



Стратегия 2015

В условиях новой реальности

Декабрь 2014

СТРАТЕГИЯ 2015

В УСЛОВИЯХ НОВОЙ РЕАЛЬНОСТИ

Дивергенция макроэкономической политики в развитых странах, между США и Великобританией с одной стороны и Европой и Японией с другой, является основной темой финансового рынка в конце этого и на весь следующий год. Она напрямую влияет на валютный и долговой рынок, и, пожалуй, чуть в меньшей степени на рынок акций. Замедление темпа роста развивающихся стран и многих развитых стран создает предпосылки для “японского” варианта развития мировой экономики с низкими темпами роста экономики, низкой инфляцией и низкими процентными ставками по безрисковым инструментам. В таких условиях, на наш взгляд, следует обратить внимание на ликвидные корпоративные облигации инвестиционного уровня, валюты стран, находящиеся в высокой фазе цикла (доллар США, британский фунт), а также акции высокотехнологичных компаний и избегать акций традиционных отраслей, высокодоходных облигаций, сырьевых товаров, а также валют развивающихся стран, основу которых составляют сырьевые сектора.

Низкая инфляция и ее последствия. Дезинфляционные тенденции, наблюдаемые в мировой экономике, – это результат сочетания многих факторов, включая избыток инвестиций в производственные мощности в Китае, растущий профицит текущего счета Германии, низкие темпы роста денежной массы и зарплат, а также рецессия, которая в некоторых странах, например, в Италии и Японии, уже пошла на третий или даже четвертый круг. Еще одним источником дефляционного риска является ослабление японской иены, создающее проблемы для торговых партнеров Японии в азиатском регионе. Все это ведет к ценовым войнам на рынке нефти, валютным войнам, низким темпам роста мировой торговли и усилению протекционизма.

Сворачивание QE3. На заседании 29 октября ФРС США приняла решение о полном сворачивании третьей по счету программы количественного смягчения (QE3). За время реализации трех программ количественного смягчения баланс ФРС США вырос до гигантских \$4,5 трлн., что эквивалентно более чем 20% ВВП США.

Рынок не верит в высокие ставки. В настоящее время внимание инвесторов приковано к срокам повышения процентных ставок в США. Согласно последним прогнозам ФРС, ключевая ставка должна вырасти до 1,25% к концу 2015 года и 2,75% к концу 2016 года. Тем не менее вмененная ставка по фьючерсным контрактам на процентную ставку ФРС предполагает, что она не превысит 0,5% в конце 2015 года и 1,5% к концу 2016 года. Более того, доходность по 10-летним казначейским облигациям с начала года снизилась с 3% до 2,2%. Таким образом, рынок закладывает в стоимость активов менее агрессивное поднятие ставок со стороны ФРС. Если ФРС начнет поднимать ставки раньше, чем ожидает рынок, то это может привести к коррекции стоимости активов и высокой волатильности.

На смену ФРС приходят ЕЦБ и Банк Японии. По мере того как ФРС отходит от мягкой кредитно-денежной политики на смену ей приходит ЕЦБ и Банк Японии, которые в ноябре объявили о новых мерах количественного смягчения. Признавая, что дальнейшее снижение процентных ставок

невозможно (ключевая ставка сейчас составляет 0,05%, ставка по депозитам – минус 0,20%), ЕЦБ сосредоточился на нетрадиционном стимулировании экономики. Его цель – увеличение своего баланса на 1 трлн. евро до более чем 3 трлн. евро (последний раз такой уровень был зафиксирован в 2012 году). Для выполнения этой задачи ЕЦБ в настоящее время проводит операции долгосрочного рефинансирования (TLTRO), выкупает ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS), и облигации с обеспечением. Вполне возможно, что в ближайшее время ЕЦБ может также начать покупку гособлигаций и других активов. Если в ближайшие шесть месяцев ЕЦБ начнет полноценную политику количественного смягчения, это будет означать, что Еврозона как минимум на два года отстает от цикла политики ФРС США.

Повышение ставок и рост курса доллара. Как и большинство участников рынка, мы ожидаем, что повышение процентной ставки ФРС США в 2015 году будет способствовать дальнейшему укреплению доллара и увеличению стоимости привлечения капитала на мировых рынках. Рост курса доллара традиционно влечет за собой трудности для развивающихся рынков, в связи с чем активы данного класса могут продолжить испытывать на себе определенное давление.

Рынок США наш фаворит. Наиболее предпочтительный, с нашей точки зрения, рынок – это США, что объясняется приемлемыми темпами роста экономики страны, предстоящим повышением ставок и укреплением доллара. На самом американском рынке мы отдаем предпочтение технологическим, оборонным и фармацевтическим компаниям, на руку которым сыграют развитие новых технологий и нестабильная геополитическая конъюнктура. Среди долговых инструментов мы предпочитаем инвестиции в ликвидные американские корпоративные облигации.

Замедление Китая негативно для стран экспортеров сырья. Мы полагаем, что темпы роста экономики Китая будут снижаться. Вследствие замедления инвестиций в китайскую экономику, которые ранее демонстрировали беспрецедентно быстрый рост, рынки стран, зависящих от производства и экспорта сырья, будут показывать отстающую динамику.

Рекомендуем избегать сырьевых валют. Мы с осторожностью относимся к валютам и рынкам стран – экспортеров сырья, связанных с экономикой Китая, таким как рынки Канады, Австралии, России, Бразилии и ЮАР, а также к рынкам азиатского региона, зависящим от темпов роста китайской экономики.

Цены на сырье вероятно продолжат снижаться. Мы ожидаем продолжения снижения цен на сырьевые товары в виду избытка предложения. После существенной коррекции цен на промышленные и драгоценные металлы, уголь и сельскохозяйственные товары настал черед нефти. В этом году после достижения годовых максимумов нефть скорректировалась более чем на 40%. Brent в 1П 2015 году на фоне избытка предложения и укрепления доллара может протестировать уровень \$50-60 за баррель. Золото на фоне укрепления доллара и роста процентных ставок может продолжить дешеветь, но медленными темпами за счет сильного физического спроса со стороны Индии и Китая.

СТРУКТУРА ОБЗОРА

Макроэкономическая конъюнктура.....	4
Мировая экономика	4
Экономика США	6
Экономика Еврозоны.....	11
Экономика Китая.....	14
Экономика России	17
Валютный рынок	23
Рынок облигаций.....	31
Ситуация на рынке суверенных облигаций развитых стран.....	31
Ситуация на рынке корпоративных облигаций развитых стран.....	36
Ситуация на рынке суверенных облигаций развивающихся стран.....	40
Ситуация на рынке корпоративных облигаций развивающихся стран	43
Мировой рынок акций.....	47
Российский рынок акций.....	51
Мировой товарный рынок.....	55
Нефть.....	56
Газ.....	59
Золото	61
Черные металлы	62
Промышленные металлы	64
Минеральные удобрения	65
Приложение	
Основные события 2015.....	67

Макроэкономика

Мировая экономика

В 1П 2014 года мировой экономический рост замедлился. Мировой экономический рост замедлился до 2,7% в первом полугодии 2014 года по сравнению с 3,9% во втором полугодии 2013 года. Несмотря на то, что замедление в основном было связано с временными явлениями, такими как цикл пополнения запасов и плохая погода в США, оно также стало следствием слабой динамики экономического роста в Еврозоне, вызванной последствиями долгового кризиса и отрицательным эффектом от повышения налога на потребление в Японии. Что касается развивающихся стран, то в Китае замедление экономики проходит в режиме мягкой посадки благодаря мерам, предпринимаемым правительством, и пока не оказывает существенного негативного влияния на мировую экономику. В то же время в некоторых крупнейших странах Латинской Америки и Восточной Европы, таких как Бразилия и Россия, внутренний спрос и инвестиции остаются слабыми.

МВФ сократил прогноз роста мирового ВВП. МВФ в обновленном прогнозе состояния мировой экономики сократил темпы роста мирового ВВП. Так, прогноз мирового роста на 2014 год был снижен до 3,3%, на 0,4 процентного пункта ниже апрельского прогноза, ввиду как последствий слабого первого полугодия, особенно в США, так и менее оптимистичной оценки перспектив ряда развивающихся стран. Прогноз на 2015 год был немного снижен, до 3,8%. Этот прогноз основан на предположениях о замедлении бюджетной консолидации (исключение составляет Япония) и продолжение весьма адаптивной денежно-кредитной политики. Он также предполагает постепенное снижение геополитической напряженности.

Рост ВВП

	2013	2014П	2015П
Китай	7,7%	7,3%	7,0%
Индия	4,7%	6,0%	6,5%
США	2,6%	2,2%	2,9%
Великоб- ния	2,7%	3,0%	2,7%
Бразилия	1,9%	0,4%	1,4%
ЕС	-0,4%	0,8%	1,2%
Япония	2,6%	0,9%	1,1%
Россия	2,0%	0,6%	0,0%

Источник: МВФ, Всемирный банк

Основные процентные ставки

	Базовая ставка	Инфляция	Доходность 10-летних облигаций
Бразилия	11,3%	6,6%	12,6%
Китай	5,6%	1,6%	3,6%
Россия	9,5%	8,3%	10,0%
Индия	8,0%	6,5%	8,2%
Великоб- ния	0,5%	1,2%	2,2%
ЕС	0,1%	0,4%	0,8%
США	0,3%	1,0%	2,4%
Япония	0,1%	3,2%	0,5%

Источник: МВФ, Всемирный банк

Как и в прошлом году, локомотивом роста остаются развитые страны во главе с США. Международный валютный фонд прогнозирует ускорение подъема экономики западных стран во втором полугодии 2014 года и продолжение текущего тренда в 2015 году при содействии мягкой денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой, в то же время сдерживающие факторы, такие как жесткая налогово-бюджетная политика будут ослабевать. Более быстрое восстановление экономики стран с развитой экономикой обусловлено в первую очередь более высокими темпами роста в США, а также оживлением активности в зоне евро. В случае развивающихся стран оживление

обусловлено различными страновыми, а также глобальными факторами. Первые включают некоторое восстановление в странах, которые переживали геополитическую напряженность и/или внутренние волнения в 2014 году, или где темпы роста в этом году намного ниже потенциальных, а в других странах — постепенное устранение структурных препятствий для роста.

США значительно опережают другие развитые страны. В США после неожиданно низких результатов первого квартала активность повысилась во втором и третьем кварталах, по результатам которых рост ВВП составил 2,6% и 2,3% к аналогичному периоду прошлого года соответственно. В зоне евро рост остановился на уровне 0,8% год-к-году во втором и третьем квартале, в основном ввиду слабых инвестиций и экспорта, и все еще неясно, насколько длительным окажется это замедление роста. Долговременная стагнация и низкий потенциальный рост в европейских странах остаются серьезными среднесрочными рисками ввиду невысокого и неровного роста в этих странах, несмотря на очень низкие процентные ставки и смягчение других факторов, тормозящих восстановление. В Японии после повышения налога на потребление внутренний спрос сократился больше, чем ожидалось. Во втором и третьем квартале японская экономика сократилась на 0,2% и 1,2% к аналогичному периоду прошлого года соответственно.

