

Мировой финансовый рынок: горячие темы 2015 года

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

Содержание

Итоги 2015 года	2
ЕЦБ: и все-таки QE	4
Неторопливая ФРС	7
Спасение Греции – долгая дорога в дюнах	10
Юань станет пятой мировой резервной валютой	12
Мировой рынок акций	15
Мировой рынок облигаций	19
Мировой валютный рынок	22
Золото	24
Серебро	25
Платина	26
Палладий	27
Нефть	28
Информация об обзоре	29

Итоги 2015 года

В завершившемся 2015 году экономика оказалась в более сложном положении, чем ожидалось.

После роста мирового ВВП в 2014 году на 3.4% (в 2013 году – 3%) в начале 2015 года МВФ прогнозировал, что рост мировой экономики в наступившем году составит порядка 3.8%.

По расчетам аналитиков МВФ, этот более высокий показатель должен был обеспечить более значительный рост развивающихся экономик на фоне стабильного роста развитых.

Однако экономическая ситуация оказалась не столь благоприятной, и развивающиеся экономики показали в 2015 году более слабый рост, чем в 2014 году.

Рост ВВП Китая в 2015 году ожидался на уровне 6.8% – 6.9% против 7.3% в 2014 году. В России вообще ожидалось падение ВВП на 3.5% – 3.8% против роста на 0.6% в 2014 году, а рост экономики BRICS прогнозировался на уровне 4.7% против 5.2% в 2014 году.

В то же время рост ВВП США в 2015 году ожидался в размере 2.5% против 2.4% в 2014 году, а рост ВВП в еврозоне прогнозировался до 1.5% с 0.9% в 2014 году.

В последнем октябрьском отчете МВФ понизил свой прогноз роста мирового ВВП в 2015 году уже до **3.1%**, а прогноз Мирового Банка вообще составлял **2.8%**.

Прошедший год изобилует на горячие темы, оказывающие влияние на ситуацию на финансовых рынках.

И более всего внимание участников рынков было приковано к действиям двух ведущих центробанков – ЕЦБ и ФРС.

ЕЦБ в 2015 году, наконец, запустил крупномасштабную программу QE для стимуляции кредитования и инфляции.

Американская ФРС, наоборот, весь год готовилась к ужесточению кредитно-денежной политики и в декабре 2015 года, впервые с 2006 года, повысила ставку рефинансирования, 7 лет остававшуюся на рекордно низком уровне 0% – 0.25%.

Очень горячей темой, особенно в первой половине года, оставался греческий кризис, грозивший серьезно дестабилизировать ситуацию в еврозоне, но завершившийся достижением приемлемых договоренностей.

Важным событием в конце 2015 года стало и присоединение юаня к корзине мировых резервных валют, что явилось признанием достижений китайской экономики в развитии мирового экономического процесса.

Негатива на рынки в 2015 году добавили террористические атаки и наплыв беженцев в Европу, усиление активности ИГИЛ в Сирии и Ираке и противостояние России и Турции из-за сбитого самолета.

Реагируя на все эти процессы, финансовый рынок провел год очень нервно и волатильно, с чередой ощутимых волн роста и падения цен с явным преобладанием падения цен на товарные активы и валюты развивающихся стран.

Но в начале года ничего не предвещало этих проблем, и на рынке акций год начался с роста цен, что позволило многим ведущим индексам, включая мировой, многократно обновить свои исторические максимумы.

Однако в апреле – мае на рынке организовалась коррекционная волна падения цен, усилившаяся в августе – сентябре, что отбросило ведущие индексы на 10% – 30% от своих максимумов.

Много шума и волнений на мировом рынке акций вызвало резкое падение цен на китайские акции, где индексы за июнь – август потеряли почти 50% веса.

В результате мировой индекс акций MSCI WD завершил год падением на **2.7%**. И это второй год после 2011-го, когда мировой рынок акций, начавший новый мощный рост в 2009 году, закрыл год понижением.

На развивающихся рынках акций дополнительного негатива добавило существенное падение валют к доллару, что привело к резкому снижению индекса развивающихся рынков MSCI EM на **17%**!

На рынке облигаций год также был очень волатильным, особенно в отношении гособлигаций еврозоны, где на ожидания QE продолжился начавшийся еще в 2014 году резкий рост цен, сменившийся затем резким падением.

При этом доходность по немецкой «10-летке» к середине апреля опустилась практически до **0%**, а затем к середине июня взлетела выше **1%**! Год бумага закрыла небольшим падением с ростом доходности с 0.5% до 0.6%.

Treasuries также показали волатильные торги, и цены то падали, то росли на ожидания или неожиданности роста ставок. В результате цена «10-летки» все-таки потеряла порядка 1% цены с ростом доходности с 2.2% до 2.3%.

В секторе гособлигаций развивающихся рынков индекс EMBI+ показал за год рост на 1.8% (благодаря купонам), но его спред к *treasuries* расширился с 3.9% до 4.1%, так как цены на облигации упали больше, чем на *treasuries*.

В секторе PIIGS все бумаги, за исключением греческих, показали за год небольшой рост.

Греческие бумаги первые полгода провели в крайне волатильных на фоне драматических переговоров торгах с резким падением цен и ростом доходности по «10-летке» до **20%**!

Но ввиду благополучного завершения переговоров греческие бумаги показали рост цен, и 10-летние облигации закрыли год **18%** ростом с падением доходности с 9.6% до 8.4%.

Крайне тяжелым год оказался для корпоративных облигаций нефтяного сектора с серией банкротств более слабых компаний на фоне продолжившегося в 2015 году резкого падения цен на нефть.

На валютном рынке 2015 год стал вторым подряд годом мощного роста доллара к ведущим развитым и развивающимся валютам, ко многим очень значительного – от 10% к евро и иене до 20% к рублю и 33% к бразильскому реалу.

На рынке драгметаллов год ознаменовался падением цен всех металлов от существенного падения на 10.6% и 11.6% золота и серебра до резкого падения цен платины и палладия на 26.5% и 29.5%, соответственно.

На рынке нефти год ознаменовался продолжением мощного падения цен, опустившихся к уровням вблизи минимумов кризисного 2008 года.

Цена барреля марки *Brent* упала за год на **35%** (после **48%** в 2014 году) – с \$57 до \$37, а марки WTI на **31%** (**46%** в 2014 году) – с \$53 до \$37.

При этом спред цен на ведущие марки, некогда доходивший до +\$28 в пользу *Brent* и в начале 2015 года составлявший +\$4, к концу года обнулится (и даже коротко становился позитивным уже в пользу WTI).

ЕЦБ: и все-таки QE

22 января, на своем первом заседании в 2015 году, ЕЦБ, наконец, объявил об открытии крупномасштабной программы количественного смягчения (QE).

Напомним, что именно ЕЦБ, в отличие от центробанков США, Японии и Великобритании, был ярким противником скупки облигаций как средства борьбы с финансово-экономическим кризисом 2008 – 2009 гг. и его последствиями.

В то же время ФРС, Банк Англии и Банк Японии агрессивно использовали QE еще с самого начала кризиса.

Так ФРС, скупая ипотечные и государственные облигации, довела свои вложения в эти активы с \$500 млрд в 2008 году до \$4.2 трлн к концу 2014 года, проведя три крупномасштабные программы QE.

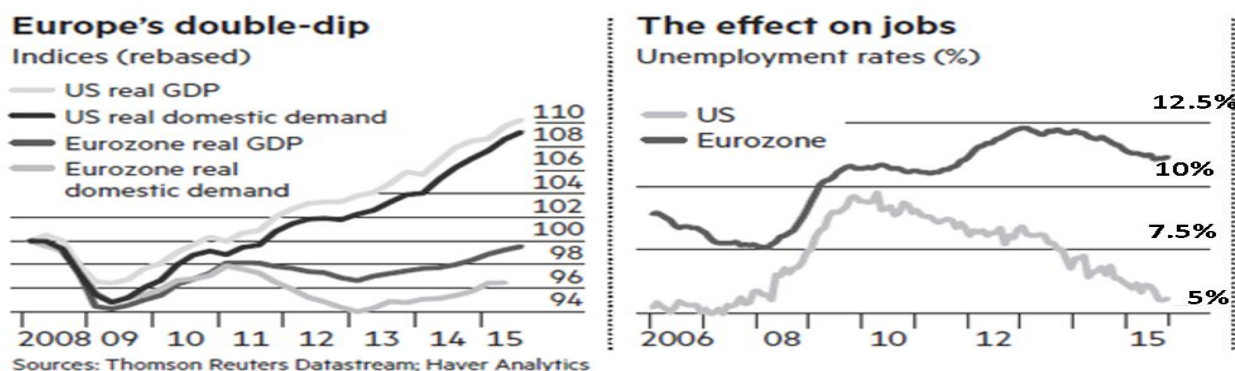
ЕЦБ же открыл свою первую QE лишь в мае 2010 года с большими ограничениями, вложив в нее до октября 2014 года ничтожные €67 млрд.

В годы кризиса и после него существенно отличалась и политика ставок двух ведущих мировых ЦБ.

ФРС резко опустила ставку до 0% – 0.25% еще в 2008 году и держала ее в этом коридоре вплоть до конца 2015 года. ЕЦБ же умудрился даже повышать ставку в 2008 и 2011 гг. и перешел к политике супернизких ставок лишь в 2014 году.

На наш взгляд, именно эти различия в монетарной политике двух ведущих центробанков стали одной из основных причин более успешного выхода экономики США из кризиса, по сравнению с экономикой еврозоны (см. рис. 1)

Рис. 1. Динамика изменения объемов ВВП, внутреннего спроса и безработицы в США и еврозоне



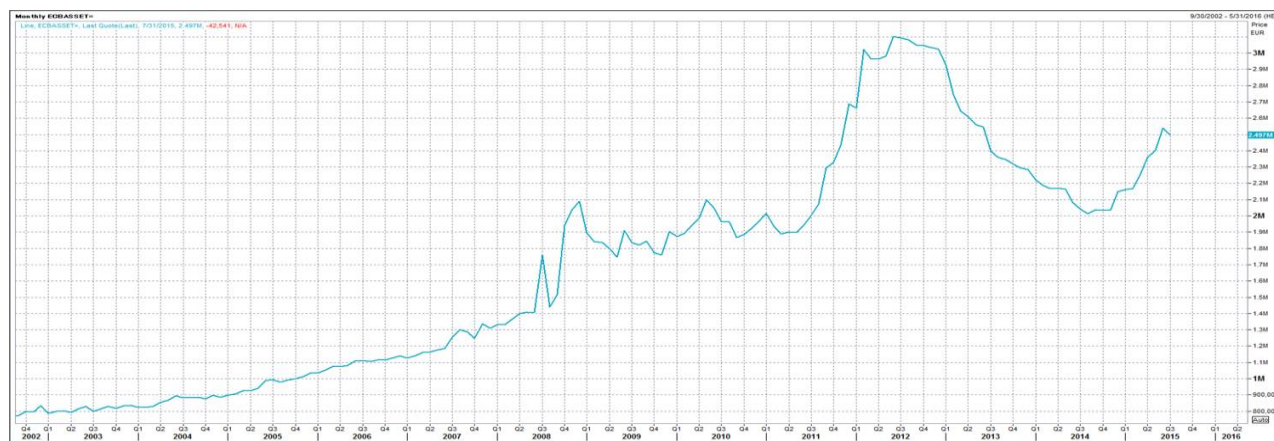
Источник информации: Financial Times

И лишь в январе 2015 года на фоне слабого роста экономики и зафиксированной в еврозоне дефляции ЕЦБ, наконец, расчехлил свою «большую базу», объявив крупномасштабную программу QE.

В рамках объявленной программы ЕЦБ с марта 2014 года по сентябрь 2016 года обещал скупать государственные и корпоративные облигации по \$60 млрд в месяц.

Цель программы – вернуть баланс ЕЦБ выше \$3 трлн (достигнутых в 2012 году за счет LTRO, см. рис. 2), стимулируя тем самым процесс кредитования и рост инфляции к целевому уровню ЕЦБ «чуть ниже 2%».

