долларом и евро вом рынке для попавших под санкции компаний.

Она запретила резидентам Америки и Евросоюза приобретать новые выпуски акций этих компаний и предоставлять им новые займы сроком более 90 дней, а с сентября этот срок был снижен до 30 дней. Эта мера, вместе с падающим за нефтью рублем, уже в 2014 создали серьезные проблемы на долговом рынке российских компаний, которым нужно рефинансировать огромного внешнего долга, в основном долларовой.

При госдолге в \$48 млрд, корпоративный сектор успел накопить долги объемом порядка \$600 млрд (из которых \$200 млрд приходится на банки), и выплаты по этому долгу только в 2015 составляют более \$100 млрд. А в условиях закрытия внешних рынков для ряда компаний это привело к падению доверия ко всему корпоративному долгу, с соответствующим падением цен и появлением проблем и в банковской системе.

И если государство не окажет помощь крупным корпорациям, это может привести к серьезному кризису. Но введенные санкции будут иметь негативные последствия и для западных экономик, особенно европейской, имеющей тесные связи с Россией и товарооборот, в 10 раз превышающий оборот торгов России и США (см. рис. 7).

**Рис. 7. Объемы экспорта в Россию ряда ведущих западных стран**



Источник информации: Financial Times

И по некоторым подсчетам эти санкции приведут к снижению ВВП Евросоюза только в 2014 году на 0,3%.

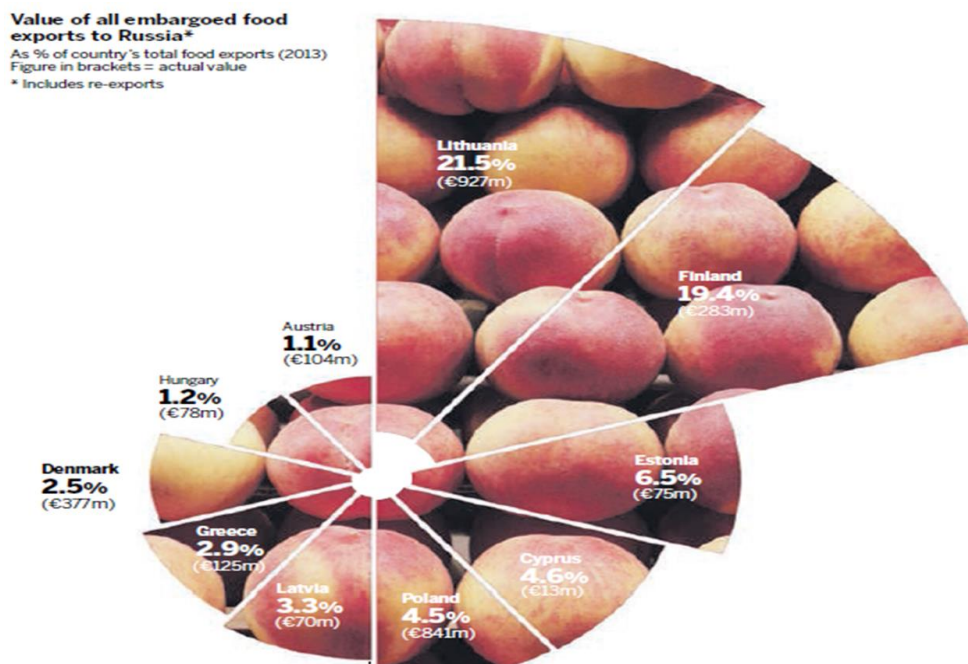
Неприятности Европе принесли и ответные августовские санкции РФ, запретившие ввоз большинства продуктов мясной, рыбной, молочной и плодоовощной продукции из санкционирующих Россию стран.



У Евросоюза на Россию приходится 10% экспорта пищевой продукции, и в 2013 году его объем составил €12 млрд.

Правда доли запрещенных продуктов в общем объеме экспорта у стран союза существенно разнятся (см. рис. 8), вследствие чего существенно будет различаться и негативный эффект.

**Рис. 8. Наиболее и наименее пострадавшие от эмбарго (относительно общего объема экспорта) страны Евросоюза**



Источник информации: Financial Times

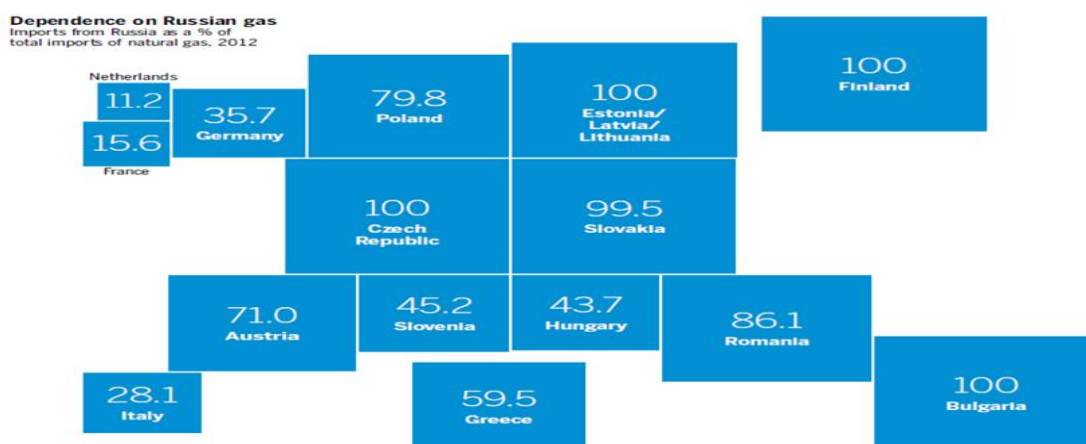
Зато несомненную выгоду от «войны санкций» получил ряд третьих стран и прежде всего Белоруссия. Страна не только существенно увеличила поставки в Россию традиционного экспорта мясомолочной продукции, но и зарабатывает на экспорте «переработанной» продукции из стран, попавших под санкции.

Несомненно, бонусы получит и Китай на фоне трудностей в экономиках его конкурентов, что уже позволило ему понизить цены в огромном газовом контракте с Россией. Отметим, что несмотря на масштабность принятых западом мер, они пока далеки от реальных жестких санкций, примененных, например, к Ирану, включая эмбарго на закупки его нефти.

Дело в том, что ввести аналогичные санкции против России в энергетической области Европа пока не в состоянии, так как прекращение закупки нефти и особенно газа чревато для нее тяжелейшими экономическими последствиями.

Для стран Евросоюза доля российских углеводородов в импорте в среднем близка к 30%. При этом доля импортируемого (а иногда и потребляемого) газа у некоторых стран союза достигает 100% (см. рис. 9), и перекрытие крана может просто привести в некоторых странах к техногенной катастрофе.

**Рис. 9. Доля российского газа в импорте ряда стран Евросоюза**



Sources: IEA; Eurostat; EIA

Источник информации: Financial Times

И если поставки российской нефти как-то можно попытаться заместить, то поставки газа пока технически заместить невозможно, что открыто признали и в Америке.

Впрочем, перекрытие газового вентиля катастрофически ударит и по российской экономике и бюджету. Судя по всему, и в Европе, и в России это хорошо понимают, и по «обоюдному согласию» такая ситуация допущена не будет.

## Нефть в глубоком пике

Еще одной горячей темой второй половины 2014 года стало резкое падение цен на черное золото, оказавшее сильное негативное давление на финансовые рынки нефтедобывающих, а за ними и всех развивающихся стран. А для финансовых рынков России, особенно рублевого и облигационного, это стало куда более тяжелым ударом, чем последствия западных санкций. Цены на нефть марки Brent, после почти двухлетнего движения в коридоре, располагавшиеся между \$100 и \$120, с июля начали падать, а в последние три месяца вошли в глубокий пик (см. рис. 10), потеряв за год почти 50%.

Рис. 10. График движения цен на нефть марки Brent, месячные бары



Источник информации: Thomson Reuters

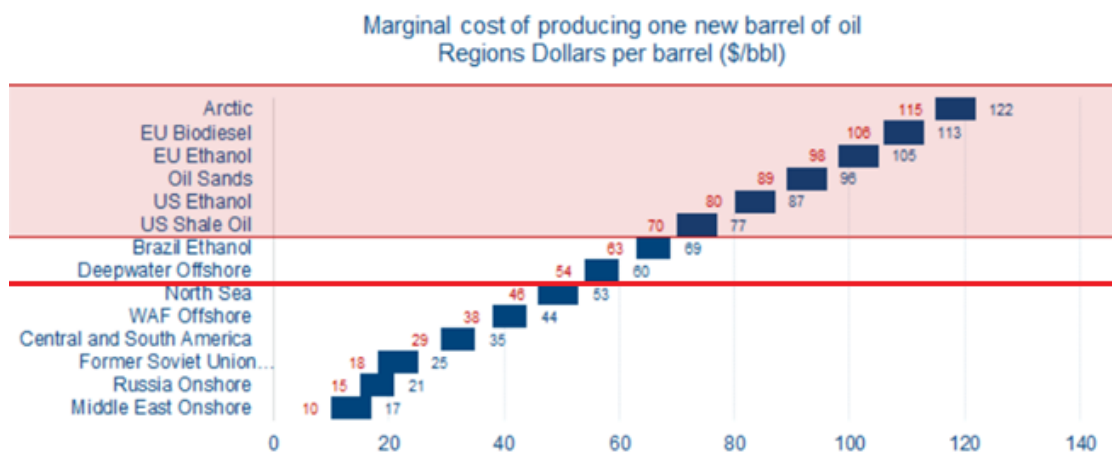
И это движение нельзя объяснить только фундаментальными факторами, такими как рост добычи в США и снижающимся мировым спросом. Эти факторы возникли вовсе не в июле, да и их общий эффект явно непропорционален размеру падения цен. Модная сейчас теория заговора также не выдерживает критики (или такие заговоры «то в одну, то в другую сторону» должны проходить на этом рынке регулярно, см. график выше).