Существенная дифференциация экономического роста среди стран БРИК. ВВП России за 9 мес. 2014 года вырос всего на 0,8%. В России слабая активность обусловлена влиянием геополитической напряженности на иностранные инвестиции, внутреннее производство и уверенность. Период вялого внутреннего спроса в других развивающихся странах вновь оказался более длительным, чем прогнозировалось, особенно в Латинской Америке, включая сокращение ВВП в Бразилии и непредвиденное снижение активности в ряде других стран. В Китае после более слабых, чем ожидалось, результатов первого квартала принятые меры политики способствовали более активному росту во втором квартале. ВВП Индии во 2-м квартале 2014 года вырос на 5,7% по сравнению с тем же периодом 2013 года. Это самый существенный подъем за два года. В 1-м квартале экономика Индии прибавила 4,6% в годовом выражении.

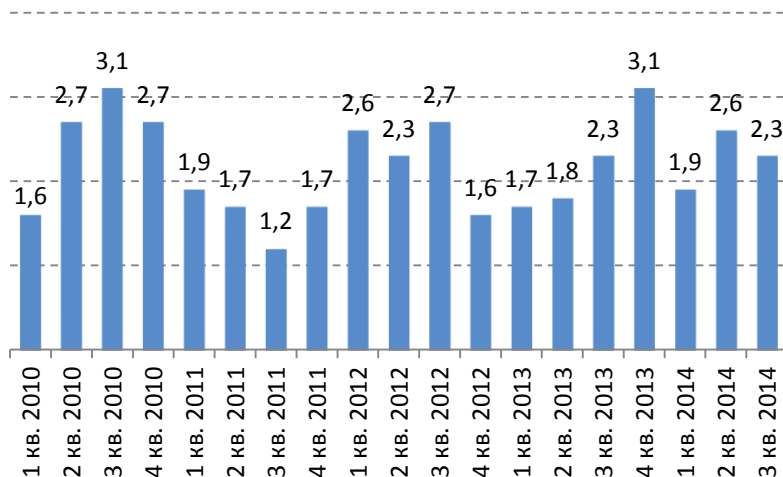
Геополитическая напряженность пока оказывает лишь незначительный экономический эффект. Возросшая геополитическая напряженность может оказаться долговременной, препятствуя восстановлению в непосредственно затронутых странах и ослабляя уверенность в других странах. Последствия кризиса в Украине пока не распространились за пределы затронутых кризисом регионов и их непосредственных соседей. Потрясения на Ближнем Востоке не оказали существенного влияния на уровень цен на энергоносители.

Финансовые рынки настроены оптимистично, с высокими курсами акций, суженными спредами и очень низкой волатильностью. Однако это не привело к оживлению инвестиций, которые остаются на пониженном уровне, особенно в странах с развитой экономикой. Риски, связанные с финансовым рынком, включают разворот недавнего сокращения спреда по риску и волатильности в результате большего, чем ожидалось, повышения долгосрочных ставок США — что также привело бы к ужесточению финансовых условий для развивающихся стран.

Экономика США

После временного спада в 1-м кв. 2014 года, экономика США показала высокие темпы роста во 2-м и 3-м кв. 2014 года за счет улучшения активности на рынке недвижимости, повышения инвестиций со стороны корпоративного сектора и улучшения на рынке труда. Темпы роста ВВП к аналогичному периоду прошлого года составили 2,6% и 2,3% во 2 и 3 кв. 2014 года соответственно.

Темп роста ВВП США, % год-к-году

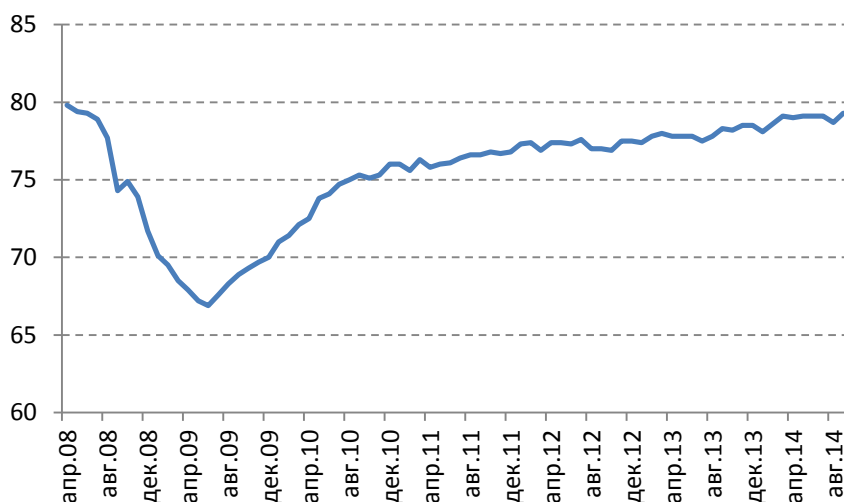


Средние темпы роста ВВП за последние 12 месяцев составили 2,5%.

Источник: Bloomberg

Опережающие индикаторы на максимумах. Индекс PMI (индекс менеджеров по закупкам), свидетельствует об уверенном росте американской экономики. Индексы PMI в промышленности и услугах находятся на многолетних максимумах. Несмотря на то, что в октябре индексы снизились, они находятся выше пост-кризисного тренда.

Загрузка производственных мощностей, %

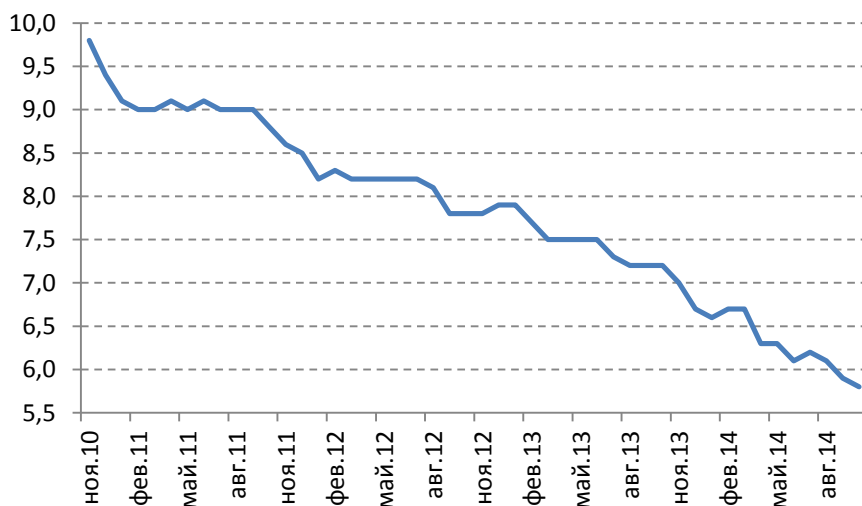


Загрузка производственных мощностей находится на максимальном уровне с начала 2008г.

Источник: Bloomberg

Рынок труда продолжает улучшаться. Показатель безработицы составил рекордно низкие 5,8% в ноябре, снизившись до минимума с 2008 года. Таким образом, в сентябре-ноябре безработица оказалась ниже целевого показателя ФРС (6%), что способствовало решению об окончательном сворачивании программы QE3. При этом стоит учесть, что участие населения в рабочей силе находится на минимальных отметках с 1978 года.

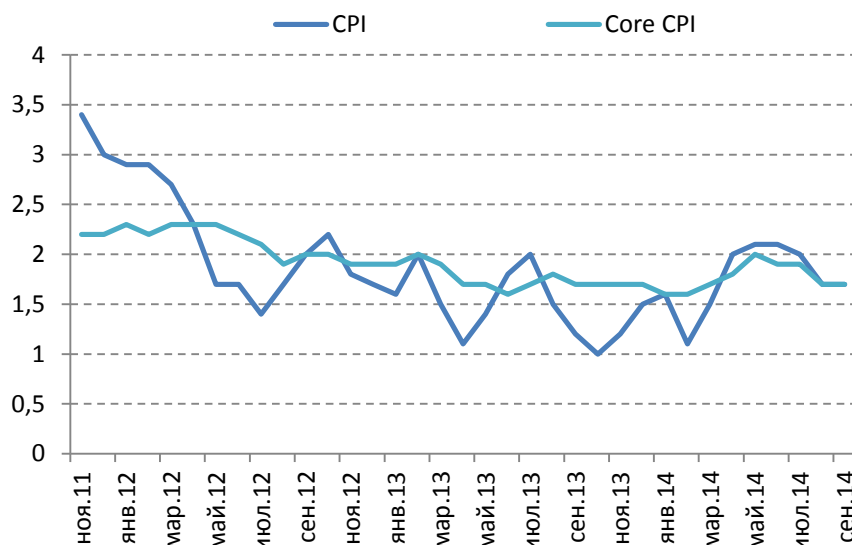
Уровень безработицы в США, %



Источник: Bloomberg

Но инфляция находится ниже ориентира ФРС. Целевой ориентир ФРС по инфляции составляет 2%. В тоже время рост индекса потребительских цен как базовый (Core CPI), так и общий (CPI) не превышает 1,7% год-к-году. Это дает возможность ФРС повременить с ужесточением денежно-кредитной политики. Укрепление доллара, снижение цен на сырьевые товары, и возвращение на рынок труда потерявших надежду трудоустроиться работников окажет понижающее давление на инфляцию. Таким образом, возможно, инфляция будет еще долго находится ниже или на уровне целевого ориентира ФРС.

Динамика инфляции, % год-к-году

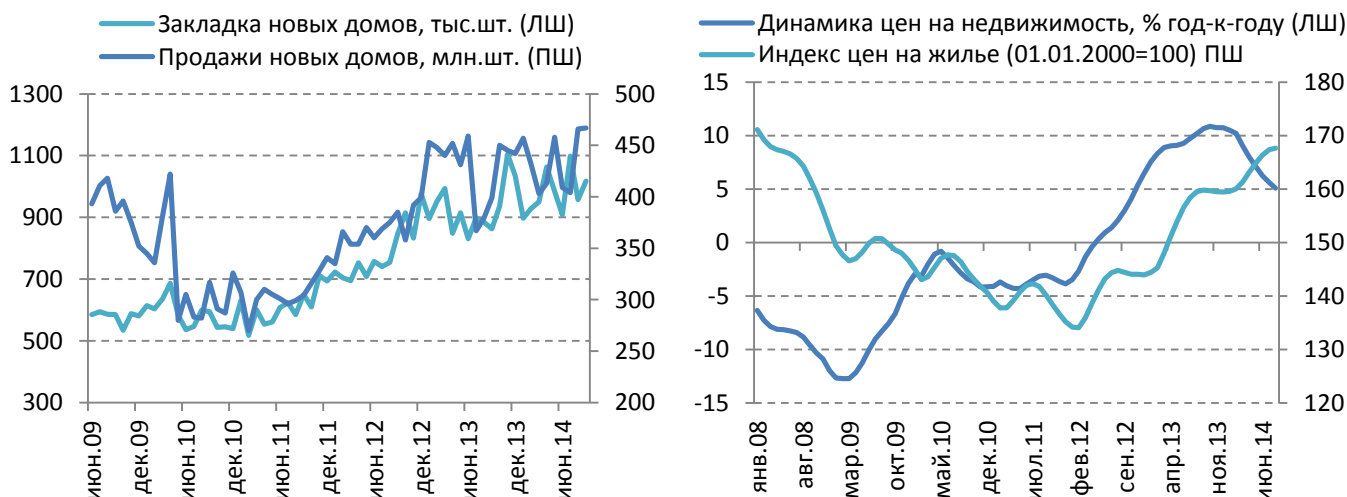


Инфляция устойчиво держится ниже 2%.