Рис. 2. Динамика изменения активов ЕЦБ

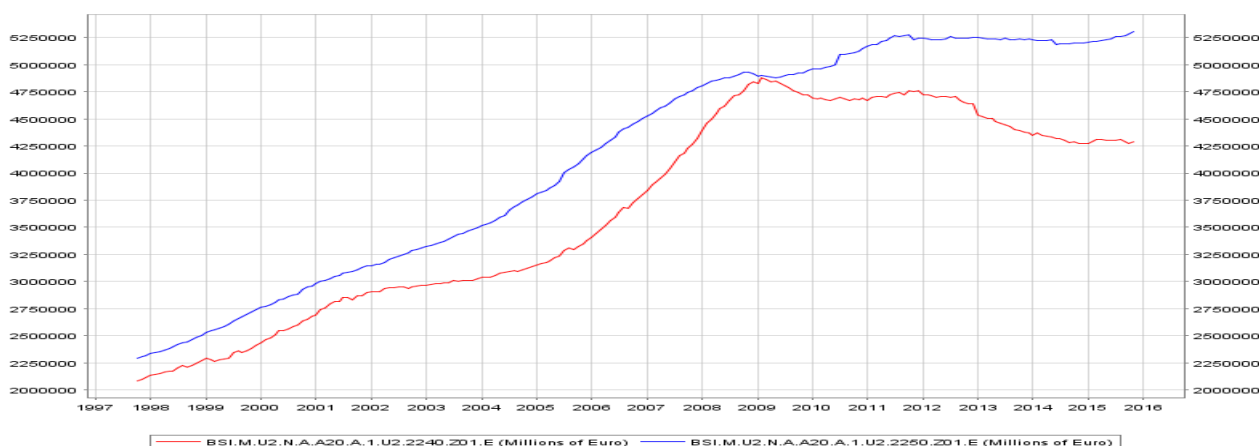


Источник информации: Thomson Reuters

Однако к концу года стало ясно, что ни открытая QE, ни негативные депозитные ставки по избыточным резервам для банков, опущенные до -0.2% еще в 2014 году, не приносят желаемых результатов для экономики.

Объем выданных в еврозоне кредитов в 2015 году хотя и вырос впервые за три года, но незначительно. При этом объем кредитов бизнесу почти не изменился, и общий рост обеспечило кредитование домохозяйств (см. рис.3).

Рис. 3. Динамика объемов кредитов, выданных банками еврозоны бизнесу и домохозяйствам



Источник информации: ЕЦБ

Очевидно, что европейские банки не вливают средства в экономику не из-за их нехватки, а из-за **слабой конъюнктуры: слабого спроса на кредиты и слабой надежности заемщиков.**

Свободные средства банки по-прежнему предпочитают направлять на денежный рынок и рынок ценных бумаг.

Зато, под влиянием падающих цен на нефть, инфляция в еврозоне в сентябре опять сменилась дефляцией.

И на своем последнем в 2015 году декабрьском заседании ЕЦБ принял решение о продлении сроков текущей QE еще на полгода – до марта 2017 года.

Кроме того, депозитная ставка была опущена еще ниже на негативную территорию – до -0.3%.

Надо отметить, что, уводя депозитную ставку на негативную территорию, ЕЦБ использует нестандартный и крайне слабо изученный монетарный механизм.

Проводя свои меры ослабления монетарной политики, ни один другой крупнейший центробанк мира пока не отважился на проведение такого эксперимента.

А ФРС до сих пор платит банкам на избыточные резервы 0.25% годовых (с 16 декабря 0.5%), стерилизуя огромную избыточную ликвидность (см. рис. 4), и создает тем самым дополнительную надежность для банковской системы.

Рис. 4. Уровень избыточных резервов, хранимых в ФРС американскими банками



Источник информации: Financial Times

Зато работа европейских банков теперь еще больше усложнится, особенно у крупных.

По информации некоторых источников, избыточные резервы у некоторых крупнейших европейских банков могут превышать рубеж в €100 миллиардов и, например, у Deutsche Bank они оцениваются более чем в €150 млрд. Это значит, что банку придется в 2016 году заплатить за эти резервы центробанку уже не €300 млн, а почти €500 млн.

Тем не менее, европейские банки пока не спешат резко наращивать объемы кредитования за счет резервов.

И, наверное, это правильно, так как раздача необоснованных кредитов ведет лишь к формированию «пузырей» и возникновению финансовых кризисов, что наглядно продемонстрировал финансовый кризис 2007 – 2009 годов.

Однако в отличие от американских банков, европейские банки вынуждены платить за проведение осторожной политики.

Неторопливая ФРС

Задачи, решаемые в 2015 году другим ведущим мировым центробанком – американской ФРС, носили ровно противоположный характер.

В 2014 году ФРС свернула последнюю программу количественного смягчения QE3 и начала обсуждать вопрос о переходе к циклу роста ставок.

В начале 2015 года было заявлено что этот цикл, скорее всего, начнется уже **в первой половине года**.

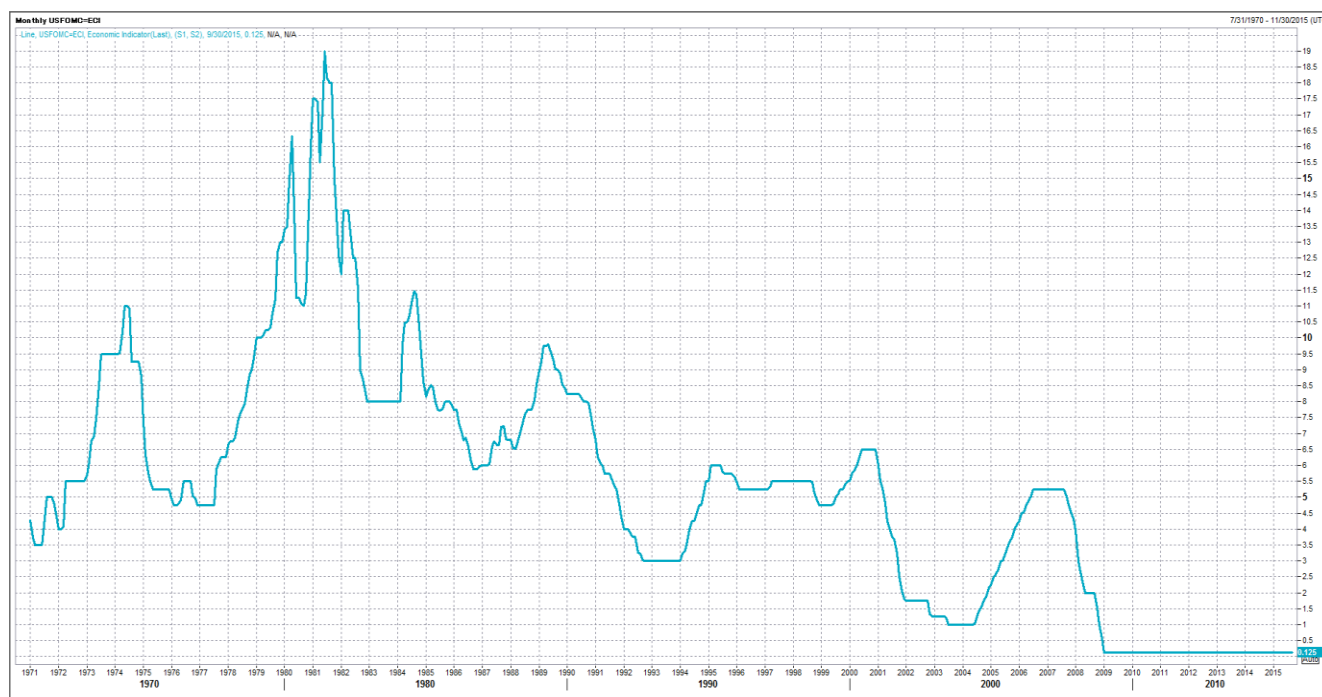
Это должно было стать первым шагом в реализации т. н. «стратегии выхода» – задачи возвращения ставок и баланса ФРС в нормальное состояние.

Так как США эмитирует основную мировую резервную валюту, ставки по ней существенно влияют на весь мировой финансовый рынок.

Существенно важен уровень американских ставок и для развивающихся стран, традиционно испытывающих отток капиталов при их повышении.

После обострения мирового финансового кризиса в 2008 году ФРС резко снизила ключевую ставку до небывалого в истории уровня 0% – 0.25%, на котором она оставалась 7 лет (!), чего раньше в практике не случалось (см. рис. 5).

Рис. 5. Динамика ставки по резервным фондам ФРС



Источник информации: Thomson Reuters

Фактически восстановившийся экономический рост и значительное падение безработицы позволяло ФРС перейти к циклу повышения ставок еще в 2014 году.

Однако и в 2015 году, по мере приближения сроков повышения ставки, решение под разными предложениями откладывалось.

В качестве причины назывался то слабый рост экономики, то низкая инфляция, и даже неустойчивый рост развивающихся экономик.

Наиболее вероятным моментом повышения ставок стало сентябрьское заседание ФРС.

В августе безработица упала до 5.1%, опустившись практически до уровней, близких к трактуемым ФРС как «полная занятость», а ВВП в Q2 2015 показал рост на 3.9% у/у – один из лучших показателей роста с 2009 года.

В некоторых опросах вероятность повышения ставки в сентябре превышала 50%, но и в этом месяце ставка опять была оставлена в текущем коридоре.

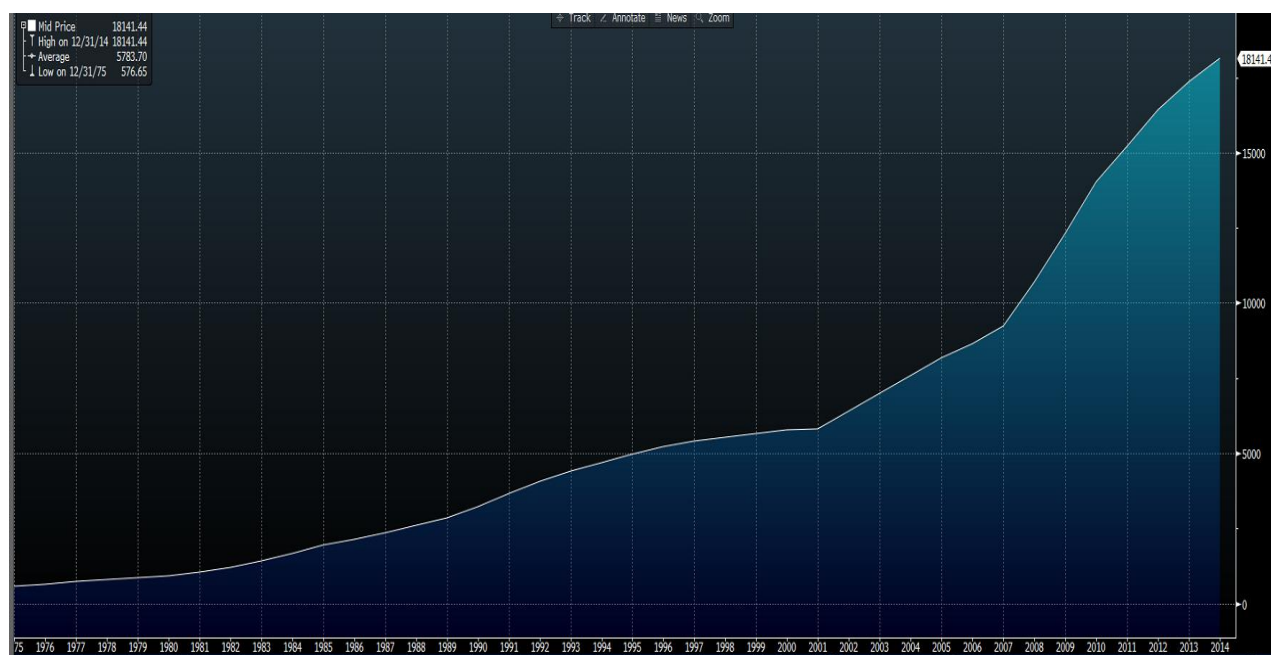
И лишь на последнем своем заседании в декабре ФРС подняла ставку на 0.25% – до коридора 0.25% – 0.5% (одновременно с 0.75% до 1% увеличена дисконтная ставка и с 0.05% до 0.25% – ставка по обратному РЕПО).

При этом на пресс-конференции глава ФРС Дж. Йеллен поспешила заявить, что дальнейший подъем ставок будет «умеренным и постепенным».

На наш взгляд, одной из основных причин оттягивания цикла роста ставок и ожидания его «умеренности» все-таки является незвучающая вслух проблема американского госдолга.