И не входя в логические противоречия, объяснить это движение можно лишь пришедшимся на указанный момент началом мощной игры на понижение цен на нефтяном рынке. Надежды на то, что меры для остановки падения цен будут приняты странами ОПЕК на заседании 27 ноября не оправдались — ОПЕК оставил суммарную добычу нефти неизменной — на уровне в 30 миллионов баррелей в день.

Есть целый ряд причин, почему добывающие 40% мирового потребления нефти страны не пошли на сокращение добычи, чтобы остановить негативную ценовую динамику. Но самой очевидной является желание этих стран, где компании заняты традиционной добычей, ослабить конкуренцию со стороны новых технологий.

Себестоимость добычи нефти у стран ОПЕК, согласно Reuters, не превышает \$17 долларов за баррель. В то время, как себестоимость добычи нефти новыми технологиями колеблется от \$50 до \$120 за баррель (см. рис. 11).

Рис. 11. Сравнительная таблица себестоимости добычи нефти для различных регионов и технологий



Источник информации: Reuters, EIA

Так что падение цен на нефть, прежде всего убивает именно конкурентов ОПЕК. Теоретически, игра на понижение может продолжиться и дальше. Но на наш взгляд, сценарий остановки тренда падения и начала игры на повышение с возвратом цен в 2015 в коридор \$70–\$100 выглядит как более вероятный.

## Мировой рынок акций

На рынке акций год прошел более позитивно для развитых рынков, а американским DJI и S&P и немецкому DAX удалось, как и в 2013, обновить исторические максимумы. На развивающихся рынках акции тенденции были более смешанными, и ряд индексов закрыл год падением (см. таб. 2). Но число индексов, закрывших год ростом было больше, а индийский SENSEX и южноафриканский TOP40 также вышли на новые исторические максимумы.

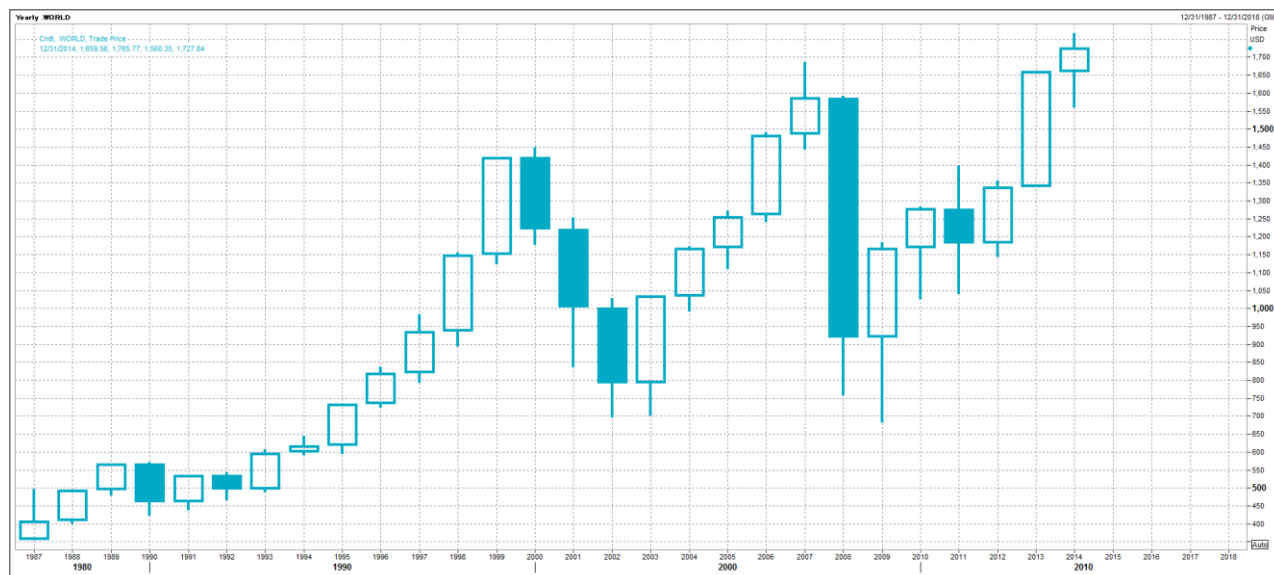
**Таб. 2. Результаты динамики движения ряда ведущих фондовых индексов**

| Биржевой индекс      | P/E   | Div. Yield | За 2003 |         |         |         |         |         |         |         | Курс к USD за 2014 |
|----------------------|-------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------|
|                      |       |            | - 2007  | За 2008 | За 2009 | За 2010 | За 2011 | За 2012 | За 2013 | За 2014 |                    |
| DJI (США)            | 15.50 | 2.10       | 59.0%   | -33.8%  | 18.8%   | 11.0%   | 5.5%    | 7.3%    | 26.5%   | 7.5%    | 0.00%              |
| S&P 500 (США)        | 16.90 | 2.00       | 66.9%   | -38.5%  | 23.5%   | 12.7%   | 0.0%    | 13.4%   | 29.6%   | 11.4%   | 0.00%              |
| Nasdaq Comp. (США)   | 23.80 | 1.40       | 98.6%   | -40.5%  | 43.9%   | 16.9%   | -1.8%   | 15.9%   | 38.3%   | 13.4%   | 0.00%              |
| GDAX (Германия)      | 15.30 | 3.00       | 178.9%  | -40.4%  | 23.8%   | 16.1%   | -14.7%  | 29.1%   | 25.5%   | 2.65%   | -12.25%            |
| FTSE (Англия)        | 16.60 | 3.70       | 61.5%   | -31.0%  | 23.2%   | 9.0%    | -5.6%   | 5.8%    | 14.4%   | -2.7%   | -5.95%             |
| CAC (Франция)        | 18.30 | 3.20       | 83.2%   | -42.7%  | 22.3%   | -3.4%   | -17.0%  | 15.3%   | 18.0%   | -0.5%   | -12.25%            |
| N225 (Япония)        | 21.80 | 1.50       | 78.4%   | -42.1%  | 19.0%   | -3.0%   | -17.3%  | 22.9%   | 56.7%   | 7.12%   | -12.14%            |
| RTS (Россия)         | 5.80  | 4.90       | 537.9%  | -72.4%  | 128.6%  | 22.5%   | -22.0%  | 10.9%   | -5.8%   | -45.19% | 0.00%              |
| MICEX (Россия)       | 5.40  | 4.90       | 492.3%  | -67.2%  | 121.1%  | 23.2%   | -16.9%  | 5.3%    | 1.8%    | -7.15%  | -43.52%            |
| SSEC (Китай)         | 11.10 | 2.90       | 287.4%  | -65.4%  | 80.0%   | -14.3%  | -21.7%  | 3.2%    | -6.8%   | 52.9%   | -2.52%             |
| HSI (Гонконг)        | 10.70 | 3.30       | 198.4%  | -48.3%  | 52.0%   | 5.3%    | -20.0%  | 22.9%   | 2.9%    | 1.3%    | 0.00%              |
| KOSPI (Корея)        | 12.70 | 1.20       | 202.3%  | -40.7%  | 49.7%   | 21.9%   | -11.0%  | 9.4%    | 0.7%    | -4.76%  | -3.68%             |
| TWII (Тайвань)       | 15.40 | 2.90       | 91.0%   | -46.0%  | 78.3%   | 9.6%    | -21.2%  | 8.9%    | 11.8%   | 8.1%    | -5.65%             |
| SENSEX (Индия)       | 17.70 | 1.50       | 500.7%  | -52.4%  | 81.0%   | 17.4%   | -24.6%  | 25.7%   | 9.0%    | 29.9%   | -2.13%             |
| BOVESPA (Бразилия)   | 18.60 | 4.20       | 467.0%  | -41.2%  | 82.7%   | 1.0%    | -18.1%  | 7.4%    | -15.5%  | -2.91%  | -10.87%            |
| MXX (Мексика)        | 19.20 | 1.40       | 382.1%  | -24.2%  | 43.5%   | 20.0%   | -3.8%   | 17.9%   | -2.2%   | 1.0%    | -11.21%            |
| XU100(Турция)        | 10.00 | 2.50       | 435.6%  | -51.6%  | 96.6%   | 24.9%   | -22.3%  | 52.6%   | -13.3%  | 26.4%   | -8.04%             |
| TOP40 (Южная Африка) | 13.90 | 2.80       | 202.4%  | -25.9%  | 28.6%   | 14.6%   | -0.6%   | 22.2%   | 19.2%   | 6.0%    | -8.92%             |
| MSCI WD (Мировой)    |       |            | 100.6%  | -42.1%  | 27.0%   | 9.6%    | -7.7%   | 13.2%   | 24.1%   | 2.9%    |                    |
| MSCI EM (Развив.)    |       |            | 326.6%  | -54.5%  | 74.4%   | 16.4%   | -20.4%  | 15.2%   | -5.0%   | -4.6%   |                    |

Источник информации: Thomson Reuters, Bloomberg, ABLV Bank

Это позволило мировому индексу акций MSCI WD показать за год рост на 2,9% (что существенно меньше роста на 24% в 2013, и на 13% в 2012), и установить новый исторический максимум, превзойдя максимум 2007 (см. рис. 12).