Источник: Bloomberg

Полноценное восстановление рынка недвижимости. Продажи новых домов в США находятся на максимумах с 2007 года. В сентябре продано более 467 тыс. новых домов. Закладка новых домов находится на уровне 1П 2008 года или порядка 1 млн. домов в год. Доля невыплат по ипотеке снизилась до 6%, т.е. минимума с 2007 года, по данным Ассоциации ипотечных банков США (МВА). Цены на недвижимость продолжают расти, но темпы роста цен снизились с 10-11% в конце 2013 года и начале 2014 года до 5,1% в августе 2014 года.

Индикаторы рынка недвижимости

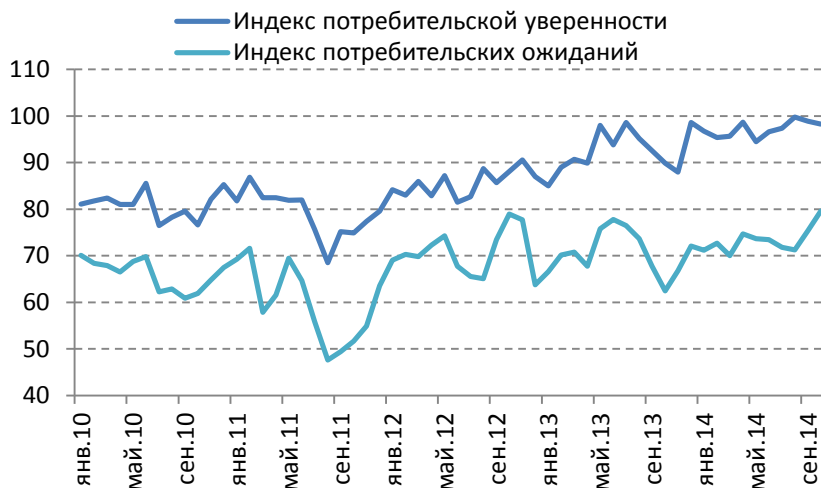


Источник: Bloomberg

Дефицит счета текущих операций опустился до минимальных с 90-х годов значений. Дефицит текущего счета платежного баланса во 2 кв. 2014 года составил 99 млрд. долл. или 2,25% ВВП, что является минимальным уровнем с конца 90-х годов XX века.

Восстановление рынка труда, недвижимости и фондового рынка оказывает существенный благоприятный эффект на благосостояние американцев, увеличивая их потребительскую уверенность, которая находится на многолетних максимумах.

Индексы потребительских настроений

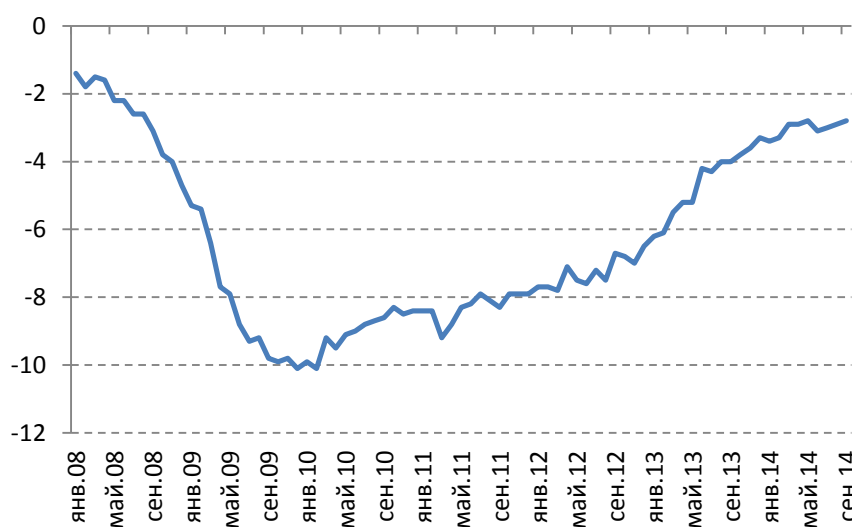


Индексы потребительских настроений на многолетних максимумах.

Источник: Bloomberg

Дефицит бюджета США продолжает снижаться. Уверенный экономический подъем способствовал снижению бюджетного дефицита США до минимального уровня с 2008 года. Бюджетный дефицит за последний фискальный год, который закончился 30 сентября составил 483,4 млрд. долл. или 2,8% ВВП, по сравнению с 10,1% в декабре 2009 года. Это стало самым существенным сокращением бюджетного дефицита, по крайней мере, за последние 46 лет.

Динамика дефицита бюджета США, % к ВВП

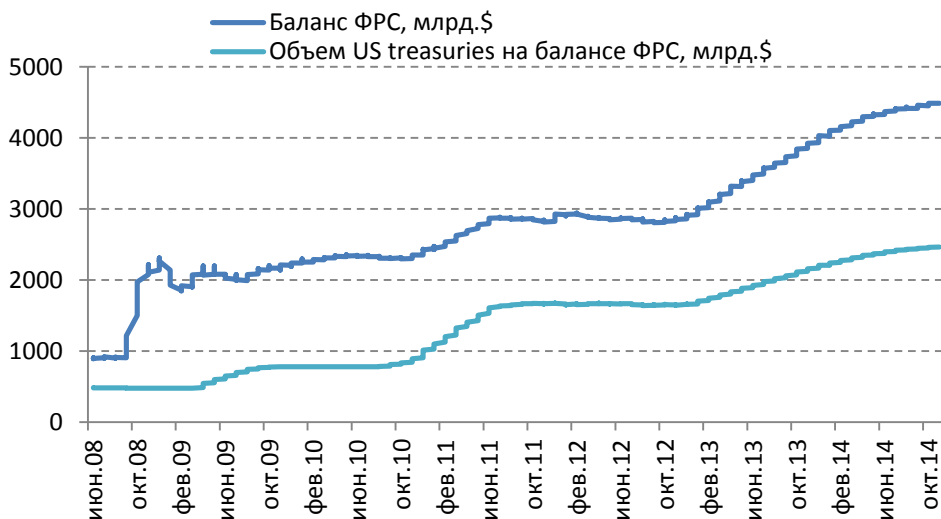


Дефицит бюджета за последние 2 года резко сократился и вышел на докризисный уровень.

Источник: Bloomberg

Завершение QE3 было ожидаемым. На заседании 29 октября ФРС приняла решения о прекращении программы QE3. Завершение программы количественного смягчения QE3 было ожидаемым, так как регулятор добился своих целей обеспечив высокую занятость населения и стабильный рост цен. Баланс ФРС соответственно прекратит расти и останется на уровне 4,5 трлн. долл. на какое-то время, так как ФРС продолжит реинвестировать средства от погашения имеющихся на балансе облигаций.

Динамика валюты баланса ФРС и объема казначейских облигаций на балансе ФРС

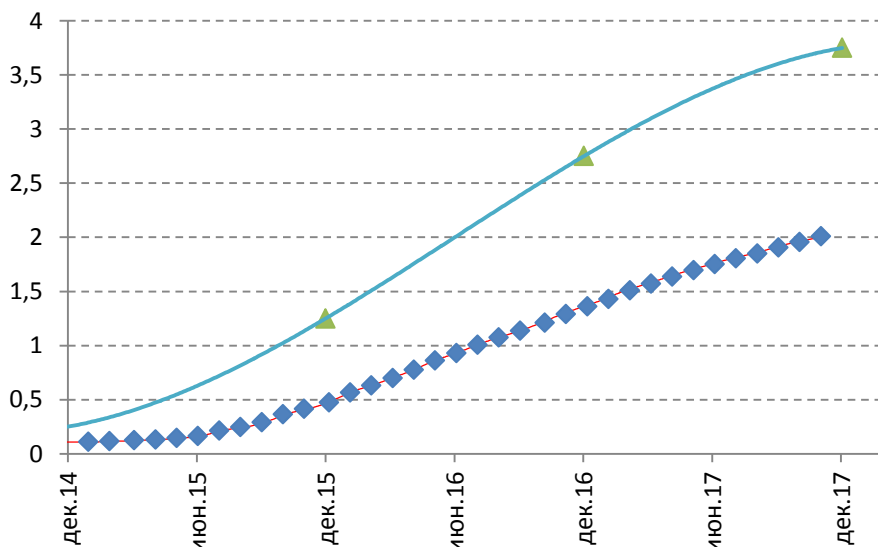


С начала кризиса баланс ФРС увеличился на 3,6 трлн. долл. или в 5 раз.

Источник: Bloomberg

Главной интригой в настоящее время является время начала цикла поднятия ставок. Несмотря на то, что ФРС неоднократно сигнализировал о возможном начале ужесточения денежно-кредитной политики в середине 2015 года, рынок пока не спешит закладывать данный прогноз в цены казначейских облигаций, который торгуются на рекордно низких уровнях.

Форвардная кривая на процентную ставку ФРС (нижняя кривая) и прогноз ФРС (верхняя кривая)

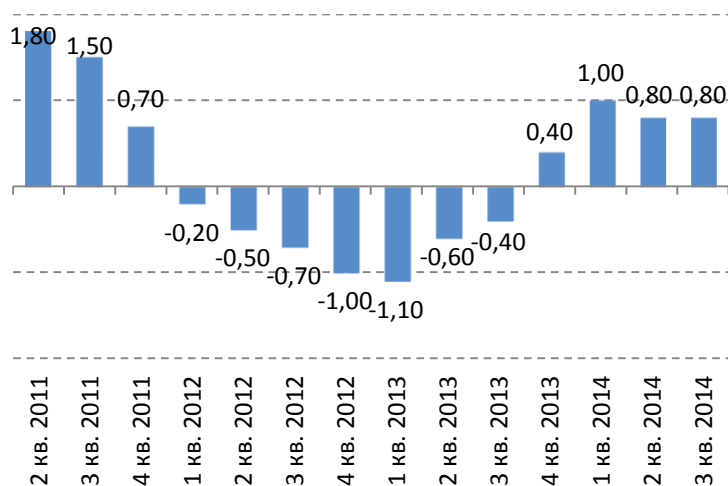


Источник: Bloomberg

Экономика Еврозоны

Рецессия преодолена, но рост остается слабым. Экономика Европы преодолела рецессию 2012-2013 гг, но пока показывает слабый рост. За последние 12 месяцев темп роста ВВП составил 0,75%. По 0,8% год-к-году во 2 и 3 кв. 2014 года. В следующем году МВФ и Еврокомиссия прогнозируют ускорение роста в Еврозоне до 1,3% и 1,5% соответственно, тем не менее это ниже 2%-го роста, который ожидался в более ранних прогнозах.