Этот долг стал резко нарастать во время и после мирового кризиса 2008 – 2009 гг. и к текущему моменту перевалил за \$18 трлн, превысив 100% ВВП (см. рис. 6)

Рис. 6. Динамика движения курса иены к доллару, годовые бары



Источник информации: Bloomberg

Хотя задача поддержки долгового рынка официально не значится в мандате ФРС и не обсуждается вслух, она в последние годы становится одной из важнейших.

Не исключено, что решение этой задачи было одним из факторов и для развертывания масштабного QE.

В случае быстрого и значительного роста ставки *fed funds* обслуживание госдолга Америки существенно подорожает.

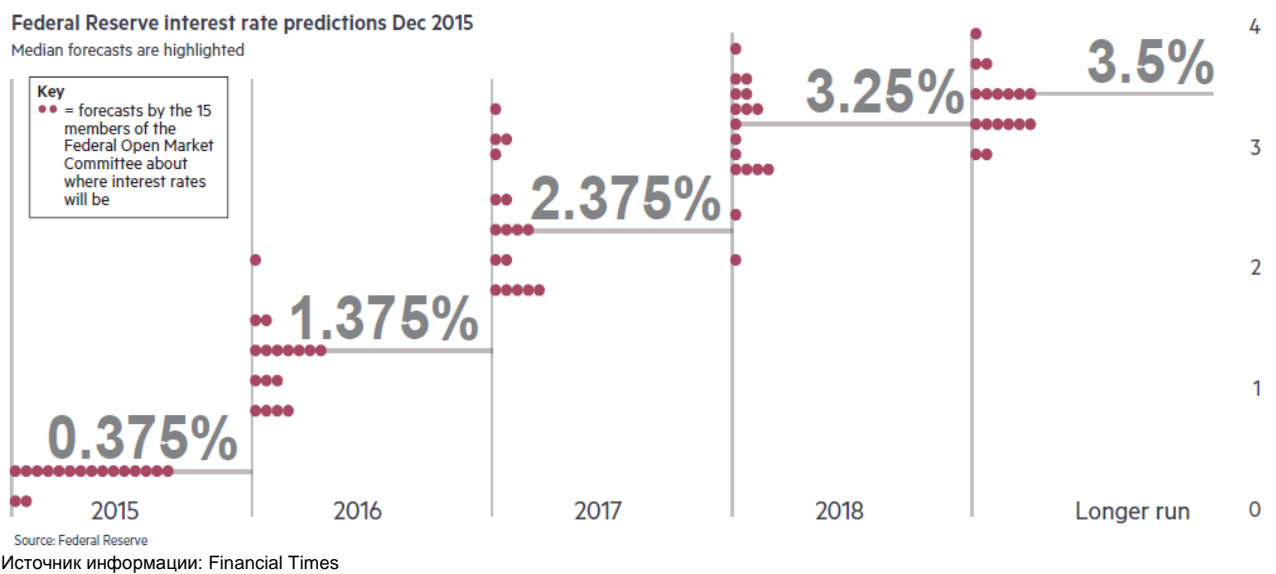
Это может дестабилизировать рынок *treasuries* и спровоцировать долговой кризис, угрожающий стабильности финансовой системы США (и всей мировой финансовой системы).

А поддержание стабильности финансовой системы и есть та задача, ради которой была создана ФРС.

Поэтому можно ожидать, что ФРС в новом цикле действительно будет повышать ставки менее значительно, а сам цикл сделает более продолжительным, чем обычно и закончит его на более низких уровнях.

Об этом свидетельствует и среднее ожидание голосующих членов комитета ФРС по будущим уровням ставки, которое было обнародовано после заседания в декабре (см. рис. 7).

Рис. 7. Среднее ожидание будущих ставок от голосующих членов комитета ФРС (FOMC)



Спасение Греции – долгая дорога в дюнах

Первая половина 2015 года прошла в тяжелейших переговорах нового греческого правительства А. Ципраса с «тройкой» кредиторов, напоминавших игру в покер. Каждая из сторон запугивала другую, принуждая принять свои условия.

Греки требовали ослабить режим экономии и «простить» часть долгов, или хотя бы сократить выплаты по ним и перенести сроки их погашения. Угроза: в противном случае наступит неуправляемый дефолт с огромными финансовыми потерями для стран зоны и возможным распадом союза.

Позиция руководства зоны – долги надо отдавать в полном объеме, реформы и режим экономии сворачивать нельзя. Угроза: без внешнего финансирования (которое продолжится лишь при соблюдении этих условий) Греции грозит крах банков и хаос в экономике.

В частности, при недостижении договоренности, ЕЦБ обещал прекратить рефинансирование греческих банков, сразу становившихся банкротами. В июне конфронтация достигла пика и привела к разрыву переговоров и объявлению греческого референдума по условиям помощи.

При этом Греция 30 июня не погасила кредит МВФ в размере €1.54 млрд, что стало первым в истории дефолтом развитой страны перед МВФ. И хотя на референдуме 5 июля греки сказали решительное «нет» требованиям «тройки» кредиторов, карты на руках последних оказались сильнее.

12 июля, после 17-часовых переговоров, А. Ципрасу пришлось пойти на уступки, и даже большие, чем те, которые от него требовали до референдума.

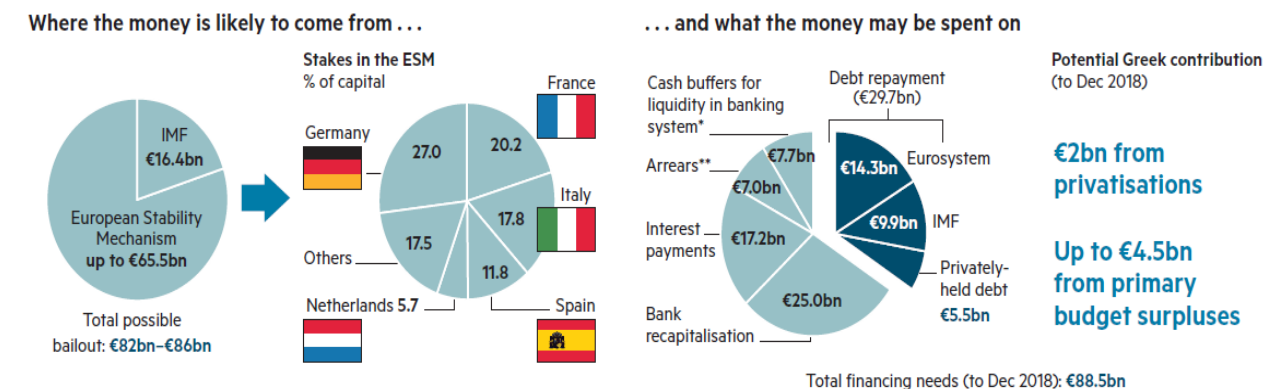
Взамен на обещание проведения жестких реформ и продолжения политики экономии Греция получила третий пакет кредитной помощи от Евросоюза и МВФ в объеме €86 млрд, рассчитанный на три года.

Дополнительно Европейская комиссия обещала в рамках когезии безвозмездно выделить еще €35 млрд для стимуляции роста экономики.

Еврозона, по словам некоторых ее лидеров, готова также обсудить в будущем продление сроков выплаты греческого долга. Однако списываться долги не будут.

Основную сумму помощи предоставит Европейский стабилизационный механизм ESM (см. рис. 8), который возьмет деньги на рынке под гарантии всех текущих 19 членов еврозоны, включая Латвию.

Рис. 8. Источники и цели финансирования последней программы помощи Греции



Источник информации: Financial Times

В обмен на эту помощь Греция обязалась провести порядка 40 реформ, включая меры по либерализации рынка, налоговые и пенсионные реформы.

Среди вышеуказанных есть и новые меры более жесткой экономии.

Однако новое соглашение высвободило Греции дополнительные €20 млрд в госбюджете за счет понижения целевых показателей (уменьшены уровни первичного профицита по сравнению с предыдущим договором).

При этом кредиты Греции будут выданы на беспрецедентно льготных условиях – со средним сроком погашения 32 года и ставкой вблизи 1%.

Предоставленные Греции условия кредитования фактически дают эффект аналогичный частичному списанию долгов.

И несмотря на приближение госдолга к 200% ВВП, долговая нагрузка Греции может оказаться ниже, чем у Италии (с доходностью «30-леток» в 3%).

Сможет ли третий пакет помощи существенно ослабить греческую долговую проблему?

Теоретически это возможно, если экономические процессы будут развиваться так, как это заложено в расчетах кредиторов.

Поэтому новое соглашение вселяет «осторожный оптимизм», но реализоваться он сможет лишь с началом ощутимого роста экономики.

Юань станет пятой мировой резервной валютой

На своем заседании 30 ноября совет директоров МВФ большинством голосов принял решение включить юань в корзину ключевых международных резервных валют. Решение вступает в силу в октябре 2016 года.

Юань станет третьей по весу валютой в корзине с 10.92%, больше всего сократив долю евро – с 37.4% до 30.93%. Крупнейшую долю в корзине сохранит доллар – 41.73% против предыдущих 41.9%.

Доли иены и фунта составят 8.33% и 8.09% против 11.3% и 9.4% до включения юаня в корзину SDR.

Таким образом, юань примкнул к престижному клубу валют, которые образуют резервное и платежное средство МВФ, созданное в 1969 году, что является признанием важности роли китайской экономики в мировой экономике.

Структура корзины SDR пересматривается каждые пять лет, и возможность юаня попасть в открывавшееся сейчас «окно» до последнего момента оставалась под большим сомнением (в 2010 году Китаю в этом было отказано).

Согласно правилам МВФ, валюта при включении в корзину SDR должна удовлетворять двум критериям: играть значимую роль в международной торговле и соответствовать критерию свободного обращения.

В августе доля юаня в международных платежах достигла 2.79%, впервые превысив долю иены, и юань стал четвертой в топе самых используемых мировых валют после доллара, евро и фунта, подтвердив выполнение первого критерия.

Однако второму критерию юань явно не удовлетворяет, и принятое решение стало политической уступкой Пекину.

В 2015 году Китай действительно предпринял несколько шагов в направлении обеспечения соответствия юаня критерию свободного обращения. Был открыт доступ к внутреннему валютному рынку и рынку облигаций для зарубежных центробанков и повышена роль рынка в определении ежедневного торгового диапазона юаня. Однако юань не был отпущен в свободное плавание, в отличие от иены, которую вынудили отпустить в свободное плавание в 1971 году, что в последующие 15 лет привело к ее почти 3-х кратному подорожанию (см. рис. 9) и стало серьезным испытанием для японской экономики.

Рис. 9. Динамика движения курса иены к доллару, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

И это, наверное, то, чего больше всего боятся китайские власти в случае перехода к свободному обращению юаня.

Правда, когда 11 августа Народный Банк Китая впервые перешел к «более рыночному» определению официального «справочного курса» юаня, рыночный курс китайской валюты ослаб к доллару сразу на 1.86% (см. рис. 10).

Рис. 10. Динамика движения рыночного курса юаня к доллару



Источник информации: Financial Times

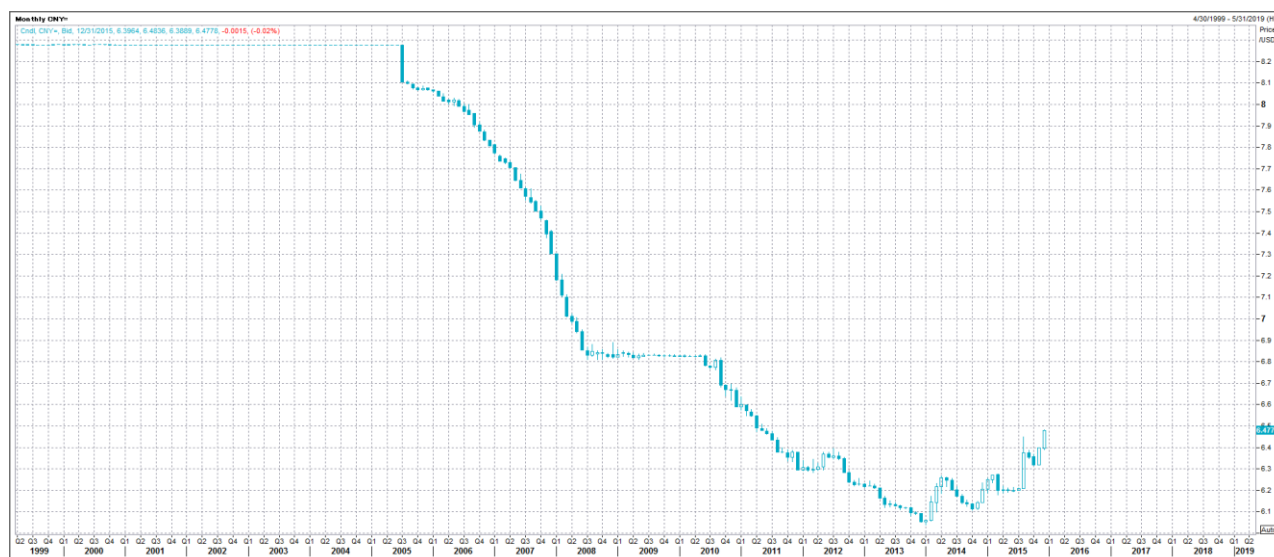
Справочный курс был существенно понижен еще 12 и 13 августа на 1.62% и 1.12%, соответственно.