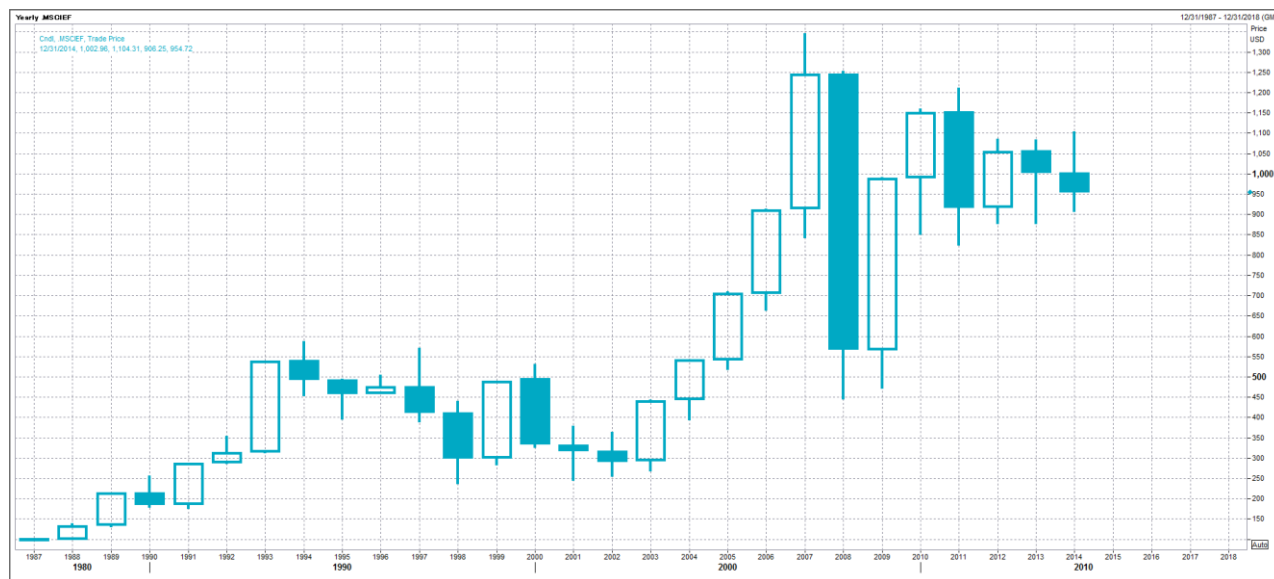
**Рис. 12. Динамика движения мирового индекса MSCI WORLD, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

Но индекс развивающихся рынков MSCI EM, учитывающий (как и MSCI WD) и движение валют индексов к доллару, за год показал падение на 4,6%, и до уровней максимума 2007 ему теперь нужно вырасти еще на 25% (см. рис. 13).

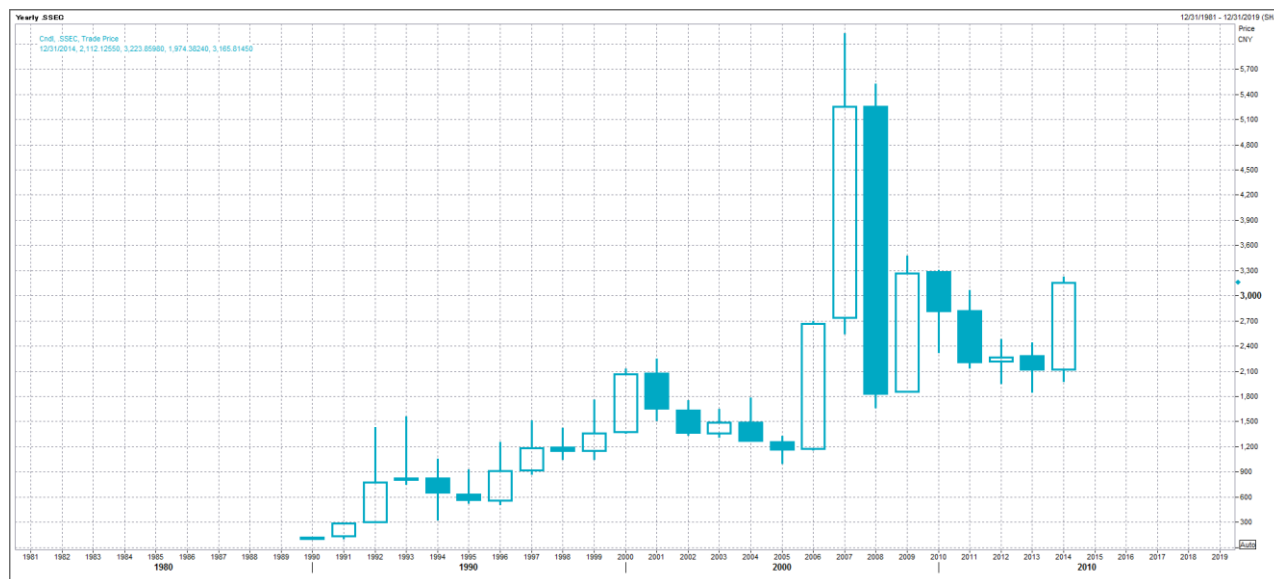
**Рис. 13. Динамика движения индекса развивающихся рынков MSCI EM, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

Наибольший рост среди всех отслеживаемых нами индексов в 2014 показал китайский SSEС, взлетевший на 52,9% (см. рис. 14) и даже учитывая падение юаня к доллару на 2,5%, его рост в долларах составил более 52%!

**Рис. 14. Динамика движения индекса SSEС, годовые бары**

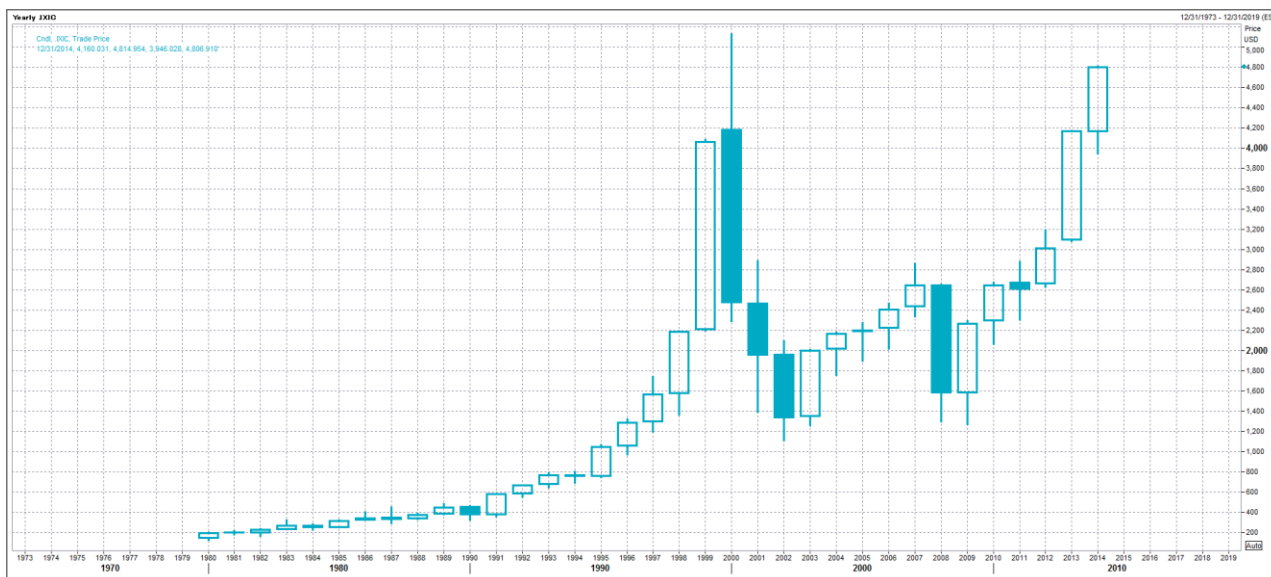


Источник информации: Thomson Reuters

Наилучшую динамику среди отслеживаемых нами развитых индексов в 2014 показал американский NASDAQ, выросший на 13,4%, и за несколько лет он сделал невероятное — приблизился к максимуму 2000 года (см. рис. 15).