Темп роста ВВП Еврозоны, % год-к-году

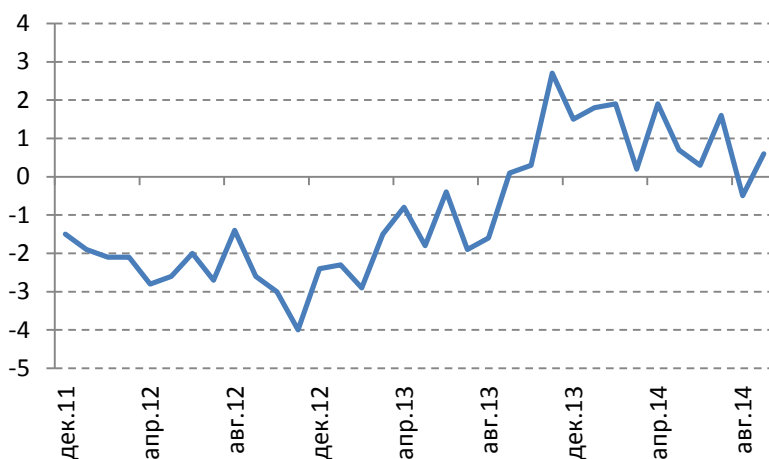


Источник: Bloomberg

Многие склонны видеть причину слабого роста ВВП в слишком жесткой фискальной политике. Согласно опросу Блумберг, который проводился среди клиентов информационного агентства почти 60% опрошенных считают фискальную политику в Еврозоне слишком жесткой.

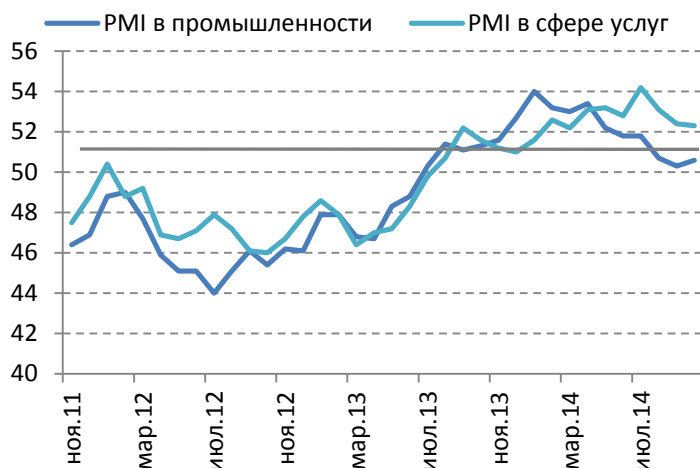
Помимо жесткой монетарной политики на темпах роста экономики отрицательно сказывается низкий уровень инвестиций предприятий в основной капитал. Загрузка производственных мощностей увеличилась в 2014 году до 80%, однако остается ниже докризисных значений (82-84%). Темпы роста промышленного производства за 9 мес. 2014 года в среднем составили 1%.

Темпы роста промышленного производства, % год-к-году



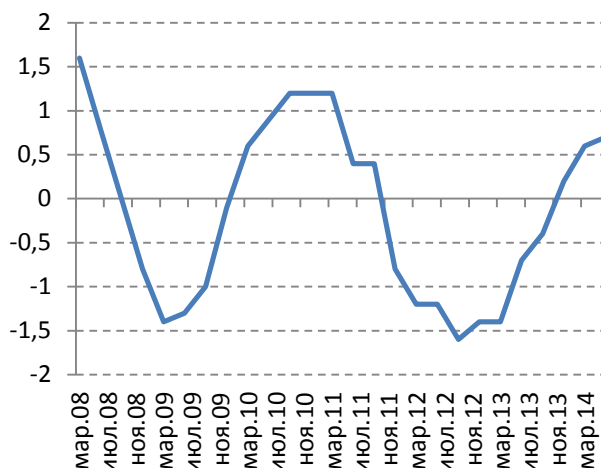
Опережающие индикаторы, такие как PMI (индекс менеджеров по закупкам), свидетельствуют о слабой динамике в промышленности и улучшении ситуации в сфере услуг. В ноябре индекс PMI в сфере промышленности опустился до 50.1 пункта, что фактически свидетельствует об отсутствии роста в секторе. Потребительские расходы восстанавливаются.

Динамика индексов PMI



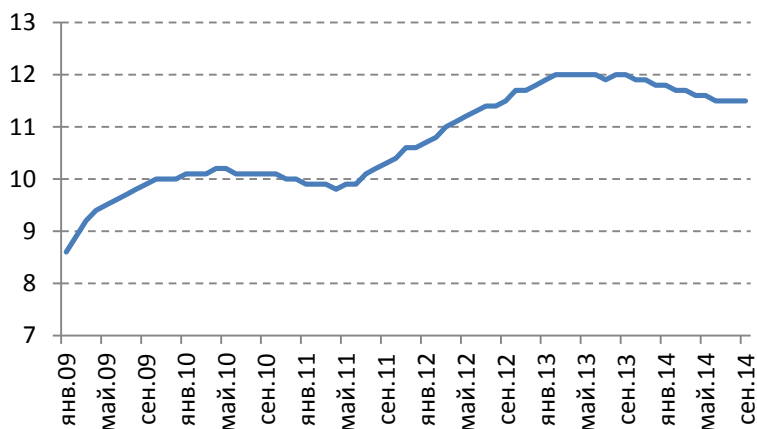
Источник: Bloomberg

Темпы роста потребительских расходов, %



Безработица начала сокращаться. Безработица снизилась до 11,5% в июне 2014 года по сравнению с 12% в сентябре 2013 года и с тех пор остается на этом уровне. Процент безработных среди молодежи немного снизился с 24% до 23,3% в 2014 году. Ситуация в экономике Еврозоны пока не способствует созданию новых рабочих мест, в связи с высокой степенью неопределенности в области фискальной политики.

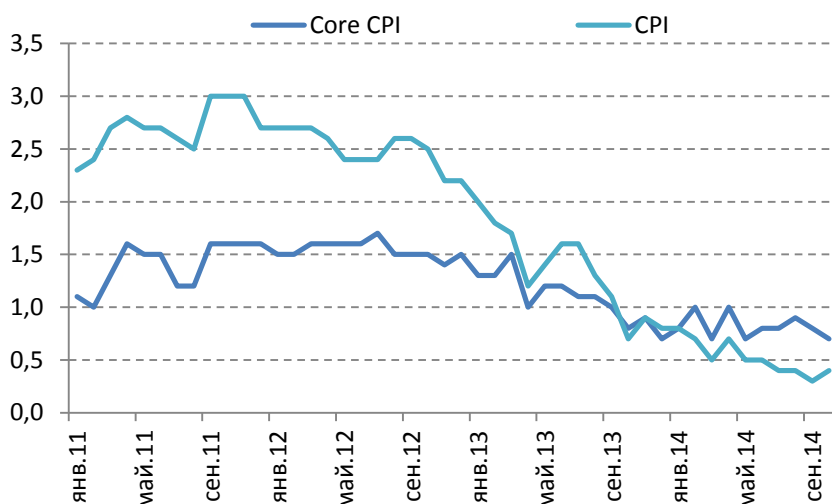
Динамика уровня безработицы в Еврозоне, %



Источник: Bloomberg

Инфляция упала до минимума... Инфляция в еврозоне в сентябре упала до 0,3%, что стало самым низким показателем с 2009 года. Напомним, целевой ориентир ЕЦБ по инфляции составляет 2%. Исходя из текущих экономических и финансовых условий период низкой инфляции может продолжиться еще на протяжении нескольких лет.

Динамика инфляции в Еврозоне, %

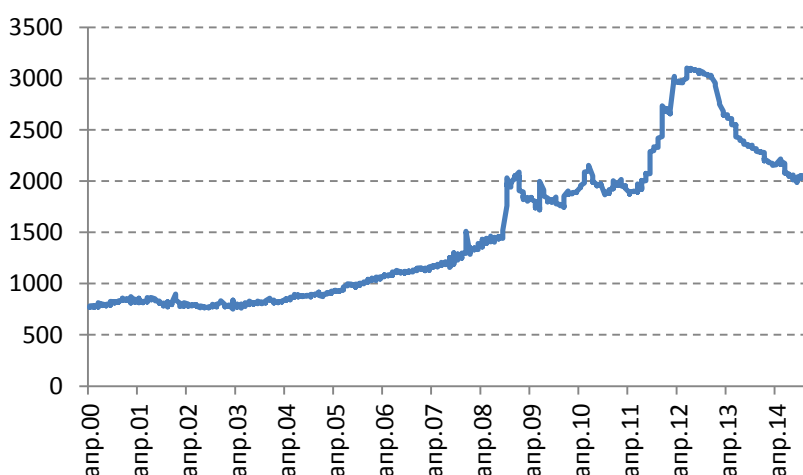


Перед Еврозоной нависла угроза дефляции.

Источник: Bloomberg

...что позволяет ЕЦБ запустить очередную программу количественного смягчения. По предварительным расчетам объем программы будет порядка 1 трлн. евро и продлится она может около 2-х лет. Регулятор не только продолжит программу целевого долгосрочного кредитования (TLTRO) и будет выкупать обеспеченные активами облигации (ABS), но и может прибегнуть к иным стимулирующим мерам, таким как покупка гос. облигаций. Баланс ЕЦБ, сократившийся с 3 трлн. евро в начале 2012 года до 2 трлн. евро в 2014 году, вероятно, снова вернется к значению 2012 года в ходе реализации новой программы количественного смягчения.

Баланс ЕЦБ, млрд. евро.