11 и 12 августа рыночный курс слабел вслед за официальным курсом, но 13 августа, наоборот, укрепился и затем стабилизировался, а общая девальвация валюты на рынке за 3 дня составила лишь порядка 3%.

В сентябре и октябре юань уже креп к доллару, а в ноябре и декабре опять начал несколько ослабляться.

Но августовское движение стало крупнейшим его ослаблением за 3 дня (и за месяц) в последние 10 лет после отмены жесткой привязки юаня к доллару в 2005 году (см. рис. 11).

Рис. 11. Динамика движения доллара к юаню, месячные бары



Источник информации: Thomson Reuters

Вплоть до 2014 года юань практически только усиливался к доллару, укрепившись за 9 лет на 27%, и ЦБ Китая лишь сглаживал этот процесс.

Тем не менее объявленный 11 августа справочный курс действительно опирался на рынок, где стали преобладать тенденции к падению юаня и курс был прижат к допустимому 2% отклонению от справочного курса.

Тогда с резкой критикой действий китайского ЦБ, назвав их «валютными войнами», выступил ряд официальных лиц США, но МВФ приветствовал этот шаг, и теперь ясно, что он был согласован с фондом.

Реакция же ряда политиков и экономистов была просто гипертрофирована, и называть такое движение «валютными войнами» несерьезно. Для того же евро девальвация на 3% к доллару за несколько дней – достаточно частое явление, и никто не называет это валютной войной. При этом за 2015 год евро ослаб к доллару на 10.2% против 4.3% у юаня.

Другими словами, юань продолжал в 2015 году дорожать относительно евро, и его падение к доллару можно объяснить общей тенденцией роста доллара ко всем мировым валютам.

Еще до принятия решения МВФ Банк России включил китайский юань в список валют, используемых для инвестиций золотовалютных резервов России (но ЦБ заявил, что пока не намерен покупать активы, номинированные в юанях).

Какова будет судьба юаня в качестве новой резервной мировой валюты, покажет время.

Не исключено, что ему, наконец, удастся то, что не удалось ни марке, ни иене, ни евро – сместить доллар с пьедестала ведущей резервной мировой валюты.

Однако для этого понадобятся не годы, а десятилетия, в том числе и для создания конкурентоспособного рынка капитала, номинированного в юанях, или же серьезный валютный кризис доллара, что, однако, не в интересах ни одной крупной экономики мира, включая китайскую.

Мировой рынок акций

На рынке акций год начался с роста цен, что позволило многим ведущим индексам, включая общемировой, многократно обновить в первом квартале свои исторические максимумы.

Однако в апреле – мае на рынке организовалась коррекционная волна падения цен, усилившаяся в августе – сентябре, что отбросило ведущие индексы на 10% – 30% от своих максимумов.

В результате большая половина отслеживаемых нами ведущих мировых индексов закрыла год понижением (см. таблицу 1).

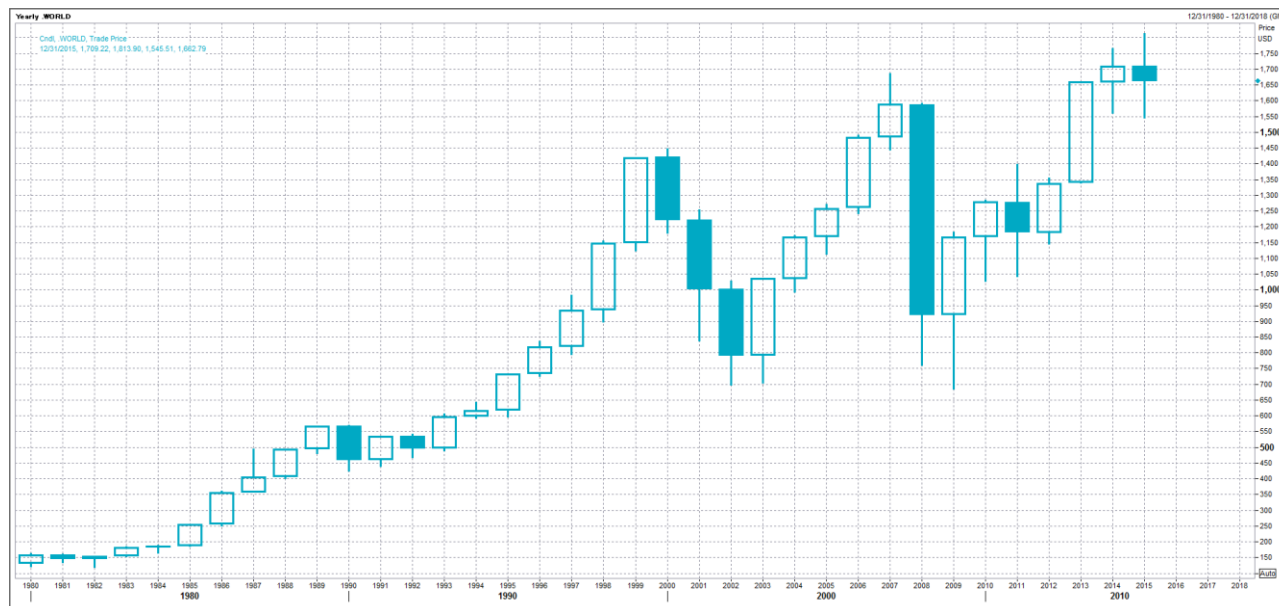
Таблица 1. Результаты динамики движения ряда ведущих фондовых индексов

Биржевой индекс	За 2003 – 2007 гг.	За 2008 г.	За 2009 – 2012 гг.	За 2013 г.	За 2014 г.	Индекс за 2015 г.	Курс за 2015 г.
DJI (США)	59.02%	-33.84%	49.32%	26.50%	7.52%	-2.23%	0.00%
S&P 500 (США)	66.85%	-38.49%	57.92%	29.59%	11.39%	-0.73%	0.00%
Nasdaq Comp. (США)	98.58%	-40.54%	91.44%	38.32%	13.40%	5.73%	0.00%
GDAX (Германия)	178.88%	-40.37%	58.25%	25.49%	2.65%	9.56%	-10.20%
FTSE (Англия)	61.51%	-30.97%	34.24%	14.45%	-2.71%	-4.93%	-5.44%
CAC (Франция)	83.23%	-42.68%	13.14%	17.96%	-0.54%	8.53%	-10.20%
N225 (Япония)	78.44%	-42.12%	17.33%	56.72%	7.12%	9.07%	-0.34%
MICEX (Россия)	492.29%	-67.20%	138.41%	1.83%	-7.15%	26.12%	-20.09%
SSEC (Китай)	287.41%	-65.39%	24.60%	-6.79%	52.87%	9.41%	-4.33%
HSI (Гонконг)	198.38%	-48.27%	57.47%	2.87%	1.28%	-7.16%	0.05%
KOSPI (Корея)	202.31%	-40.73%	77.59%	0.70%	-4.76%	2.39%	-7.04%
TWII (Тайвань)	91.05%	-46.03%	67.69%	11.85%	8.08%	-10.41%	-3.94%
SENSEX (Индия)	500.74%	-52.45%	101.37%	8.98%	29.89%	-5.03%	-4.55%
BOVESPA (Бразилия)	466.97%	-41.22%	62.32%	-15.50%	-2.91%	-13.31%	-33.08%
MXX (Мексика)	382.07%	-24.23%	95.28%	-2.24%	0.98%	-0.39%	-14.33%
XU100(Турция)	435.57%	-51.63%	191.12%	-13.31%	26.43%	-16.33%	-19.85%
TOP40 (Южная Африка)	202.35%	-25.93%	78.95%	19.22%	6.00%	4.16%	-25.38%
MSCI WD (мировой)	100.63%	-42.10%	45.43%	24.14%	2.93%	-2.74%	
MSCI EM (развив.)	326.57%	-54.49%	86.07%	-5.02%	-4.63%	-16.96%	

Источник информации: Thomson Reuters, ABLV Bank

Мировой индекс акций MSCI WD завершил год падением на **2.7%**. И это второй год после 2011-го, когда мировой рынок акций, начавший новый мощный рост в 2009 году, закрыл год понижением (см. рис. 12).

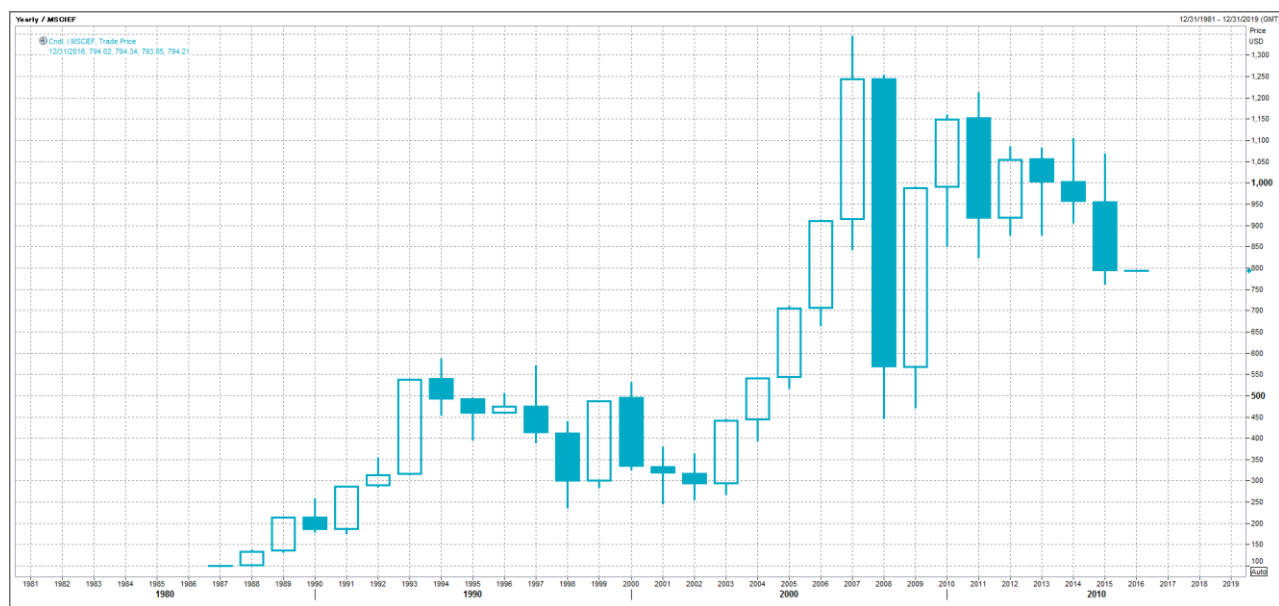
Рис. 12. Динамика движения мирового индекса MSCI WORLD, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

На развивающихся рынках акций дополнительного негатива добавило существенное падение курсов валют к доллару, что привело к обвалу индекса развивающихся рынков MSCI EM на **17% (!)** (см. рис. 13).