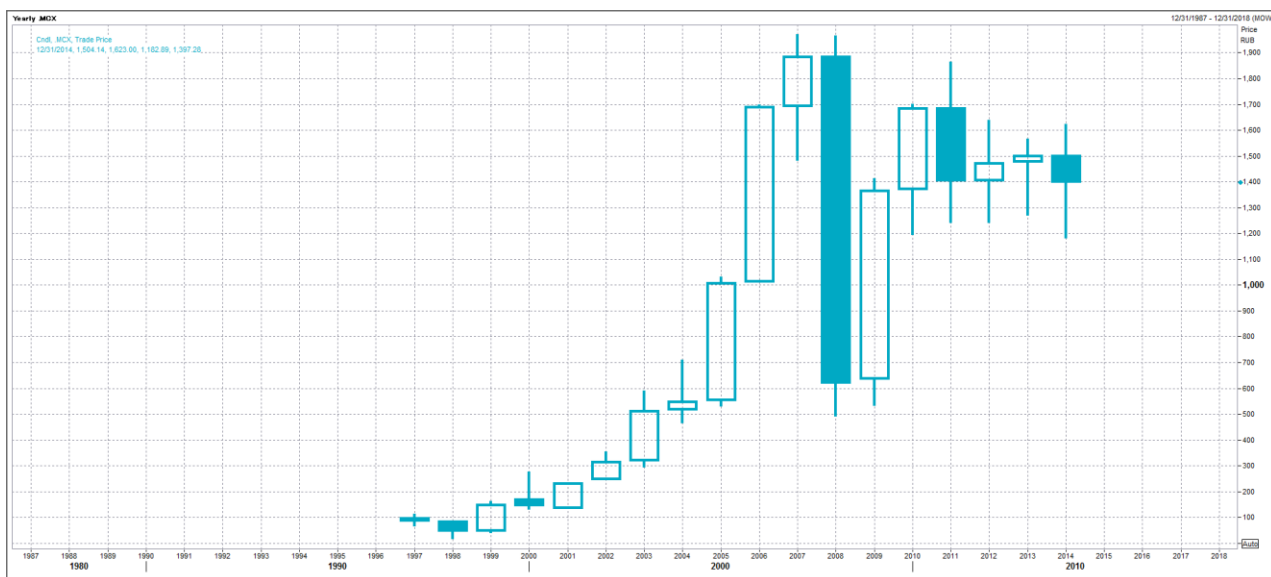
Рис. 15. Динамика движения индекса NASDAQ, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Наихудшую динамику среди отслеживаемых нами индексов в 2014, по понятным причинам, показал российский MICEX, упавший за год на 7,2% (см. рис. 16), а учитывающий курс рубля RTS, вообще рухнул на 45%!

Рис. 16. Динамика движения индекса MICEX, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

### Наша оценка дальнейших сценариев

Наш прошлогодний сценарий о возможной коррекции цен на мировом рынке внутри года и закрытии 2014 года в небольшом плюсе (или минусе), фактически реализовался. На наш взгляд, тренд роста на мировом рынке по-прежнему остается в силе и продолжится в наступившем 2015 году. А годовой рост мирового индекса может составить 10% и более.

При этом, возможно более существенный вклад в рост мирового индекса на этот раз внесут развивающиеся рынки, за счет замедления темпов падения их валют к доллару. Продолжению роста акций будет способствовать ряд факторов, включая активизацию QE со стороны ЕЦБ и Банка Японии, остающийся «раздутым» баланс ФРС и крайне низкие ставки на рынке высококачественных облигаций.

В то же время возрастает вероятность того, что в ближайшие 3 года мы увидим и более глубокую коррекцию цен вниз, как реакцию на длительный тренд значительного роста цен с 2009 года. Российский рынок с P/E в районе 6, по-прежнему остается крайне привлекательным в долгосрочной перспективе, однако активную покупку здесь лучше начинать после стабилизации рубля, т.е. после остановки падения цен на нефть.

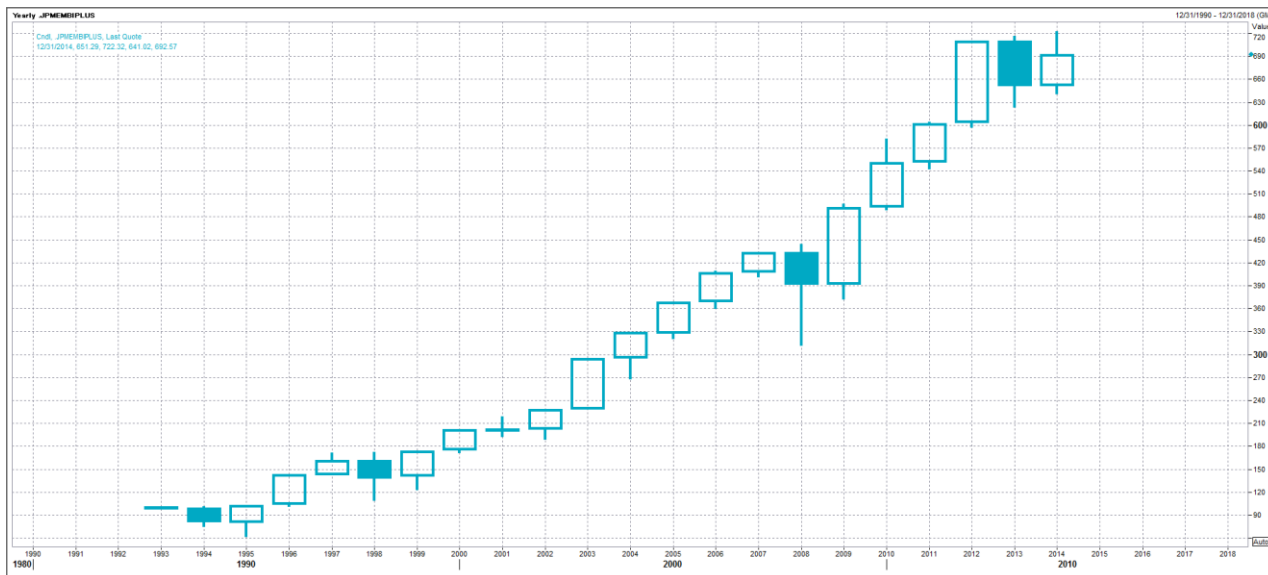
Основной рекомендацией на 2015 год будет рекомендация «держаться» портфель, составленный согласно нашим рекомендациям покупки в 2011–2013 годах «крепких» компаний (или индексов) с низким P/E и высокими Div. Yield.

## Мировой рынок облигаций

На рынке облигаций год также был нервным и волатильным, но в результате во всех отслеживаемых нами секторах: развивающемся, развитом и секторе PIIGS — он закрылся весомым ростом цен (за исключением греческих бумаг).

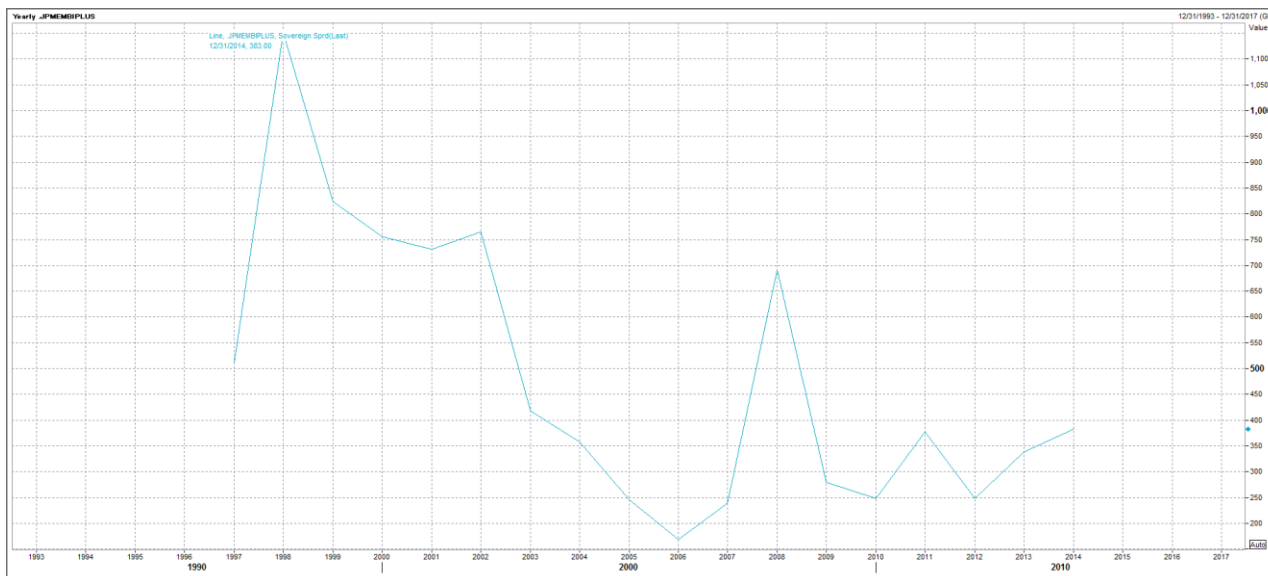
В секторе гособлигаций развивающихся рынков индекс EMBI+ показал за год рост на 6,2%, но его спред к treasuries расширился с 3,4% до 3,9%, ввиду еще большего роста цен на американские облигации (см. рис. 17, 18).