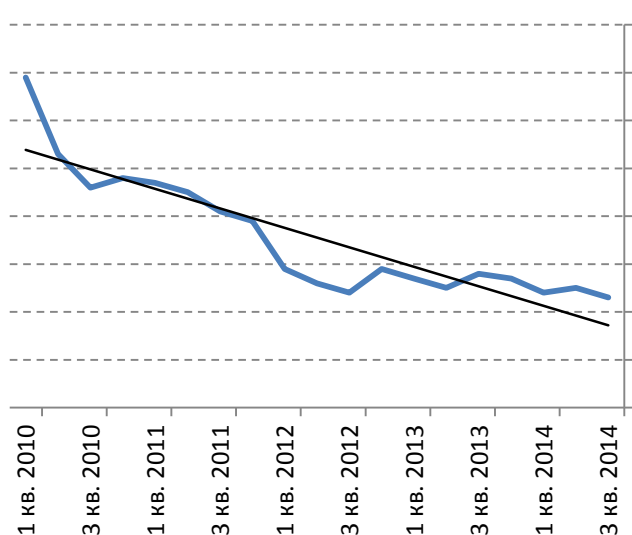
Баланс ЕЦБ, сократившийся на 1 трлн. евро за последние 2 года, вероятно, снова вернется к значениям 2012 года за счет реализации новых программ стимулирования экономики Еврозоны.

Источник: Bloomberg

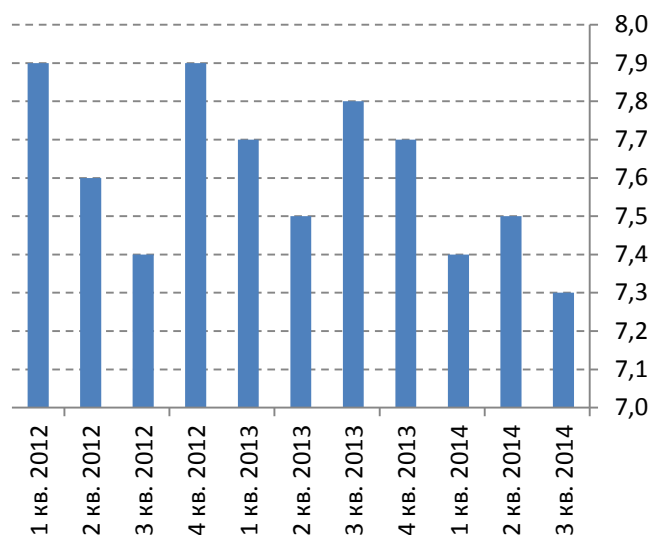
Экономика Китая

Темпы роста ВВП стабилизировались, но продолжают сокращаться. После более слабого, чем ожидалось первого квартала, китайская экономика смогла преподнести сюрприз, показав более высокие, чем ожидалось, темпы роста во втором квартале 2014 года, благодаря мерам поддержки государства в виде налоговых послаблений для малого и среднего бизнеса, увеличения бюджетных и инфраструктурных расходов, снижению нормы резервирования для банковского сектора и росту экспорта. Рост во втором квартале 2014 года составил 7,5% год-к-году по сравнению с 7,4% год-к-году в первом квартале. Тем не менее, третий квартал показал, что не стоит переоценивать ситуацию. В 3 квартале рост ВВП Китая замедлился до минимума с мирового кризиса 2008-2009 гг., так как слабеющий рынок недвижимости тормозит производство и инвестиции. В июле — сентябре 2014 года экономика КНР выросла на 7,3% в годовом измерении, при этом превзойдя прогнозы аналитиков на уровне 7,2%. Официальный прогноз темпа роста ВВП Поднебесной в 2014 году составляет 7,4%, что станет самым низким годовым темпом роста с 1990 года.

Темп роста ВВП с 2010г., % год-к-году



Темп роста ВВП с 2012г., % год-к-году

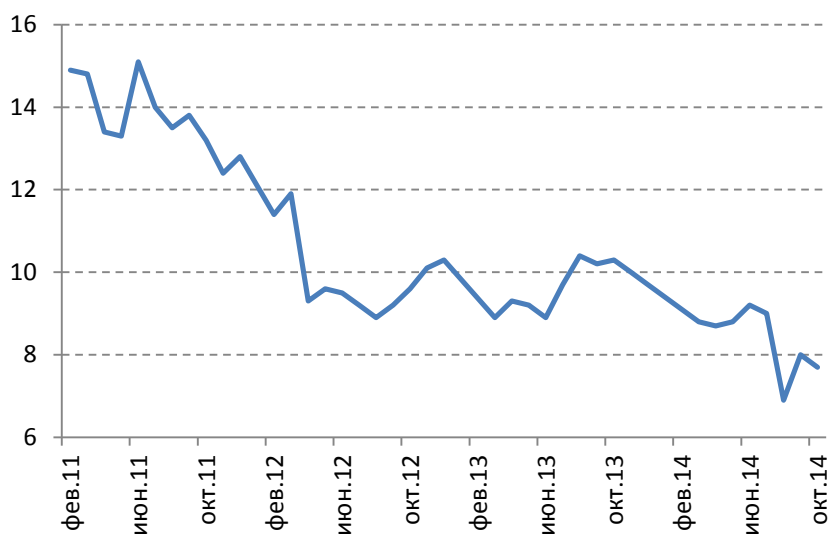


Источник: Bloomberg

В следующем году темпы роста ВВП Китая продолжат снижаться. Несмотря на существенное сокращение темпов роста ВВП по сравнению с 2010 и 1П 2011 гг., в последние 3 года рост ВВП стал стабилизироваться на уровне 7,3-7,9%. В следующем году по прогнозу МВФ экономика Китая замедлится до 7,1% на фоне плавной смены модели экономического роста. Это должно привести к снижению инвестиций в основные фонды и недвижимость.

Темп роста промышленного производства на пятилетнем минимуме. Одной из ключевых причин снижения темпа роста ВВП является сокращение промышленного производства, которое в августе-октябре 2014 года упало до самых низких отметок с начала 2009 года.

Темп роста промышленного производства, % год-к-году

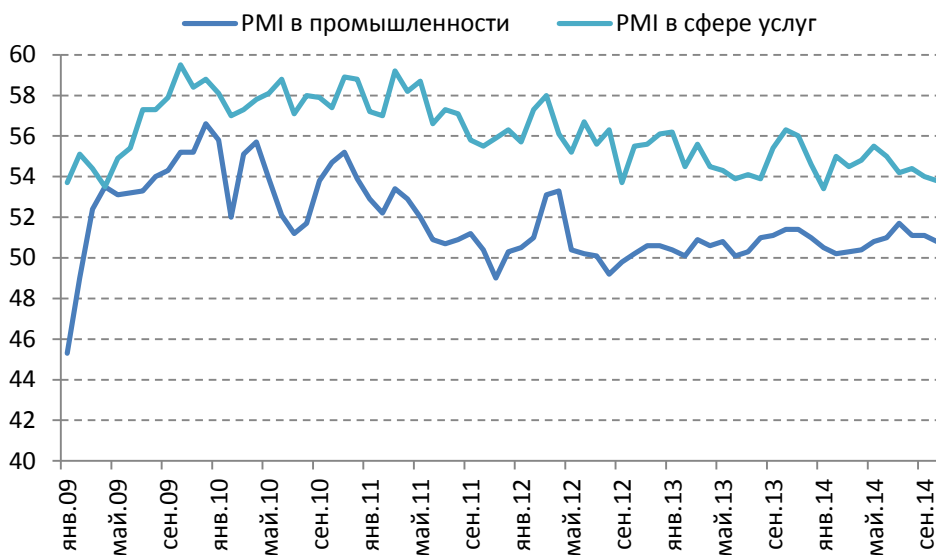


Темпы роста промышленного производства существенно сократились.

Источник: Bloomberg

Китайская экономика снижает обороты. В октябре индекс менеджеров по закупкам (PMI) в китайской промышленности снизился на 0,3 п.п. до 50,8 по сравнению с сентябрем и достиг минимума с апреля 2014 года. В тоже время индекс PMI в сферах не связанных с промышленностью также снижается. В октябре данный показатель составил 53,8 пунктов, что свидетельствует о замедлении роста также в отраслях несвязанных с промышленностью, но в гораздо меньших темпах.

Динамика изменения индекса PMI, пункты

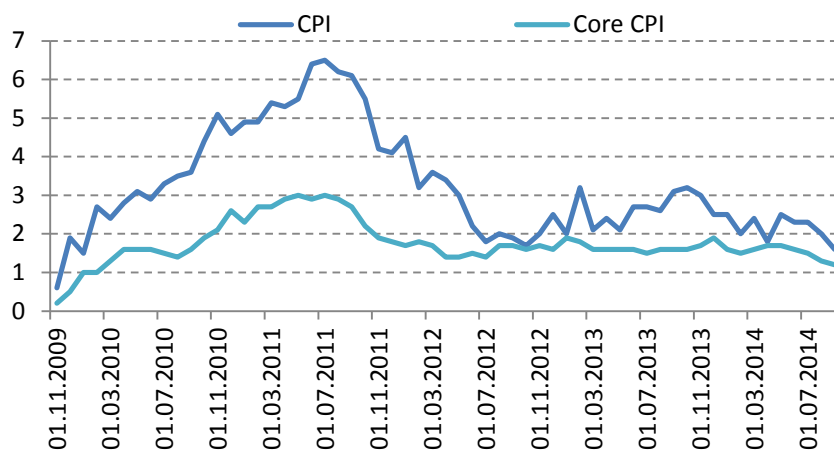


Источник: Bloomberg

Темпы роста кредитования на многолетнем минимуме. Темпы роста кредитования замедлились до 13% в октябре 2014 года, что стало самым низким показателем с 2008 года.

Инфляция существенно снизилась. Темп роста потребительских (CPI) цен в сентябре-октябре 2014 года составил 1,6% год-к-году, став минимальным с 2009 года. Индекс цен производителей (PPI) показывает устойчивое снижение с марта 2012 года.

Динамика инфляции, %



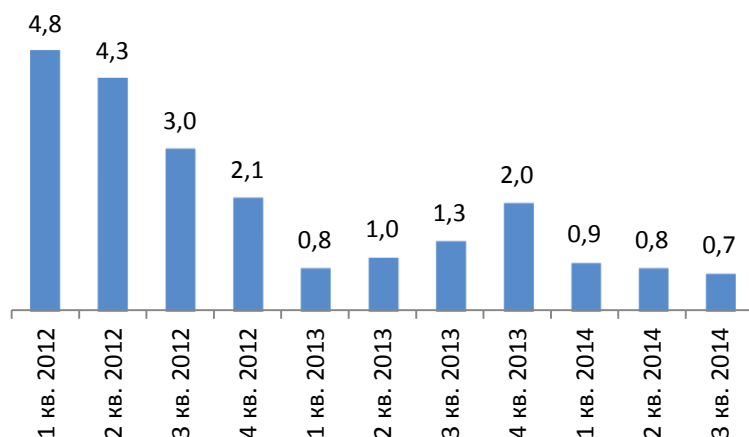
Источник: Bloomberg

Существенное сокращение инфляции позволяет ЦБ Китая смягчить денежно-кредитную политику. В конце ноября ЦБ Китая снизил годовую депозитную процентную ставку на 0,25% до 2,75%, а годовую кредитную ставку на 0,4% до 5,6%. Мы ожидаем, что в следующем году ЦБ Китая может продолжить снижение ключевой процентной ставки. Потенциальное смягчение денежно-кредитной ЦБ Китая может оказать негативное давление на курс китайского юаня. За последние два месяца ЦБ Китае предоставил национальной банковской системе порядка 770 млрд. юаней (126 млрд. долл.) через операции на открытом рынке для оживления кредитования.