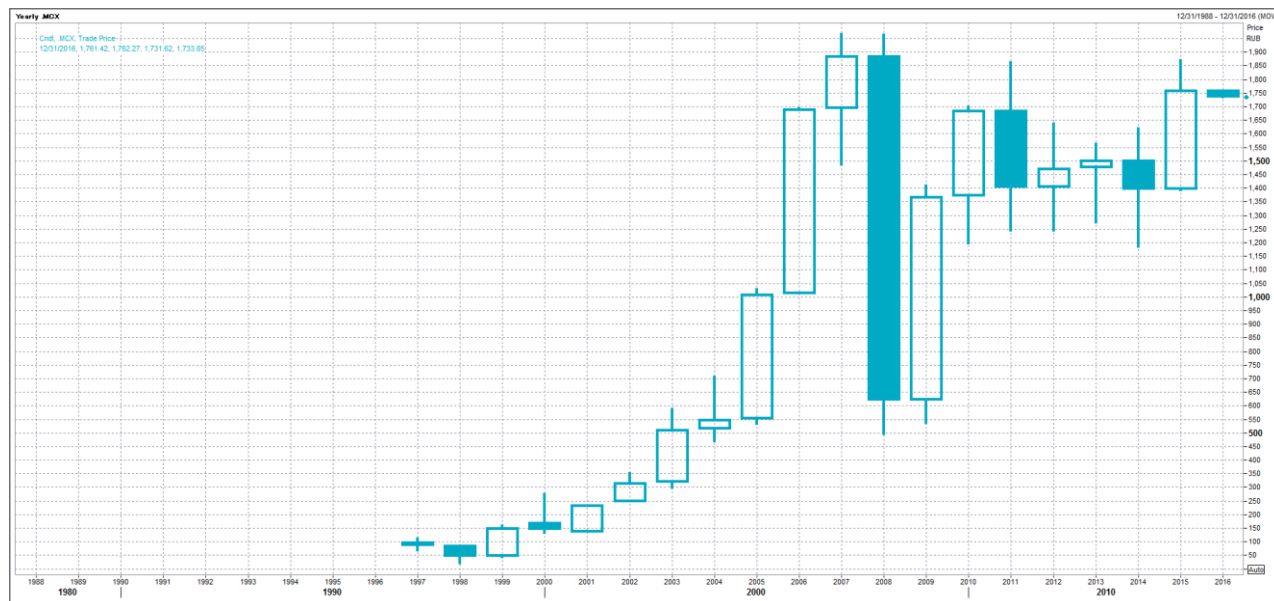
Рис. 13. Динамика движения индекса развивающихся рынков MSCI EM, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Наилучшую динамику среди отслеживаемых нами индексов в 2015 году неожиданно показал российский MICEX, выросший за год на **26% (!)** (см. рис. 14). Правда, учитывая падение рубля, его рост в долларах составил всего 6%, но и это стало лучшим годовым показателем.

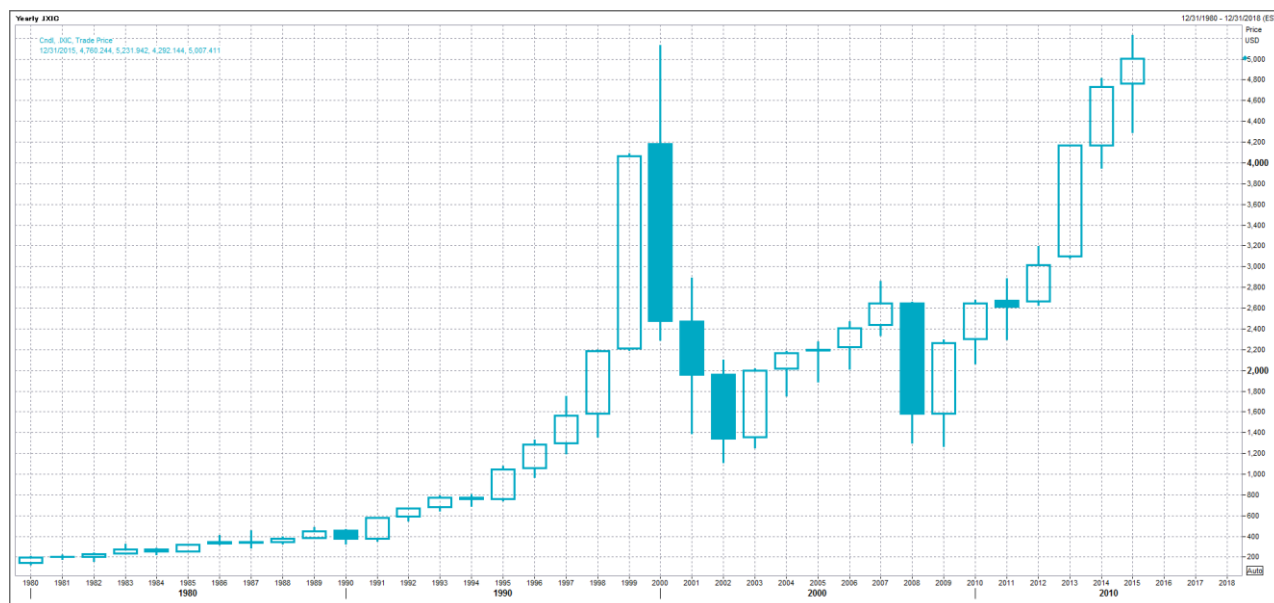
Рис. 14. Динамика движения индекса MICEX, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Наилучшую динамику среди отслеживаемых нами развитых индексов в 2015 году показал немецкий DAX, выросший на 9.6% (см. рис. 15), но учитывая падение евро к доллару на 10.2%, его рост в долларах оказался отрицательным.

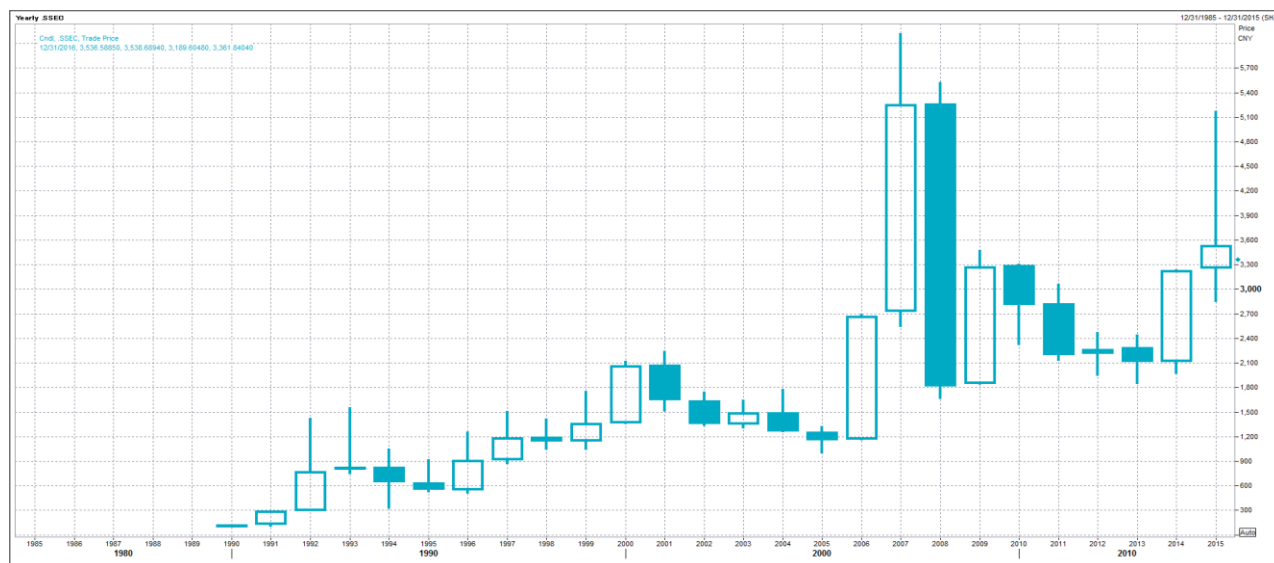
Рис. 15. Динамика движения индекса DAX, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Много шума и волнений на мировом рынке акций вызвало резкое падение цен на китайские акции, где индексы за июнь – август потеряли почти 50% веса (после не менее мощного роста). Тем не менее, китайский SSEC смог закрыть год ростом на 9.1% (см. рис. 16).

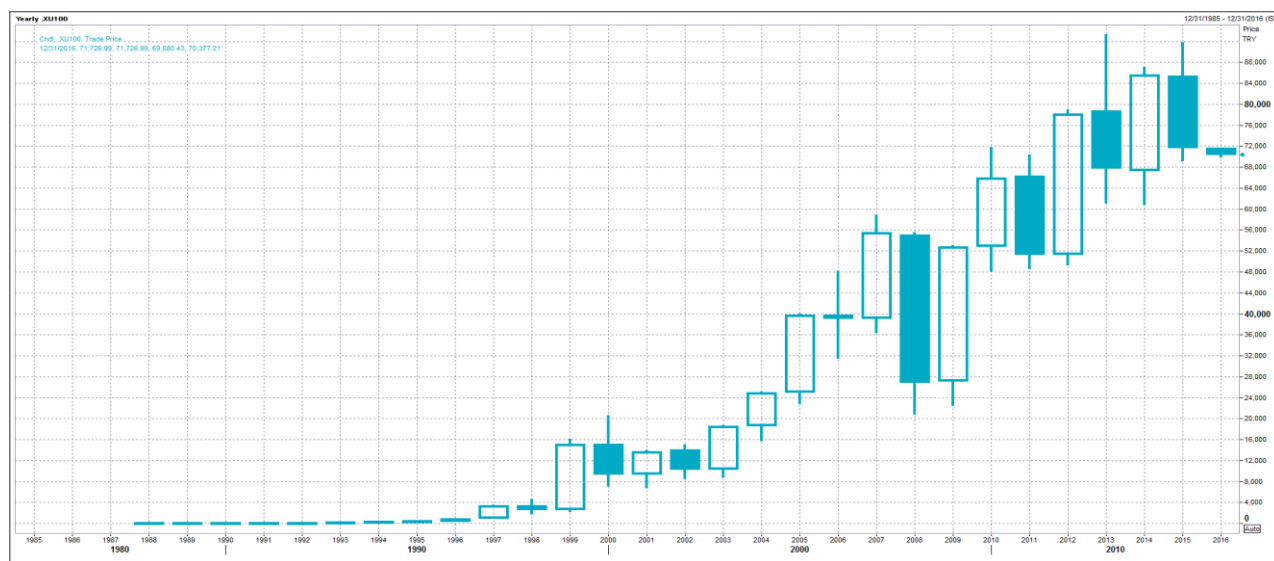
Рис. 16. Динамика движения индекса SSEC, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Наихудшую динамику среди отслеживаемых нами индексов показал турецкий XU100, рухнувший на 16.3% (см. рис. 17). А с учетом падения лиры почти на 20% его потери в долларах составили более 36%.

Рис. 17. Динамика движения индекса XU100, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Наша оценка дальнейших сценариев

Наступивший 2016 год обещает быть сложным для мирового рынка акций. Не исключено, что начавшаяся в 2015 году коррекционная волна на падение цен может продолжиться и в первой половине 2016 года, так как многие индексы недостаточно скорректировали рост цен предыдущих лет. Тем не менее мы не ожидаем резкого падения цен по сценарию 2000 или 2008 года и считаем, что тренд роста, возникший в 2009 году на мировом рынке, по-прежнему остается в силе и рынок закроет год ростом.

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. На развитом рынке мы отдаем предпочтение европейским акциям по сравнению с американскими. Российский рынок с P/E в районе 6 по-прежнему остается привлекательным в долгосрочной перспективе, однако более агрессивную покупку здесь лучше начинать после остановки падения цен на нефть.