Рис. 17. Динамика движения индекса EMBI+, годовые линии



Источник информации: Thomson Reuters

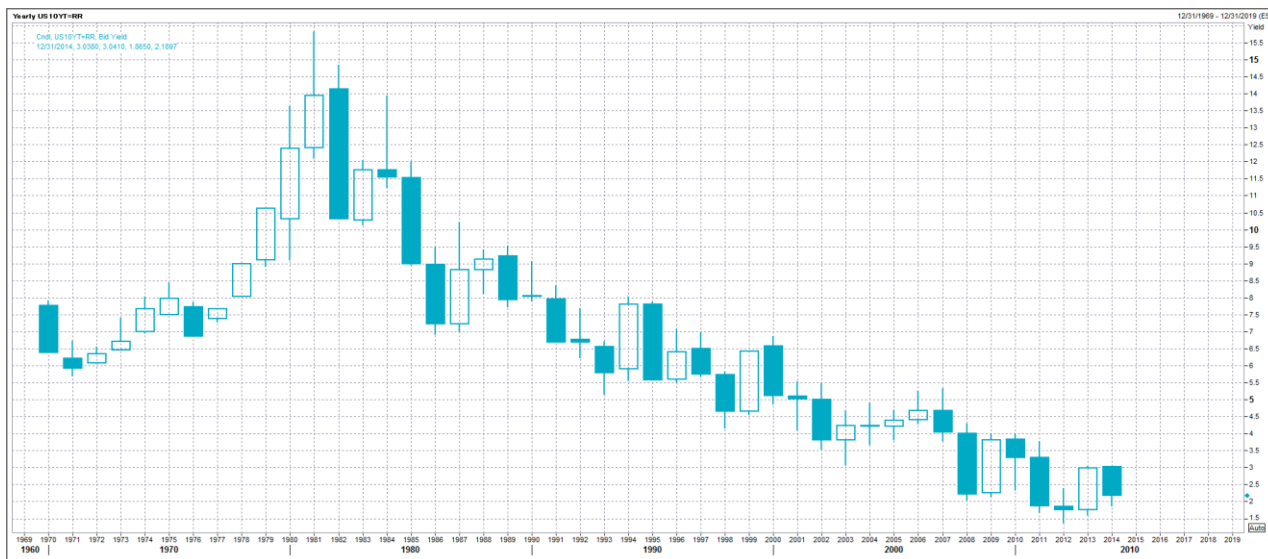
Рис. 18. Динамика движения спреда индекса EMBI+, годовые линии



Источник информации: Thomson Reuters

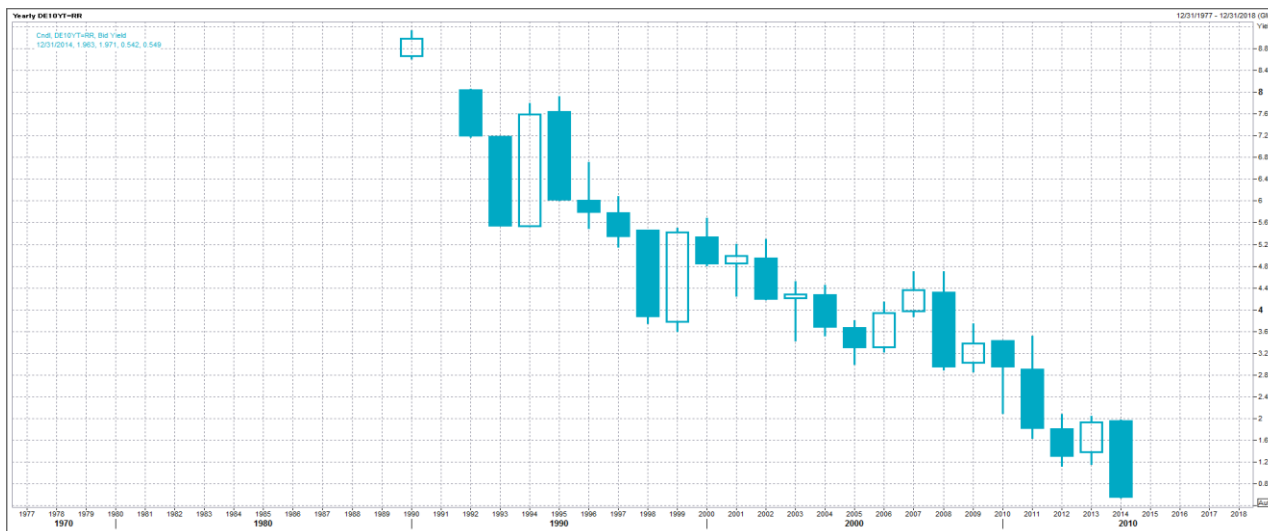
В секторе safe haven — американских и немецких гособлигаций наблюдался существенный рост цен и доходность по 10-летним treasuries упала за год с 3% до 2,2%, а по немецким bunds с 1,9% до рекордных 0,5% (см. рис. 19, 20).

Рис. 19. Динамика доходности 10-летних гособлигаций США, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

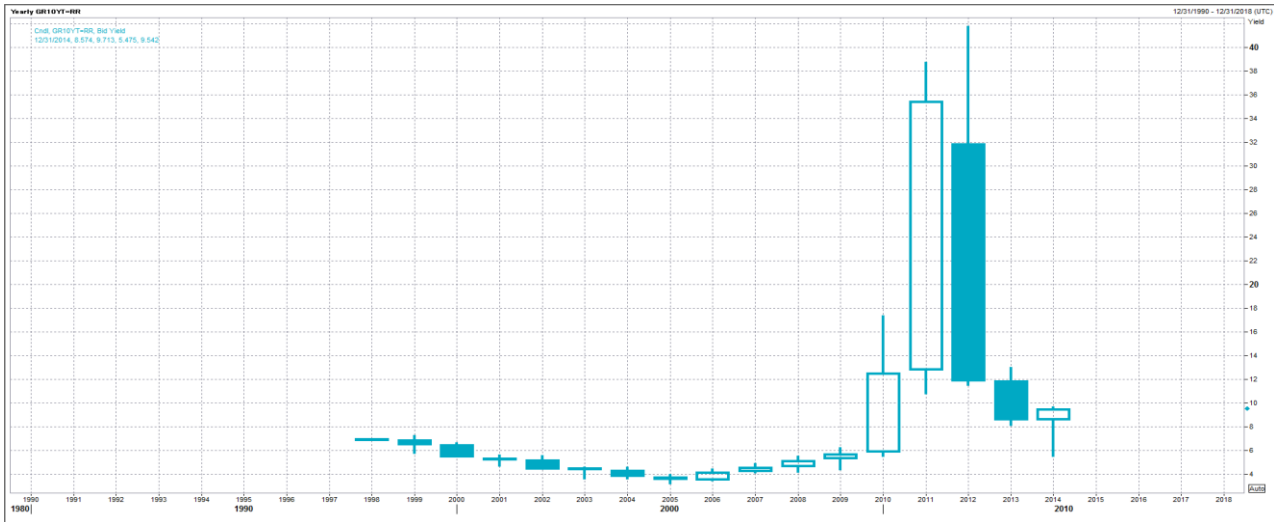
Рис. 20. Динамика доходности 10-летних гособлигаций Германии, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Существенный рост цен наблюдался и в секторе PIIGS. Однако в последнем квартале, на заявление властей о возможном выходе из программ помощи, рынок обвалил греческие облигации, и доходность 10-летки здесь за год выросла с 8,5% до 9,6% (см. рис. 21).