Экономика России

По оценкам МВФ в 2014 году ВВП России продемонстрирует нулевой прирост и вырастет на 0,5% в 2015 году. При этом ЦБ РФ ожидает прироста ВВП в 2014 году на уровне 0,3% и нулевого прироста в 2015 году.

Темп роста ВВП поквартально, год-к-году



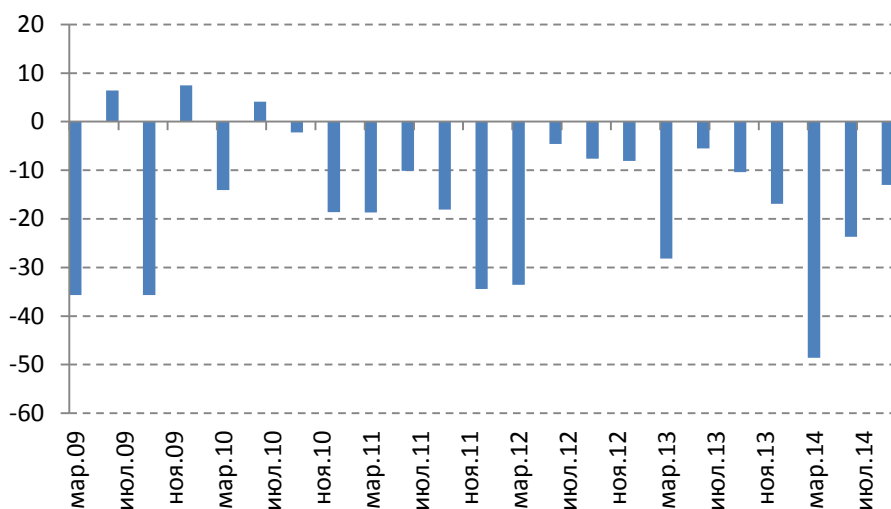
Источник: Росстат

За 10 мес. 2014 года по данным Росстата прирост ВВП РФ составил 0,8%. Темпы экономического роста в РФ в четвертом квартале 2014 года и первом квартале 2015 года будут близкими к нулю, ожидает ЦБ РФ. В 2015 году ЦБ также ожидает нулевого прироста ВВП. При этом ЦБ считает возможным падение ВВП на 3,5-4% в случае снижения цены на нефть в 2015 году до \$60 за баррель. В 2016 году ВВП увеличиться на 0,1%.

Схожую с ЦБ РФ картину описывает агентство Moody's. Moody's прогнозирует отсутствие восстановления в 2015 году. Вместо него агентство ожидает умеренную рецессию, за которой последует стагнация экономики в 2016 году. Российско-украинские отношения и связанные с ними санкции ухудшили понижательный тренд динамики ВВП, являющийся результатом многолетнего недоинвестирования отраслей, не связанных с энергетикой, а также уменьшающейся эффективности и растущей затратности добычи нефти и газа в России.

Отток капитала превышает профицит счета текущих операций. Банк России ожидает, что профицит счета текущих операций составит в 2014 году \$63 млрд. В базовом макроэкономическом сценарии развития на 2015-2017 гг. заложена оценка в \$60 млрд., \$37 млрд. и \$21 млрд. соответственно. Вместе с тем Банк России повысил оценку оттока капитала из России в 2014 году с \$90 млрд. до \$128 млрд., в 2015 году – с \$35 млрд. до \$99 млрд., в 2016 году – с \$29 млрд. до \$60 млрд., в 2017 году – с \$18 млрд. до \$38 млрд.

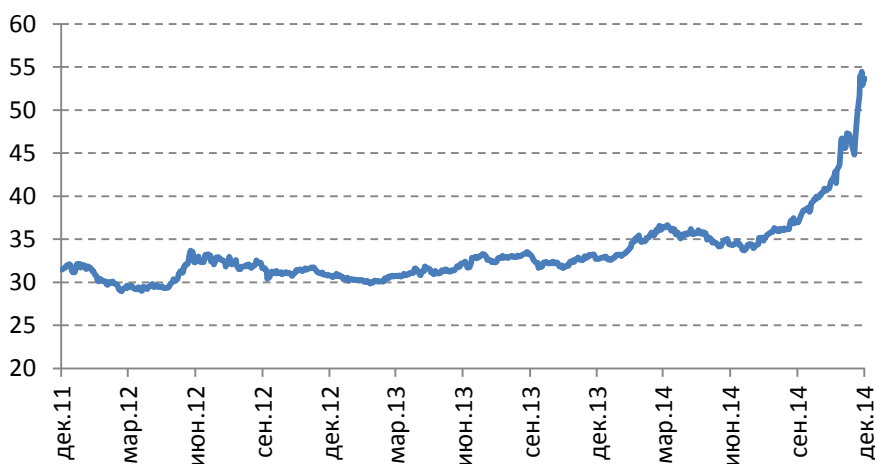
Отток капитала, млрд. долл.



Источник: ЦБ РФ

Рубль продолжит испытывать негативное давление. Отток капитала по оценкам ЦБ превысит профицит счета текущих операций платежного баланса, что окажет негативное влияние на курс рубля. Помимо оттока капитала дополнительное давление на рубль оказывают экономический спад, ускорение инфляции и экономические санкции, а также сформировавшиеся девальвационные ожидания по отношению к рублю. С начала года рубль по отношению к доллару и евро снизился на 60% и 43% соответственно.

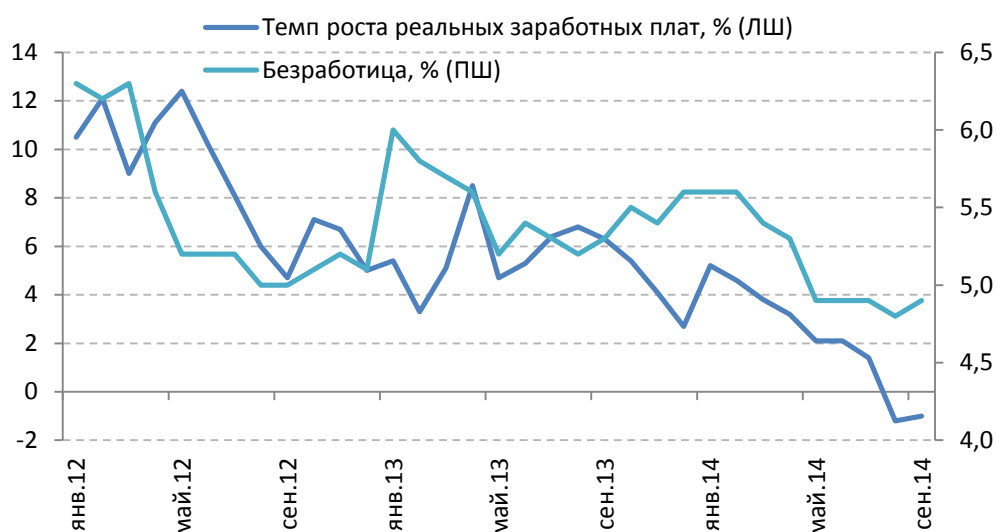
Динамика валютных пары \$/руб.



Источник: Bloomberg

Импортозамещение не окажет сильного положительного влияния как в 1998г. Загрузка факторов производства – рабочей силы и конкурентоспособных производственных мощностей – находится на высоком уровне. Безработица ниже 5%, что является минимальным уровнем за всю современную историю, а загрузка мощностей составляет 72%. Вместе с тем производительность труда растет медленно, а вследствие долгосрочных демографических тенденций наблюдается снижение предложения рабочей силы.

Динамика реальных заработных плат и безработицы

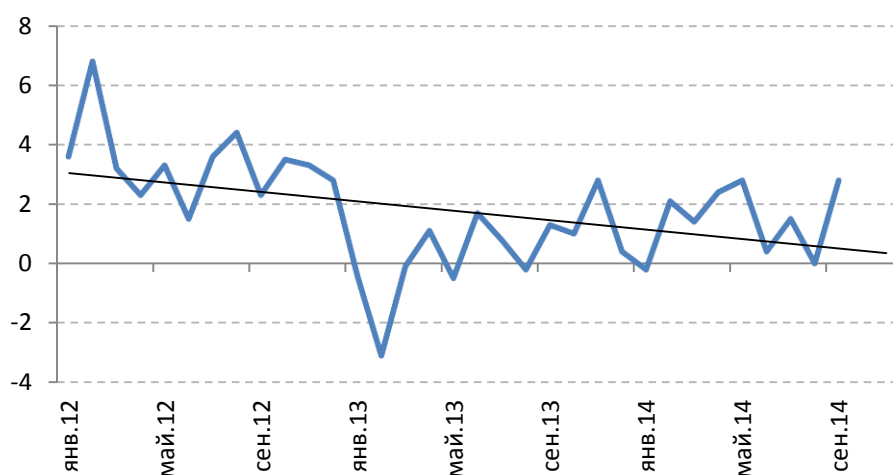


При том, что безработица находится на минимальном уровне, реальные заработные платы сокращаются.

Источник: Росстат

Слабые инвестиции, несмотря на сильный рост промпроизводства. Так, с одной стороны, промпроизводство выросло на 2,8% г/г, превзойдя ожидания на фоне роста оборонных расходов на 33% г/г за 9М 2014 год. Однако инвестиции снизились на 2,8% г/г в сентябре и на 2,7% г/г в августе, и, судя по всему, отражая как новые санкции, так и замедление роста жилищного строительства до 8-11% г/г в сравнении с ростом на 25-40% г/г в 1П14. Сокращение инвестиций вызвано ограниченной доступностью долгосрочных финансовых ресурсов и ужесточением требований к качеству заемщиков со стороны российских банков. При этом происходит охлаждение потребительского спроса по мере замедления роста реальной заработной платы и розничного кредитования.

Динамика промпроизводства, % год-к-году



Источник: Росстат

Ключевая процентная ставка повысилась почти в 2 раза в текущем году. Ключевая ставка определяется ЦБ по недельным кредитам РЕПО. 14 февраля 2014 года она была установлена на уровне 5,5% годовых.

3 марта 2014 года совет директоров Банка России принял решение о повышении ставки с 5,5 до 7,0% годовых. Тогда повысить ставку ЦБ вынудила ситуация в Крыму.