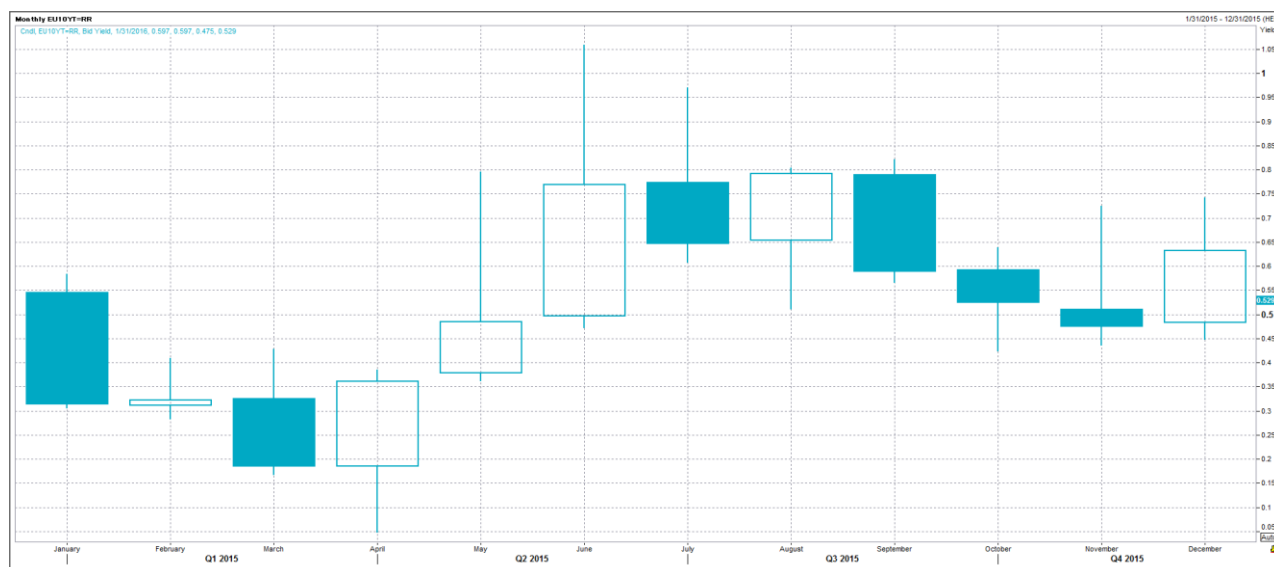
На 2016 год основной остается стратегия «держат» портфель, составленный в 2011 – 2013 годах из «крепких» компаний с низким P/E и высокими *dividend yield*, с увеличением экспозиции при падении цен на 10% – 15%.

Мировой рынок облигаций

На рынке облигаций 2015 год также был очень волатильным, особенно в отношении гособлигаций еврозоны, где на ожидания QE продолжился начавшийся еще в 2014 году резкий рост цен, сменившийся затем резким их падением.

При этом доходность по немецкой «10-летке» к середине апреля опустилась практически до **0%**, а затем к середине июня взлетела выше **1%**! Год бумага закрыла небольшим падением с ростом доходности с 0.5% до 0.6% (см. рис.18).

Рис. 18. Динамика доходности 10-летних гособлигаций Германии, месячные бары



Источник информации: Thomson Reuters

Treasuries также показали волатильные торги, и цены то падали, то росли на ожиданиях или неожиданности роста ставок. В результате цена «10-летки» все-таки потеряла порядка 1% с ростом доходности с 2.2% до 2.3% (см. рис. 19).

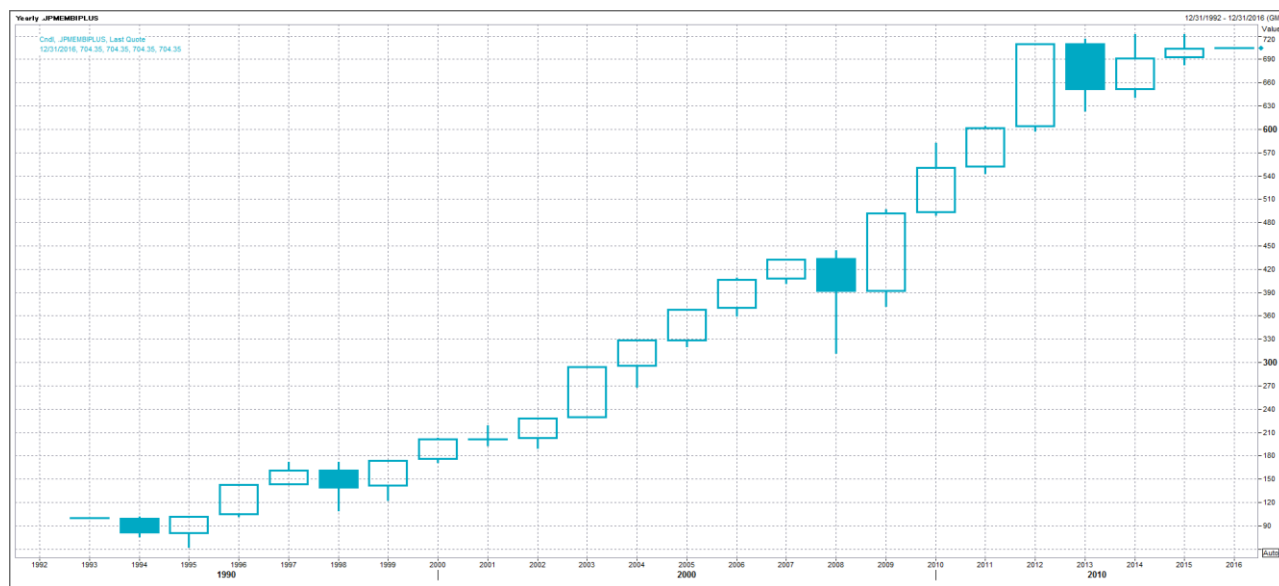
Рис. 19. Динамика доходности 10-летних гособлигаций США, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

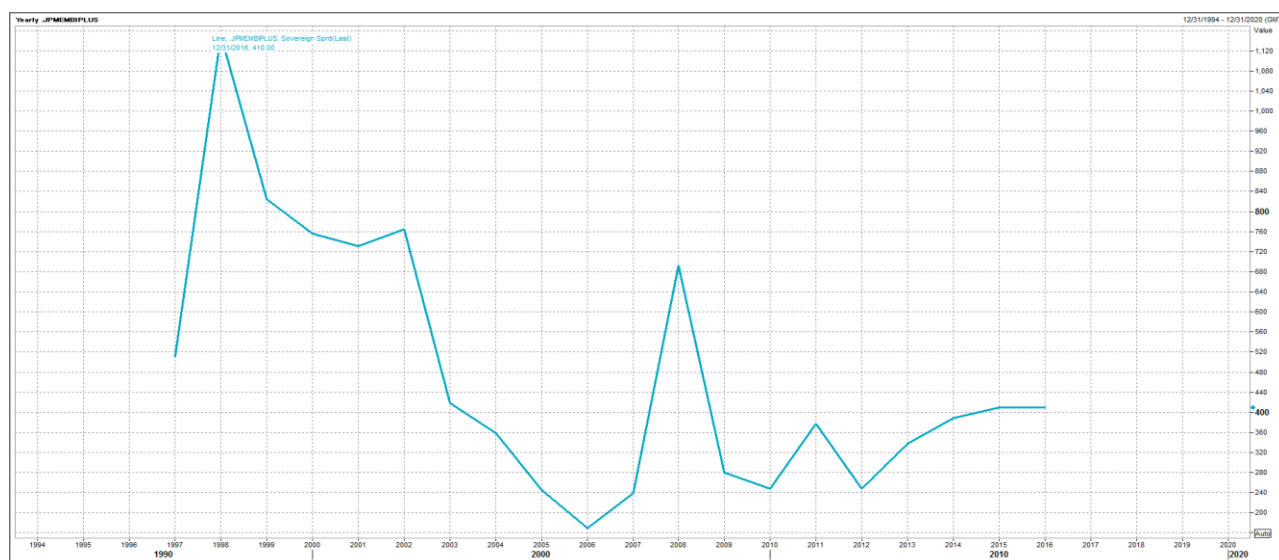
В секторе гособлигаций развивающихся рынков индекс EMBI+ показал за год рост на 1.8% (благодаря купонам), но его спред к *treasuries* расширился с 3.9% до 4.1%, так как цены на облигации упали больше, чем на *treasuries* (см. рис. 20, 21).

Рис. 20. Динамика движения индекса EMBI+, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Рис. 21. Динамика движения спреда индекса EMBI+, годовые линии



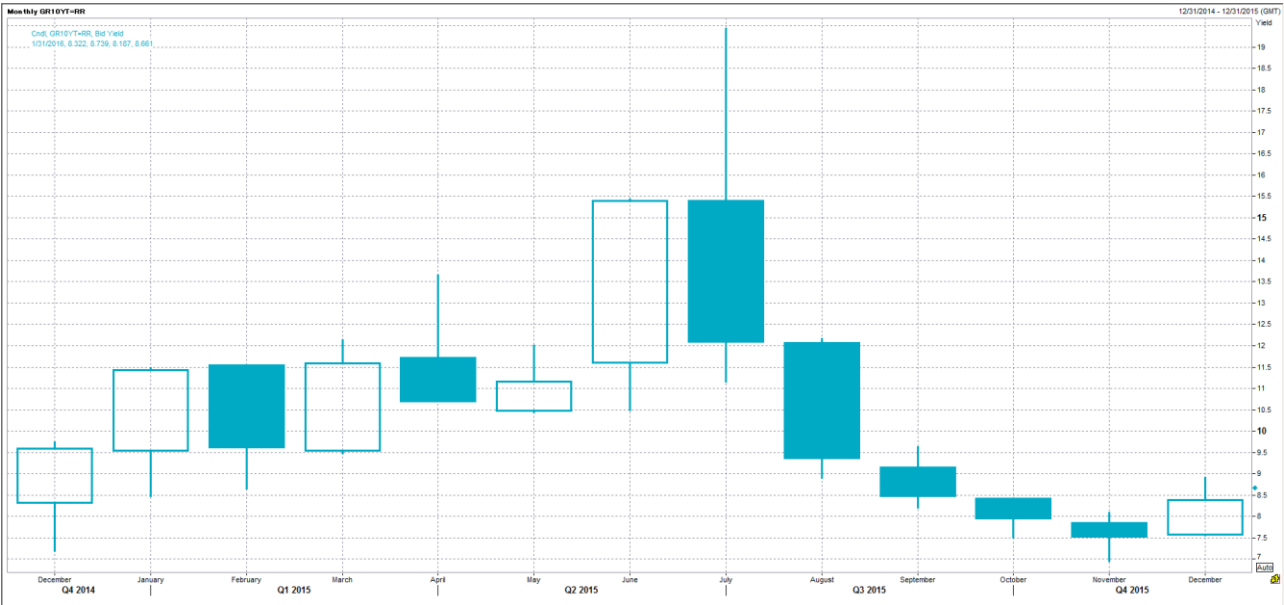
Источник информации: Thomson Reuters

В секторе PIIGS все бумаги, за исключением греческих, показали за год небольшой рост цен.

Греческие бумаги первые полгода провели в крайне волатильных на фоне драматических переговоров торгах с резким падением цен и ростом доходности по «10-летке» до **20%**!

Однако по благополучному завершению переговоров греческие бумаги показали рост цен и 10-летние облигации закрыли год **18%** ростом с падением доходности с 9.6% до 8.4% (см. рис. 22).

Рис. 22. Динамика движения цен на 10-летние греческие облигации месячные бары



Источник информации: Thomson Reuters

Мировой валютный рынок

На валютном рынке 2015-й стал вторым подряд годом мощного роста доллара к ведущим развитым и развивающимся валютам, ко многим очень значительного – от 10% к евро и иене до 20% к рублю и 33% к бразильскому реалу (см. таблицу 2).