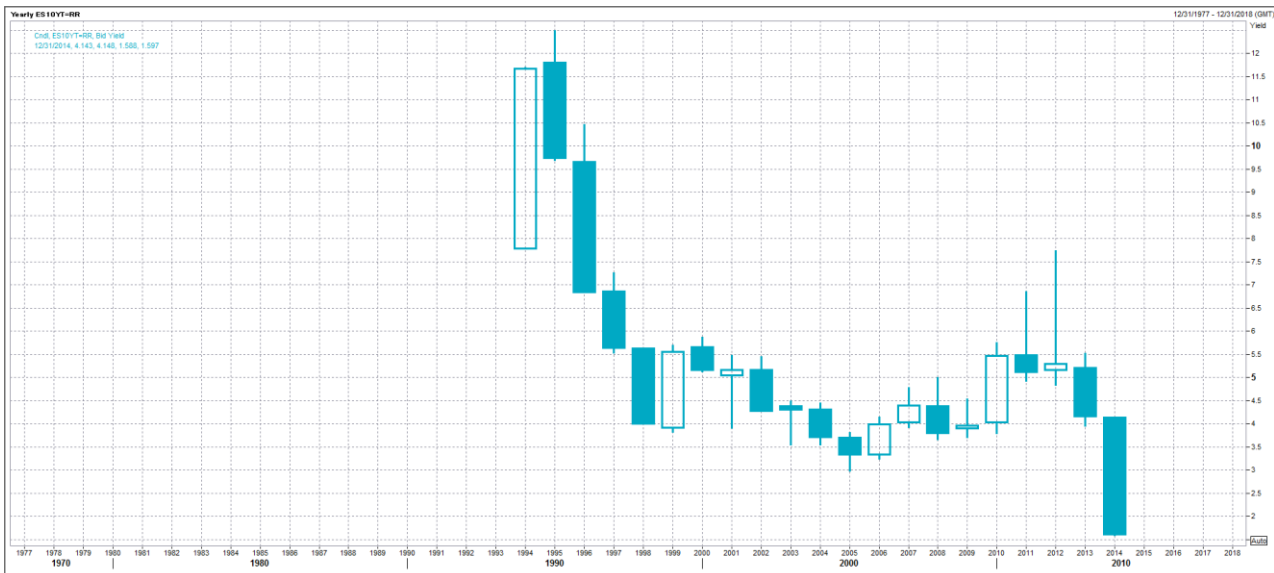
Рис. 21. Динамика движения цен на 10-летние греческие облигации годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Рост облигаций других PIIGS был значительным, и наибольшим в испанских бумагах, где годовой рост по 10-летним облигациям составил 24%, и доходность по ним упала с 4,1% до 1,6 (см. рис. 22).

**Рис. 22. Динамика доходности 10-летних гособлигаций Испании, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

## Мировой валютный рынок

На валютном рынке год прошел под знаком победоносного роста доллара, выросшего ко всем отслеживаемым нами валютам (см. таб. 3).

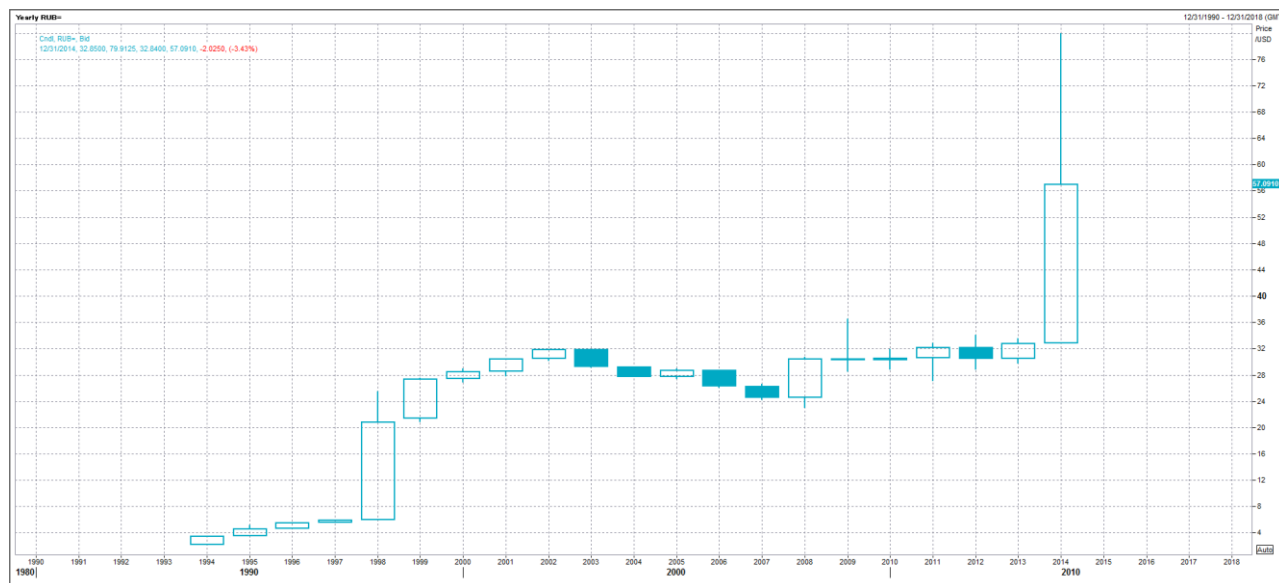
При этом рост к ряду «сырьевых» развивающихся валют, на фоне падающей нефти, оказался значительным, и годовое падение российского рубля к доллару превысило 43%!

**Таб. 3. Таблица динамики движения валют, отслеживаемых нами фондовых рынков**

| Индекс                | Изменение к USD / Валюта индекса | за 2013 год | за 2014 год |
|-----------------------|----------------------------------|-------------|-------------|
| DJI (США)             | USD                              | 0.00%       | 0.00%       |
| S&P 500 (США)         | USD                              | 0.00%       | 0.00%       |
| Nasdaq Comp. (США)    | USD                              | 0.00%       | 0.00%       |
| GDAX (Германия)       | EUR                              | 4.49%       | -12.25%     |
| FTSE (Великобритания) | GBP                              | 1.99%       | -5.95%      |
| CAC (Франция)         | EUR                              | 4.49%       | -12.25%     |
| N225 (Япония)         | JPY                              | -17.71%     | -12.14%     |
| RTS (Россия)          | USD                              | 0.00%       | 0.00%       |
| MICEX (Россия)        | RUB                              | -7.10%      | -43.52%     |
| SSEC (Китай)          | CNY                              | 3.02%       | -2.52%      |
| HSI (Гонконг)         | HKD                              | -0.04%      | 0.00%       |
| KOSPI (Корея)         | KRW                              | 1.04%       | -3.68%      |
| TWII (Тайвань)        | TWD                              | -2.61%      | -5.65%      |
| SENSEX (Индия)        | INR                              | -11.42%     | -2.13%      |
| BOVESPA (Бразилия)    | BRL                              | -13.29%     | -10.87%     |
| MXX (Мексика)         | MXN                              | -1.31%      | -11.21%     |
| ISE100(Турция)        | TRY                              | -17.02%     | -8.04%      |
| TOP40 (Южная Африка)  | ZAR                              | -19.42%     | -8.92%      |

Рубль показал наибольшее падение к доллару среди отслеживаемых нами валют — на 43,5% в основном вызванное аналогичным падением цен на нефть, что стало наихудшим годовым показателем с кризисного 1998 (см. рис. 23).

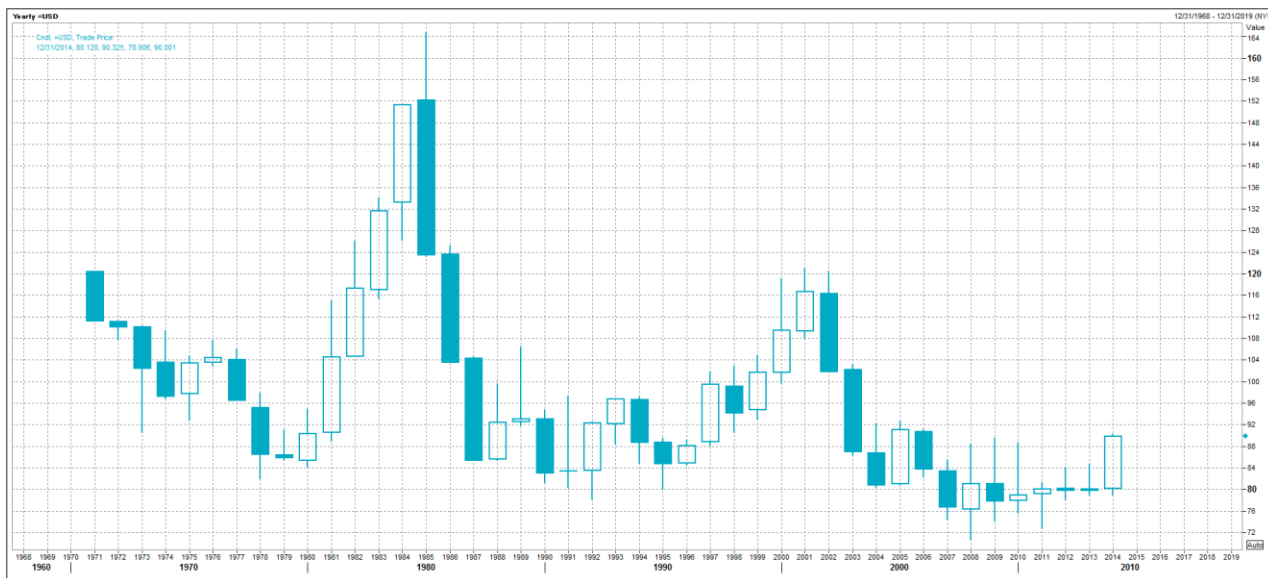
**Рис. 23. Динамика движения доллара к рублю, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

Доллар показал двузначный рост цены и к ведущим развитым мировым валютам, вследствие чего долларový индекс — курс доллара к шести ведущим валютам вырос за год на 12,8% (см. рис. 24).

**Рис. 24. Динамика движения долларového индекса, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

Что касается основного соперника доллара — евро, то он упал за год к доллару на 12,3% (см. рис. 25).