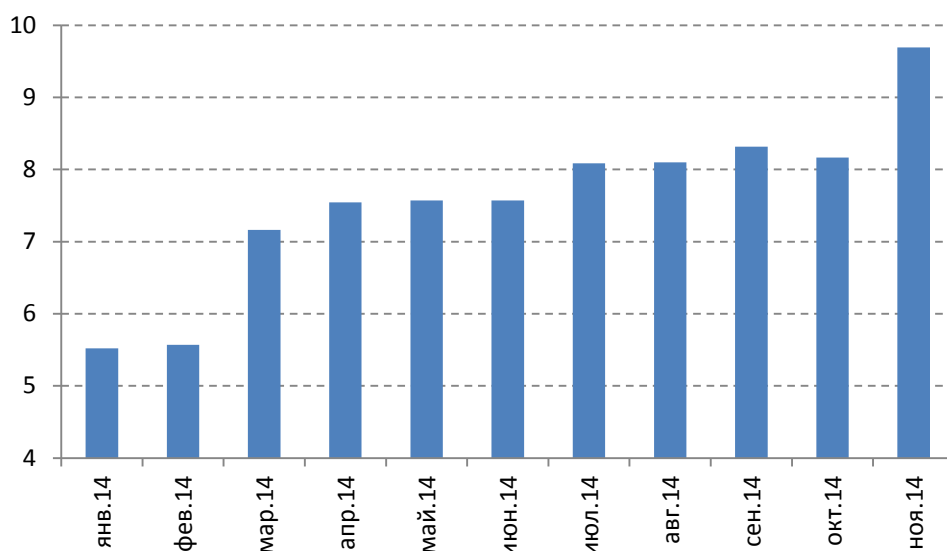
25 апреля совет директоров Банка России поднял ключевую ставку на 0,5% пункта до 7,5% годовых. Причина повышения ставки - инфляционные риски: цены растут, несмотря на слабость экономики, которую не смогло разогнать ослабление рубля. Рост потребительских цен спровоцировали слабый рубль, инфляционные ожидания и неблагоприятная конъюнктура рынков молочной продукции, сахара, свинины и бензина.

25 июля ЦБ еще раз повысил ставку на 0,5% пункта до 8% . "Возросли инфляционные риски, связанные в том числе с усилением геополитической напряженности и его возможным влиянием на динамику курса национальной валюты, а также обсуждаемыми изменениями в налоговой и тарифной политике", - отметил регулятор.

31 октября Банк России принял решение повысить ключевую ставку сразу на 1,5% пункта с 8% до 9,5%. Также Банк России повысил ставки по другим инструментам предоставления ликвидности банкам. Так, ставки по операциям постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам) выросли с 9 до 10,5%, 3-месячным аукционам по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами – с 8,25 до 9,75%, депозитным операциям – с 7 до 8,5%.

Следующее заседание совета директоров ЦБ РФ, на котором будет рассматриваться ключевая ставка, запланировано на 11 декабря.

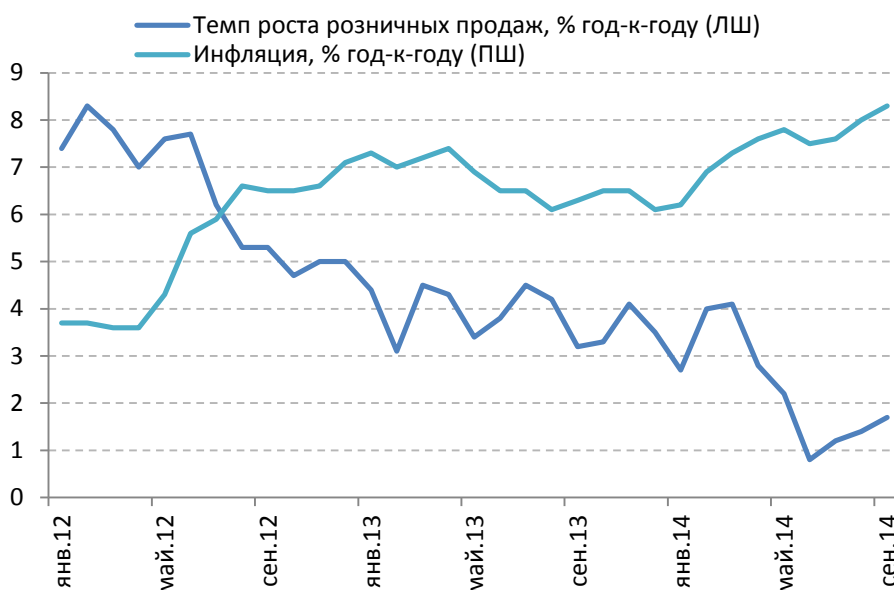
Динамика ключевой ставки ЦБ РФ, %



Источник: ЦБ РФ

Экономике понадобится не менее полугода, чтобы адаптироваться к новым условиям. В сентябре-октябре внешние условия существенно изменились: цены на нефть значительно снизились, при этом произошло ужесточение санкций, введенных отдельными странами, в отношении ряда крупных российских компаний. "В этих условиях происходило ослабление рубля, что наряду с введенными в августе ограничениями на импорт отдельных продовольственных товаров привело к дальнейшему ускорению роста потребительских цен". По оценке Центробанка, до конца первого квартала 2015 года годовая инфляция останется на уровне выше 8%. В дальнейшем по мере постепенной адаптации экономики к внешнеторговым ограничениям и исчерпания влияния курсовой динамики на цены возможно снижение инфляции и инфляционных ожиданий.

Динамика инфляции и розничных продаж



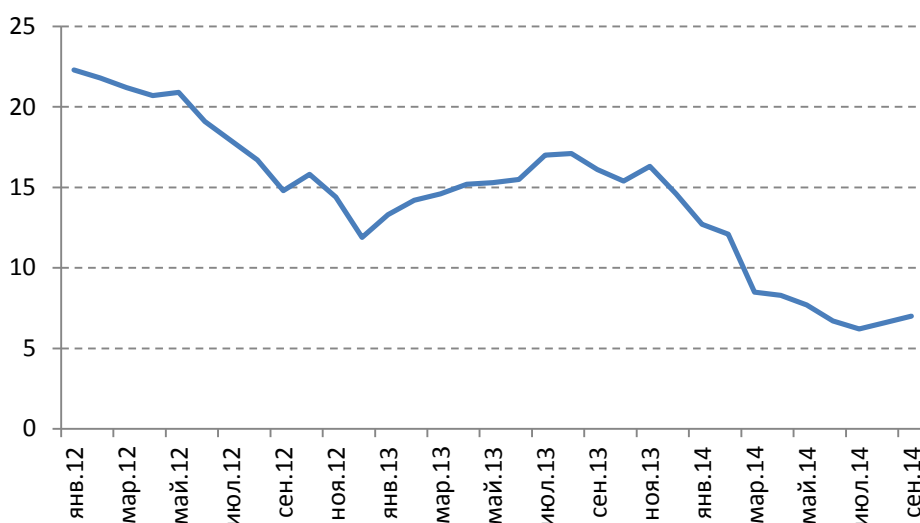
Источник: Bloomberg

Экономика вступила в фазу стагфляции, при сокращении темпов роста розничных продаж почти до 0%, инфляция ускоряется.

Основными факторами приведшими к росту инфляции стали санкции в отношении продовольственных товаров и девальвация рубля. В условиях ослабления рубля и ухудшения конъюнктуры ряда продовольственных рынков произошло нарастание инфляционных ожиданий субъектов экономики, что стало дополнительным источником инфляционного давления. Годовой прирост общего уровня потребительских цен достиг в октябре 2014 года максимального за последние три года значения и составил 8,3%, базовая инфляция ускорилась с 5,6% в декабре 2013 года до 8,4% в октябре 2014 года. Если до реализации рискованных событий Банк России прогнозировал снижение инфляции до целевого уровня 5%, то теперь ожидается, что по итогам 2014 года инфляция превысит 8%. Увеличение инфляции происходило в основном за счет ускорения роста цен продовольственных товаров: с 10,3% в августе до 11,4% в сентябре. Темпы роста цен на непродовольственные товары оставались стабильными на уровне 5,5%. Основное влияние на динамику инфляции оказало ослабление рубля и внешнеторговые ограничения, введенные в августе 2014 года. По оценкам Банка России, совокупный вклад указанных факторов в годовой темп прироста потребительских цен по итогам года составит около 2,5 п.п. (из них 1,2 п.п. — вклад внешнеторговых ограничений, введенных в августе; 1,3 п.п. — вклад ослабления рубля с начала года).

При этом монетарные факторы создают предпосылки для снижения инфляции. Динамика денежно-кредитных агрегатов создает предпосылки к снижению инфляции в среднесрочной перспективе. По оценке на 1 октября 2014 года, годовой темп прироста денежной массы (M2) составил 7,4% по сравнению с 16,1% по состоянию на аналогичную дату предыдущего года. Рост ставок по депозитам населения продолжился, что будет поддерживать склонность к сбережению и формировать условия для перетока наличных средств на банковские вклады. На фоне повышения процентных ставок по кредитам и требований банков к качеству заемщиков и обеспечения наблюдается некоторое замедление темпов роста кредитования экономики (с поправкой на валютную переоценку).

Темп прироста денежной массы, % год-к-году



Темп прироста денежной массы на минимуме с 2009г.

Источник: Bloomberg

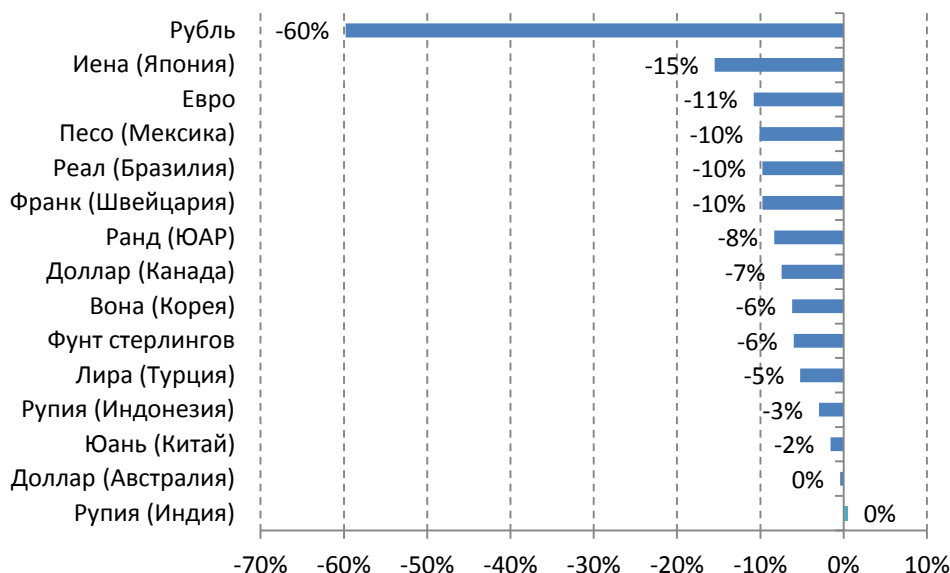
Помимо очевидного риска дальнейшей эскалации конфликта на востоке Украины и дополнительных санкций со стороны Запада, среди основных рисков отметим два – ответ российского правительства на санкции и косвенное влияние на монетарную и фискальную внутреннюю политику. Инвесторы разочарованы тем, что правительство России до сих пор не смогло должным образом отреагировать на замедление экономического роста. Нынешняя ситуация резко отличается от того, как правительство поступило в кризисные 2008–2009 гг., когда было принято множество мер по поддержке экономики.