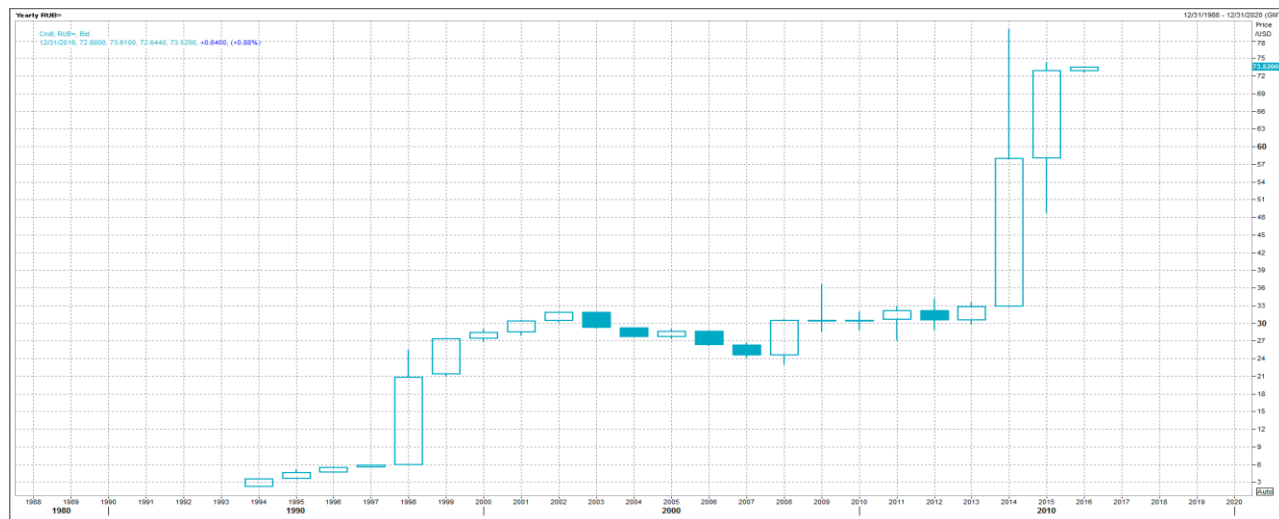
Таблица 2. Таблица динамики движения валют, отслеживаемых нами фондовых рынков

Индекс	Валюта индекса	Изменение к USD		
		За 2013 год	За 2014 год	За 2015 год
DJI (США)	USD	0.00%	0.00%	0.00%
S&P 500 (США)	USD	0.00%	0.00%	0.00%
Nasdaq Comp. (США)	USD	0.00%	0.00%	0.00%
GDAX (Германия)	EUR	4.49%	-12.25%	-10.20%
FTSE (Великобритания)	GBP	1.99%	-5.95%	-5.44%
CAC (Франция)	EUR	4.49%	-12.25%	-10.20%
N225 (Япония)	JPY	-17.71%	-12.14%	-0.34%
MICEX (Россия)	RUB	-7.10%	-43.52%	-20.09%
SSEC (Китай)	CNY	3.02%	-2.52%	-4.33%
HSI (Гонконг)	HKD	-0.04%	0.00%	0.05%
KOSPI (Корея)	KRW	1.04%	-3.68%	-7.04%
TWII (Тайвань)	TWD	-2.61%	-5.65%	-3.94%
SENSEX (Индия)	INR	-11.42%	-2.13%	-4.55%
BOVESPA (Бразилия)	BRL	-13.29%	-10.87%	-33.08%
MXM (Мексика)	MXN	-1.31%	-11.21%	-14.33%
ISE100(Турция)	TRY	-17.02%	-8.04%	-19.85%
TOP40 (Южная Африка)	ZAR	-19.42%	-8.92%	-25.38%

Источник информации: Thomson Reuters, ABLV Bank

Рубль в 2015 году не стал лидером падения к доллару, упав на 20.1% (-33.1% у бразильского реала). Но вместе с падением на 43.5% в 2014 году (см. рис. 23), он остается наиболее пострадавшей от падения цен на нефть валютой.

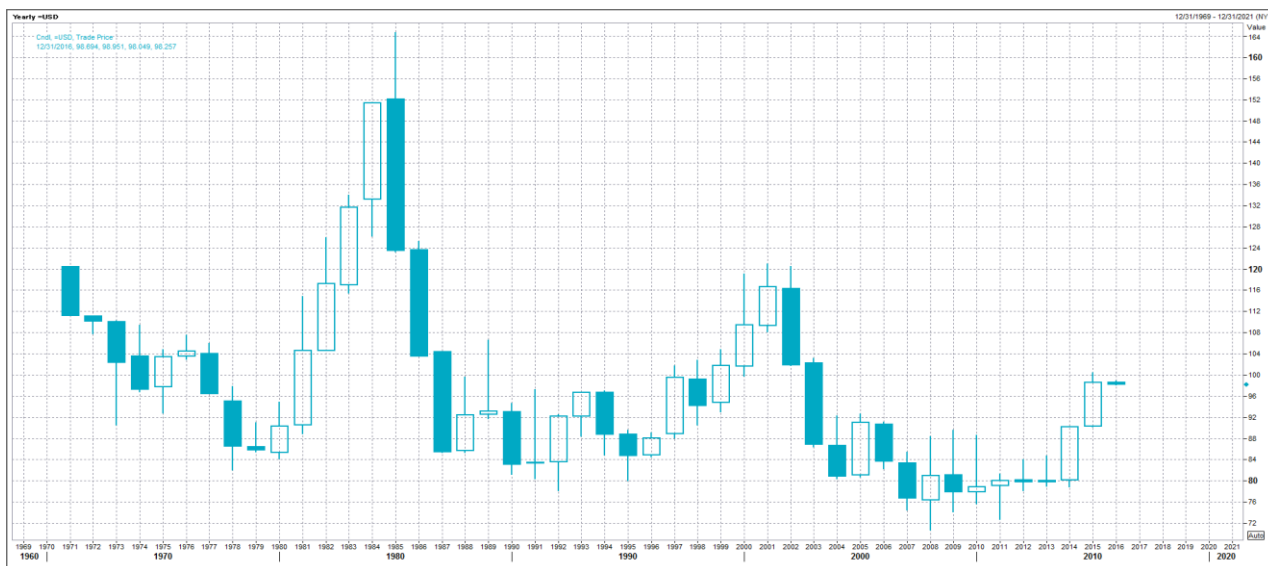
Рис. 23. Динамика движения доллара к рублю, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Доллар показал хороший рост и к ведущим развитым мировым валютам, вследствие чего долларový индекс – курс доллара к шести ведущим валютам – вырос за год на 9.26% после роста на 12.8% в 2014 году (см. рис. 24).

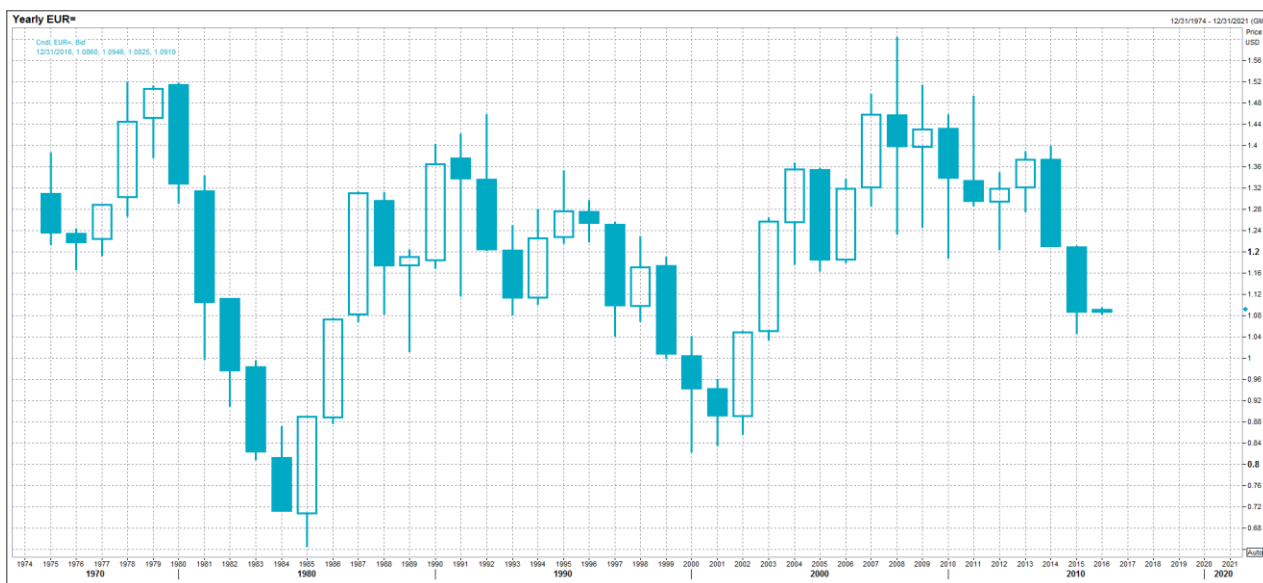
Рис. 24. Динамика движения долларového индекса, годовые бары



Источник информации: Thomson Reuters

Что касается основного соперника доллара – евро, то он упал за год к доллару на 10.2% вслед за падением на 12.3% в 2014 году (см. рис. 25).

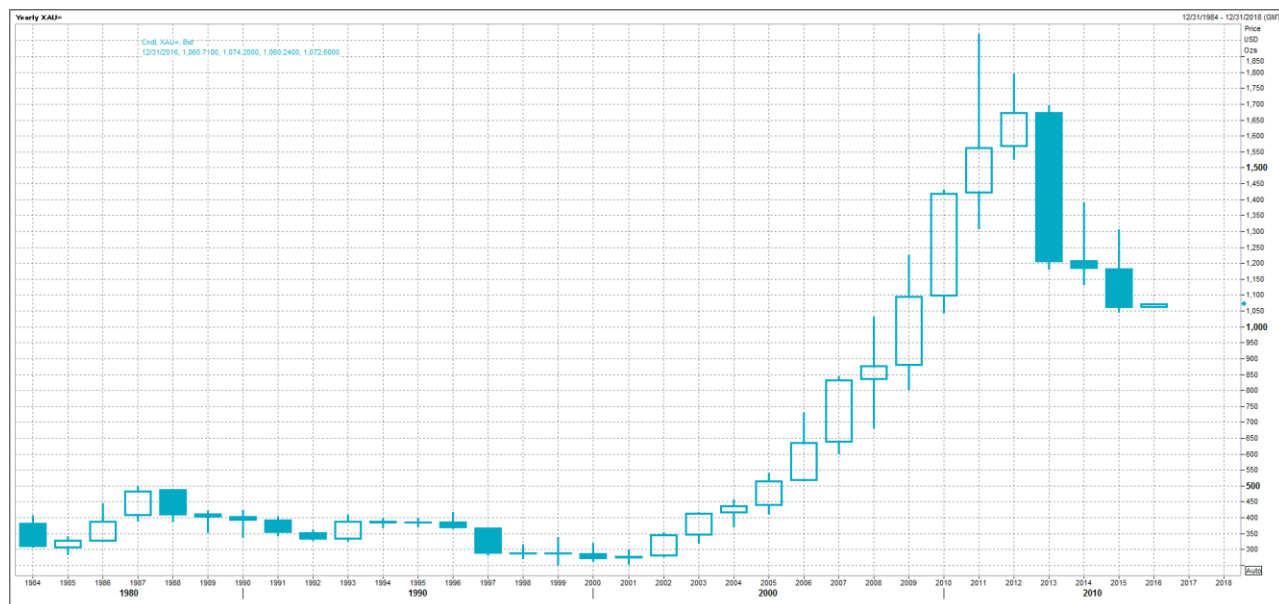
Рис. 25. Динамика движения евро к доллару, годовые бары



Золото

Золото провело 2015 год в достаточно волатильных торгах с доминированием тенденции к понижению, и цена унции потеряла за год 10.6%, опустившись к уровню \$1 062 (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 \$1 400 – \$1 500 фактически подтвердило смену тренда роста цен 2005 – 2011 гг. трендом падения цен на золото.

Этот тренд с большой вероятностью может привести цены к уровням вблизи \$1 000 за унцию и ниже.

Однако вслед за этим падением мы ожидаем организации нового более «плавного» многолетнего тренда роста цен на этот металл.

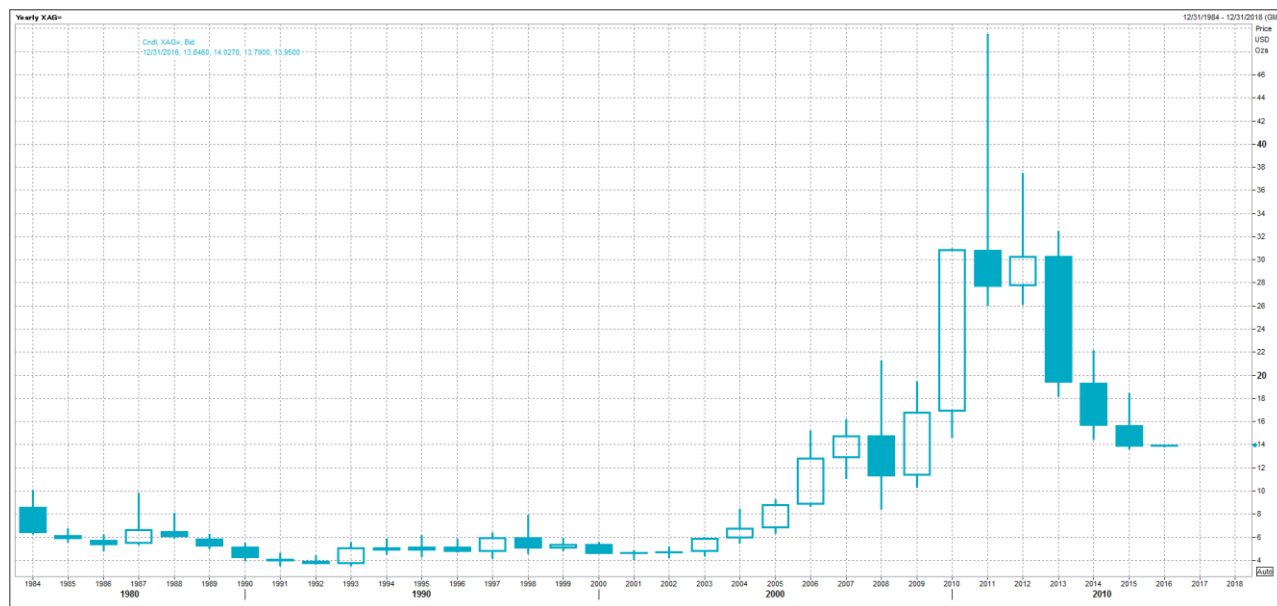
Соответственно, есть основания открывать длинные позиции по золоту, начиная ниже уровня \$1 000 за унцию, увеличивая их объем при более существенном падении цен.