**Рис. 25. Динамика движения евро к доллару, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

### **Наша оценка дальнейших сценариев**

Наш основной сценарий на рынке евро-доллар остается неизменным. Согласно этому сценарию, минимум доллара, достигнутый в июле 2008 года на уровне 1,6040 EUR/USD, является точкой завершения многолетнего тренда падения доллара и началом тренда его многолетнего роста.

Соответственно, мы не меняем нашего основного прогноза на данном рынке, согласно которого в течение ближайших лет цена конвертации евро к доллару опустится к уровням вблизи паритета (1 EUR/USD).

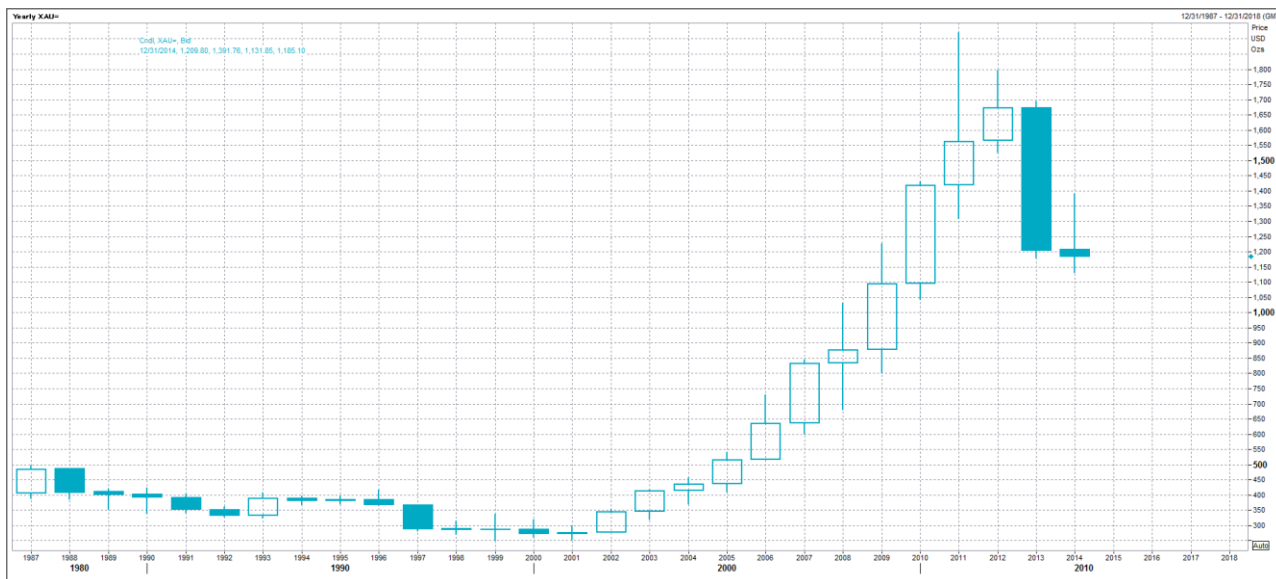
Достижение этой цели теперь вполне возможно уже в 2015 или в начале 2016 года.



## Золото

Золото показало в 2014 намного менее волатильные торги, чем в 2013. И хотя год начался на этом рынке с роста цен, закрыло год золото незначительным понижением на 1,4% вблизи уровня \$1200 (см. рис. 26).

**Рис. 26. Динамика движения цен на золото, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

### Наша оценка дальнейших сценариев

Мощнейшее падение цен апреля–июня 2013 года, с пробитием зоны поддержки тренда роста \$1400–\$1500, фактически подтвердило смену тренда роста цен 2005–2011 трендом падения цен на золото.

Этот тренд, с большой вероятностью, может привести цены к уровням вблизи \$1000 за унцию и даже ниже.

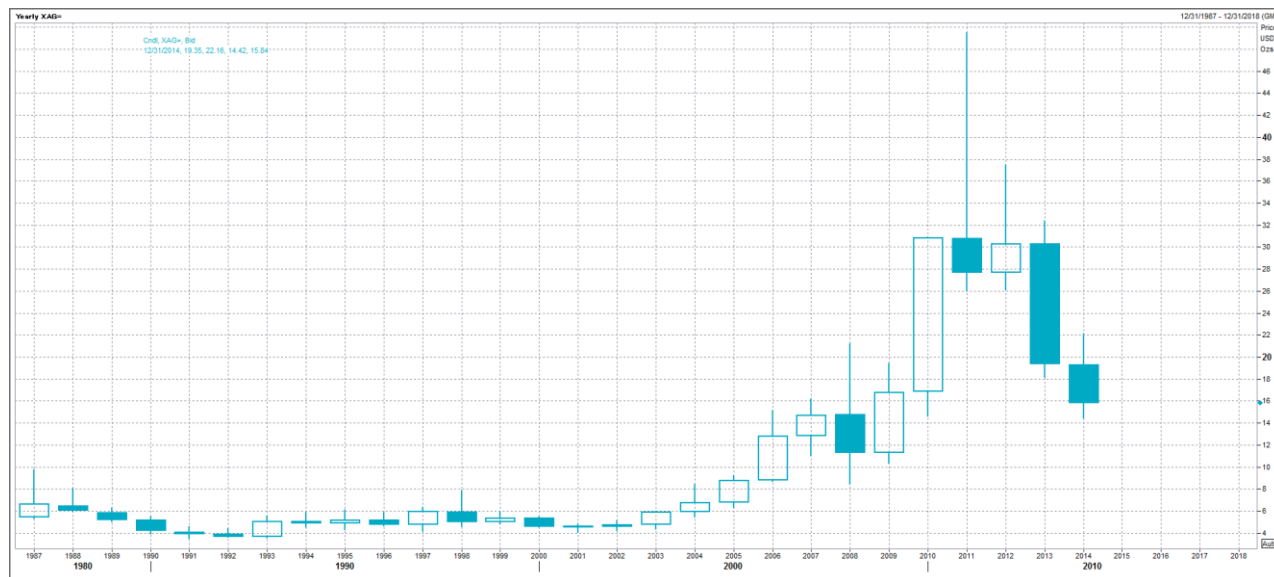
Однако вслед за этим падением, в долгосрочной перспективе мы ожидаем возобновления роста цен на этот металл, по типу движения цен на платину в 2007–2010 году.

Соответственно, есть основания опять открывать длинные позиции по золоту, начиная ниже уровня \$1100 за унцию, увеличивая их объем при падении цен ниже \$1000.

## Серебро

Серебро в 2014 году показало максимальное падение цен среди драгметаллов — на 19,3 %, и цена унции упала к уровню \$16 (см. рис. 27), но это существенно меньше падения в 2013 на 35,7%.

Рис. 27. Динамика движения цен на серебро, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

### Наша оценка дальнейших сценариев

Резкий рост и последовавшее за ним мощное падение цен на серебро в 2011 году указывают на то, что на данном рынке пузырь цен 2009–2011 года лопнул и продолжил «сдуваться» в 2012 и 2013 годах.

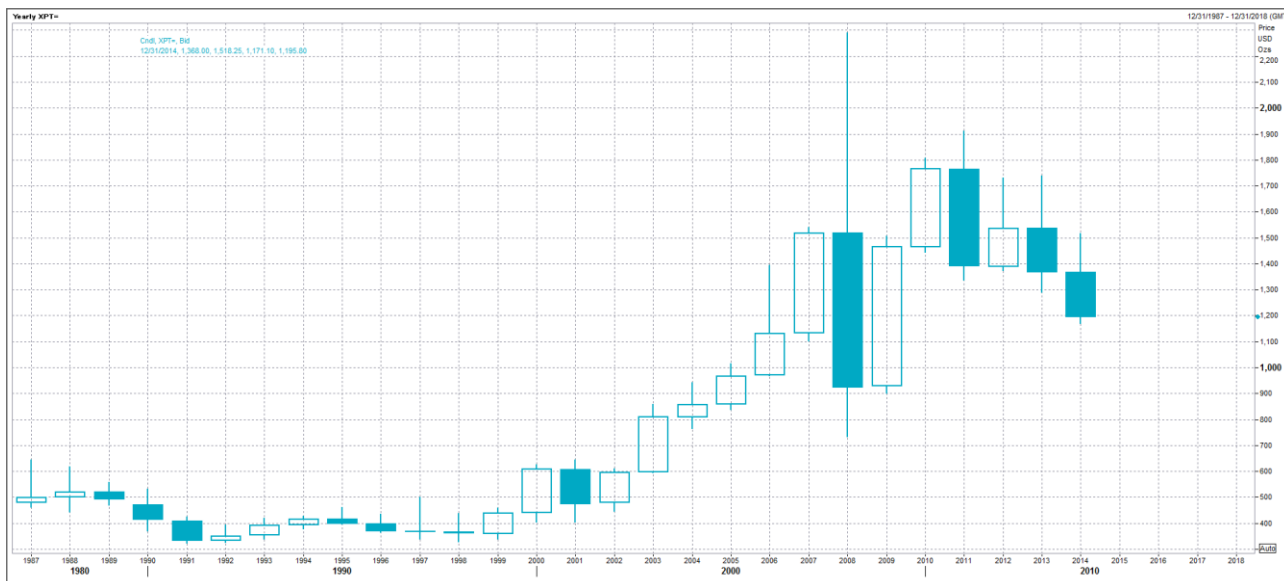
Однако мы не ожидаем возврата цен на уровни \$8–\$10 и ожидаем что с большой вероятностью вблизи зоны \$15–\$18 будет сформирована база для нового более «плавного» долгосрочного тренда роста цен на этот металл.