При достижении золотом указанных уровней можно также открывать позиции по серебру, потенциал роста цены которого превышает потенциал роста цены золота.

Серебро

Серебро в 2015 году показало падение цены сравнимое с золотом – на 11.6 %, и цена унции упала ниже уровня \$14 (см. рис. 27).

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 гг. лопнул и продолжил сдуваться в 2012 – 2015 гг.

Однако мы не ожидаем возврата цен на уровни \$8 – \$10 и ожидаем, что с большой вероятностью в зоне \$12 – \$14 будет сформирована база для нового более «плавного» долгосрочного тренда роста цен на этот металл.

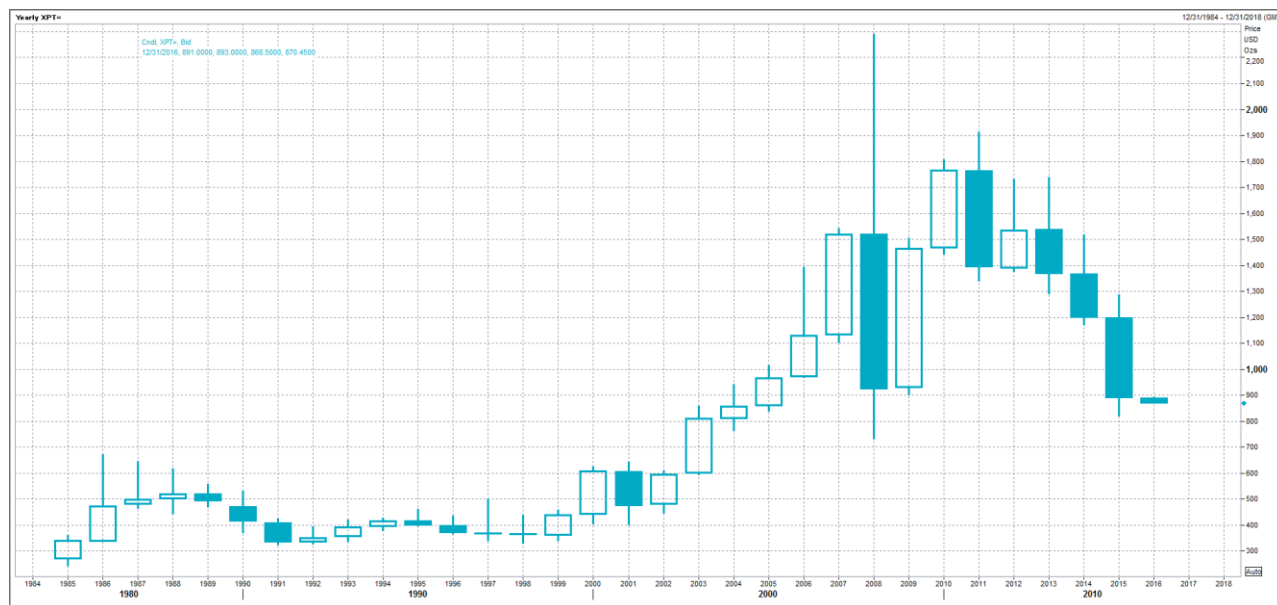
Поэтому есть весомые основания в указанной зоне открывать длинные позиции по данному активу в расчете на 3-х и даже 4-х кратный рост цен в течение последующих 3 – 5 лет.

Другой идеей может быть покупка серебра при падении цен на золото ниже \$1 000 за унцию, так как при последующей организации тренда на рост серебро имеет намного больший процентный потенциал роста.

Платина

Платина в 2015 году (как и в 2014 году) показала существенно большее падение, чем золото – на 26.5%, и цена унции сократилась до \$894 (см. рис. 28), организовав негативный спред цены к золоту в \$168 (!), хотя исторически платина торгуется выше золота.

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 годы спекулянты уже «отыгрывали» этот рынок. В 2003 году, 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 году на 65% (т. е. почти втрое).

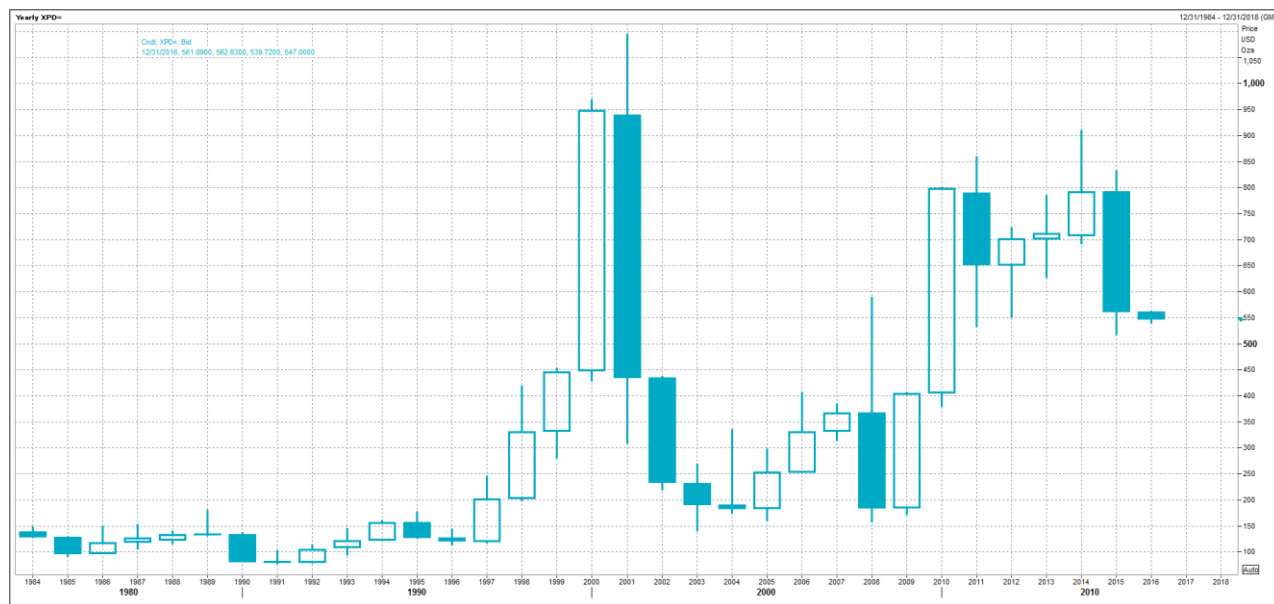
После 2008 года корреляция между рынками платины и золота на время возобновилась, но потом началась «игра в спред», напоминающая игру на разнице цен нефти марок *Brent* и *WTI* в 2011 – 2013 годах.

Соответственно, при падении цены золота ниже \$1 000 за унцию есть веские основания открывать длинные позиции по платине, ожидая большего ее роста ввиду большего падения цен на платину (обратной игры на спреде).

Палладий

Палладий, в предыдущие годы показывавший наилучшую динамику среди драгметаллов, в 2015 году испытал наибольшее падение цены – на 29.5%, и цена его унции упала до уровня \$562 (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 свой «пузырь» в 1997 – 2001 гг., когда цена унции выросла более чем в 6 раз (на 500%), преодолев рубеж в \$1 000 а затем в 2001 – 2003 годах рухнула более чем в 5 раз.

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

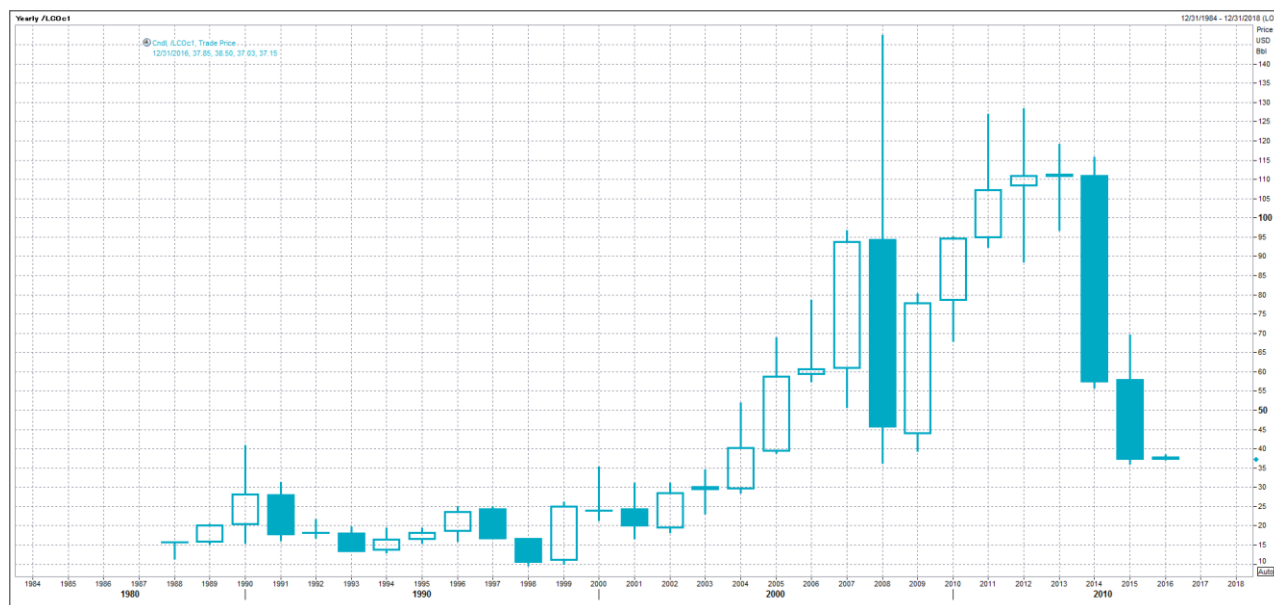
Однако в 2014 году, после достижения ценами уровня \$900 за унцию, этот тренд на фоне общего падения цен на драгметаллы сменился трендом на понижение, который может привести цены ниже уровня \$400 за унцию.

Нефть

На рынке нефти 2015 год стал уже вторым подряд годом резкого падения цен, и цена барреля марки *Brent* упала за год на 35% (-48.3% в 2014 году) – с \$57 до \$37, а марки WTI на 30.5% (-45.9% в 2014) – с \$53 до \$37 (см. рис. 30).

При этом спред цен на ведущие марки, некогда доходивший до +\$28 в пользу *Brent* и в начале 2015 года составлявший +\$4, к концу года обнулился (и даже коротко становился позитивным уже в пользу WTI).

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



Источник информации: Thomson Reuters

Наша оценка дальнейших сценариев

Учитывая силу текущего тренда на понижение, цена на нефть марки *Brent* может опуститься и ниже \$30 за баррель.

Однако столь сильные тренды, как правило, не приводят к стабилизации цен на достигнутых уровнях и быстро сменяются трендами в обратном направлении, как это было в 1997 – 1998 и 2008 – 2009 годах.

И хотя вероятность стабилизации цен на низких уровнях существует, более вероятным мы видим сценарий возвращения цен в 2016 – 2017 годах выше уровней в \$50 – \$60 за баррель с последующей организацией нового тренда на более существенный рост цен.

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>