В случае падения цен ниже уровня \$15, есть веские основания агрессивно открывать длинные позиции по данному активу в расчете на удвоение и даже утроение цен в течение 2–3 последующих лет.

## Платина

Платина показала в 2014 году падение существенно большее чем золото — на 11,5% (см. рис. 28). В результате цена унции этого драгметалла приблизилась к цене унции золота, закрыв год вблизи уровня \$1200.

**Рис. 28. Динамика движения цен на платину, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

### Наша оценка дальнейших сценариев

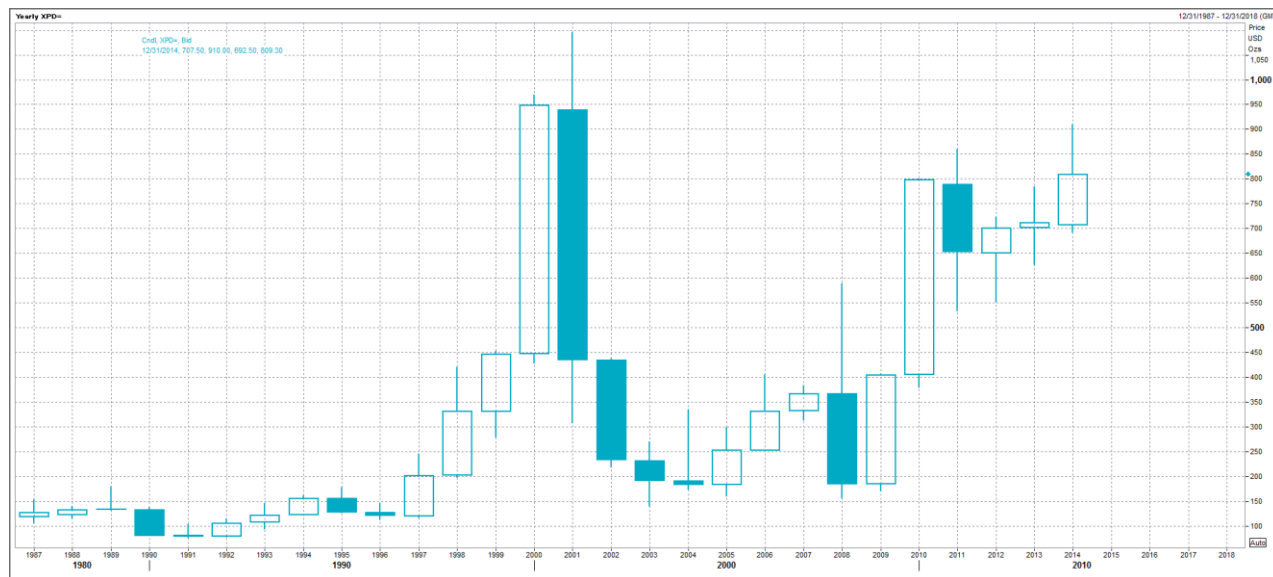
Прогнозируя динамику движений на рынке платины, следует учитывать, что в 2003–2008 спекулянты уже «отыгрывали» этот рынок. В 2003, после многолетней истории, цена платины оторвалась от цены золота и за 6 лет взлетела почти в 4 раза (на 300%), а затем рухнула в 2008 на 65% (т.е. почти втрое).

После 2008 года корреляция между рынками платины и золота возобновилась, хотя и не в полном объеме, но мы ожидаем, что тенденции на рынке платины будут во многом зависеть от ставшего теперь «ведущим» рынка золота.

## Палладий

Палладий стал единственным драгметаллом, показавшим второй год подряд рост цен на фоне падения цен на остальные драгметаллы, и цена его унции выросла на 10,9%, поднявшись выше уровня \$800 (см. рис. 29).

**Рис. 29. Динамика движения цен на палладий, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

### Наша оценка дальнейших сценариев

Рынок палладия также уже пережил свое «пузырение» в 1997–2001, когда цена унции выросла более чем в 6 раз (на 500%), а затем рухнула в 5 раз в 2001–2003 годах.

С 2009 на этом рынке зародился новый, более умеренный тренд роста.

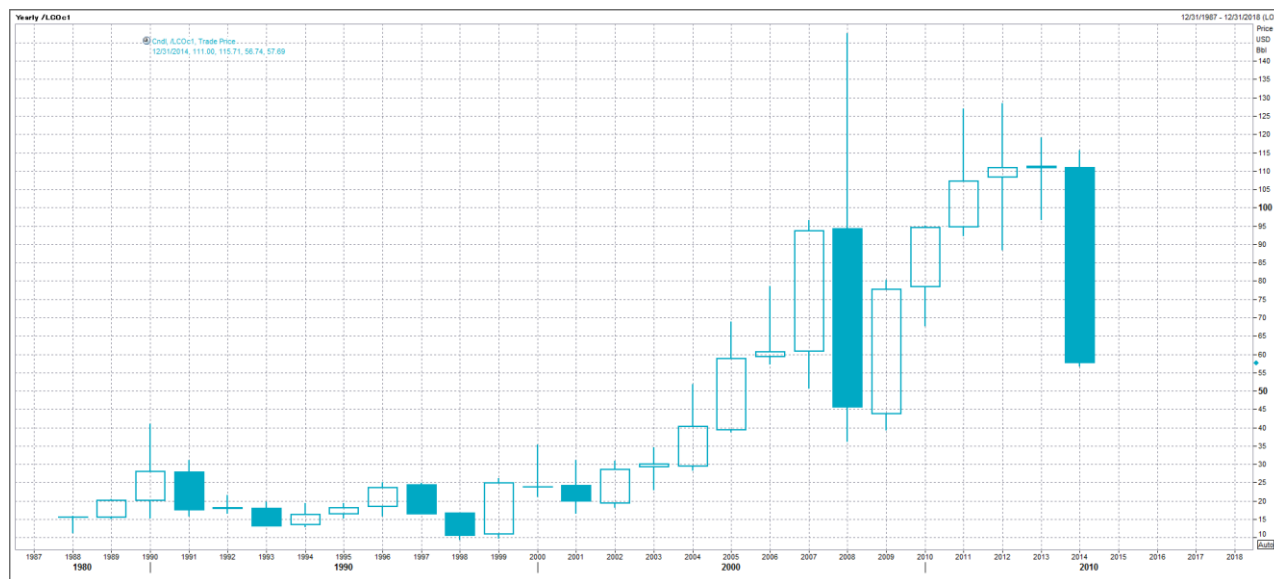
И после пробития верхнего уровня многолетнего бокового коридора \$550–\$750 за унцию, мы ожидаем в среднесрочной перспективе продолжения торгов в коридоре \$750–\$950 за унцию.

## Нефть

На рынке нефти год ознаменовался резким падением цен во второй его половине, и цена барреля марки Brent упала за год на 48,3% со \$111 до \$57, а марки WTI на 45,9% с \$98 до \$53 (см. рис. 30).

Спред цен между ведущими марками продолжил сокращаться и упал за год с \$12,5 до \$4.

**Рис. 30. Динамика движения цен на нефть марки Brent, годовые бары**



Источник информации: Thomson Reuters

### Наша оценка дальнейших сценариев

Наш основной прошлогодний сценарий пробития ценами на нефть марки Brent нижнего уровня многолетнего коридора \$100–\$120 уже реализовался.

Судя по силе нисходящего тренда, цены могут некоторое время оставаться ниже уровня \$60 за баррель.

Однако вероятность их падения и закрепления ниже уровня \$50 за баррель пока выглядит как невысокая.

Более вероятным мы видим сценарий возвращения еще в 2015 году цен в коридор \$70–\$100 за баррель, где они могут торговаться в течение нескольких лет.

## Информация об обзоре

Данный обзор предназначен для использования исключительно в информационных целях и не может расцениваться как инвестиционная рекомендация, инвестиционное исследование или консультация по инвестициям.

Автором обзора является сотрудник ABLV Asset Management, IPAS (юр. адрес: ул. Элизабетес, д. 23, г. Рига) Леонид Альшанский, Dr. Math. Упомянутая в данном обзоре информация получена из источников, которые на финансовых рынках считаются надежными, однако ABLV Asset Management, IPAS или его сотрудник не несет ответственности за точность и полноту полученной и предоставленной информации.

ABLV Asset Management, IPAS или его сотрудник не несет ответственности за какие-либо убытки, которые возникли в результате использования данного обзора для собственных инвестиционных сделок.

Автор обзора не будет сообщать об изменениях ситуации и мнения, указанного в обзоре.

Упомянутые в обзоре эмитенты не ознакомлены с содержанием обзора.

Информация о рисках, связанных с инвестиционными сделками, находится по адресу:  
**<http://www.ablv.com/ru/services/investments/brokerage/risk>**