На фоне роста политической напряженности власти сделали акцент на импортозамещении и торговых запретах в отношении украинских и европейских товаров. Очевидно, что сами по себе эти меры приведут лишь к росту среднесрочных инфляционных ожиданий. Импортозамещение окажет дополнительное давление на денежные потоки и в конечном счете на рентабельность отечественных предприятий, что, в свою очередь, неизбежно снизит их операционную эффективность, конкурентоспособность, а также уменьшит инвестиционную привлекательность используемых ими финансовых инструментов. Кроме того, повышение налогов и ужесточение денежной политики, по мнению наших макроэкономистов, поставит под угрозу восстановление российской экономики.

Валютный рынок

Укрепление доллара – тема №1 на валютном рынке в 2014 году. В 2014 году доллар США укрепился ко всем основным мировым валютам, а также большинству валют развивающихся стран. Больше всего доллар укрепился к российскому рублю и японской иене на 60% и 15% соответственно

Динамика курса валют по отношению к доллару США (с начала года)



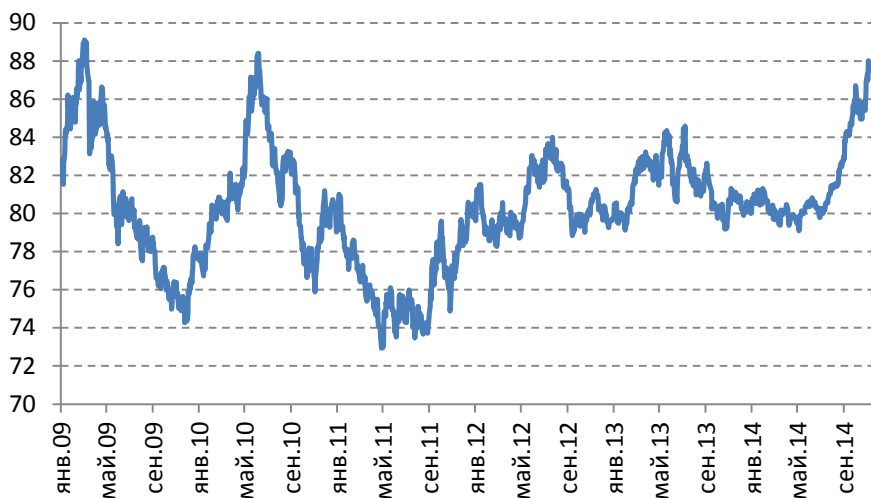
Источник: Bloomberg

Среди валют развитых стран нашими фаворитами являются доллар США и фунт стерлингов. Среди валют развивающихся стран мы выделяем корейскую вону на фоне хорошей макростатистики.

Доллар США

В 2014 году доллар продемонстрировал одну из лучших динамик за последние годы. Средневзвешенный курс доллара к корзине из 6 основных валют с начала года прибавил 11,5%, что стало лучшим результатом с 2009 года. Такой положительной динамики удалось достичь за счет успехов в снижении безработицы и обеспечения неплохого роста экономики. Это позволило ФРС в конце октября завершить программу количественного смягчения (QE3) и заявить о возможном скором поднятии краткосрочных ставок (предположительно в середине 2015 года).

Динамика индекса DXY (курс Доллара США к основным торговым валютам)



Источник: Bloomberg

Укреплению доллара способствуют ожидания скорого ужесточения денежно-кредитной политики на фоне уверенного восстановления экономики при этом в других развитых странах наблюдается процесс смягчения денежно-кредитной политики, а многие развивающиеся страны страдают от снижения цен на сырье. Консенсус прогноз на ключевую процентную ставку ФРС говорит о начале цикла повышения ставок в июне 2015 года. Более раннее повышение ставки будет играть на руку доллару. Однако, на наш взгляд, если ФРС займет менее агрессивную позицию, чем от него ожидают, это приведет к существенной коррекции доллара.

Текущий счет платежного баланса все еще остается дефицитным, несмотря на существенное сокращение за последние годы. С 2007 года дефицит текущего счета платежного баланса сократился с 6% до 2,2% ВВП, т.е. почти в 3 раза. Растущая энергетическая независимость США также поддерживает платежный баланс и курс американской валюты.

Реальные процентные ставки в США (скорректированные на инфляцию) сейчас ниже, чем в Еврозоне, что должно негативно влиять на американскую валюту. Но ожидания более раннего ужесточения денежно-кредитной политики играют в пользу доллара. Также повышенному спросу на доллары способствует высокий спрос на американские активы, прежде всего акции и казначейские облигации.

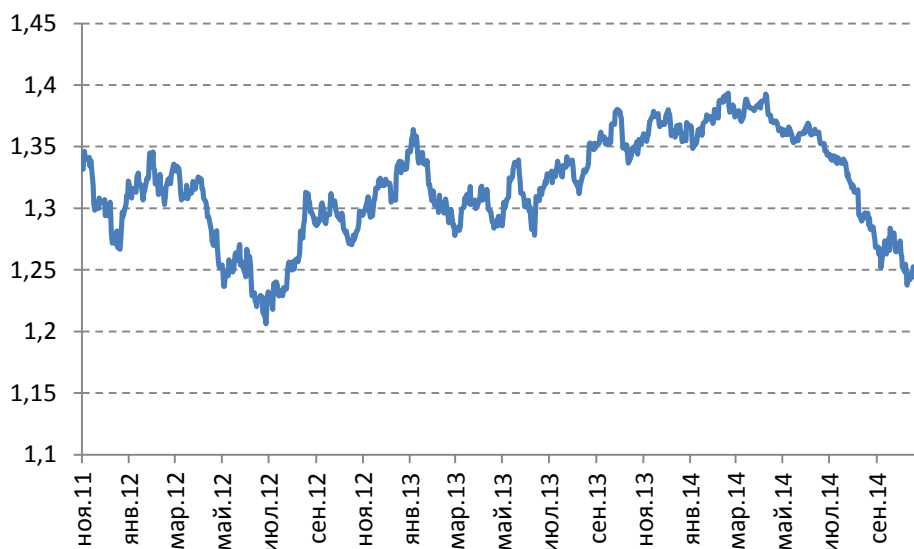
Таким образом, ключевыми рисками для доллара США в настоящее время являются менее агрессивное, чем предполагает рынок, поднятие процентных ставок и повышение аппетита к риску, в частности недолларовым активам.

Расхождение в денежно-кредитной политике наблюдается не только между США и еврозоной, но и между Японией и Великобританией. Банк Англии, вероятно, повысит процентные ставки даже раньше, чем ФРС США – возможно, уже в 1 кв. 2015 года. Поэтому среди основных валют развитых стран мы отдаем предпочтение фунту стерлингов и доллару США.

Евро

С начала года курс Евро снизился ко всем основным валютам развитых стран, за исключением японской иены. По отношению к доллару США, фунту стерлингов и швейцарскому франку евро потерял 15%, 5% и 2% соответственно. Слабость евро вызвана слабым развитием экономики региона, которая по итогам года вырастет менее чем на 1%. К тому же, региону угрожает дефляция, так по итогам ноября инфляция в Еврозоне составила 0,3% год-к-году. В этих условиях ЕЦБ принял решение о запуске полномасштабной программы количественного смягчения в ходе которой баланс ЕЦБ должен вырасти на 1/3.

Динамика пары EUR/USD



Источник: Bloomberg

Факторы в пользу снижения. В условиях слабого экономического роста евро имеет мало перспектив для укрепления. Новые попытки ЕЦБ простимулировать экономику будут толкать курс евро вниз. В текущих условиях евро стал одной из лучших валют для привлечения финансирования с самыми низкими процентными ставками и ожиданиями дальнейшего ослабления валюты.

Факторы в пользу укрепления. Тем не менее, поддержку евро могут оказать профицит платежного баланса, который с 2012 года стабильно увеличивается, и возвращение спроса на европейские активы. Низкая инфляция поддерживает покупательную способность евро.

Японская иена

Как и в случае с евро японская иена стала явным аутсайдером в текущем году на фоне слабости экономики и новых стимулирующих мер японского ЦБ. Иена потеряла 15% по отношению к доллару США.

Динамика пары USD/JPY



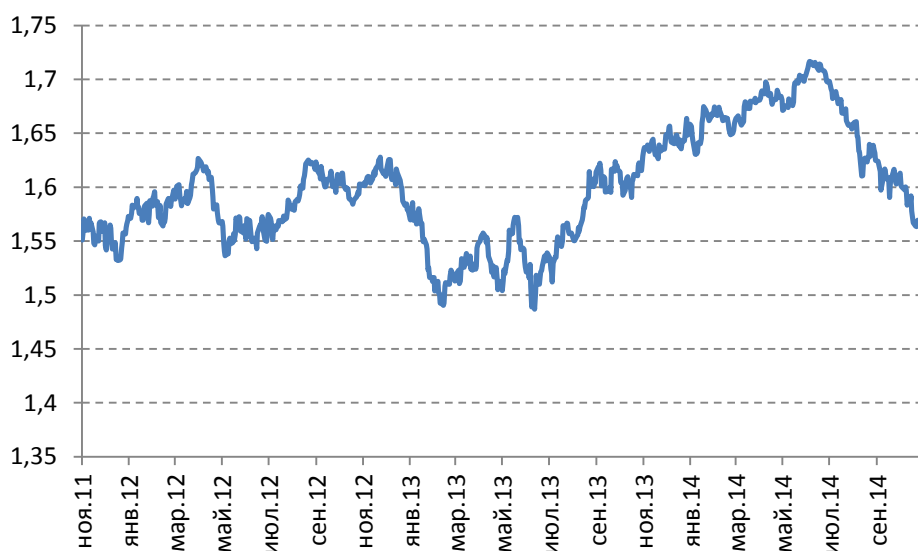
Источник: Bloomberg

Осенью банк Японии объявил о новых мерах по стимулированию экономики и увеличил объем программы по выкупу активов с 70 до 80 трлн. иен. В отличие от Еврозоны, которая имеет профицит платежного баланса, Япония имеет дефицит торгового баланса и сальдо текущего счета платежного баланса находится около 0. К тому же, инфляция в стране разгоняется в отличие от Еврозоны. Таким образом, фундаментально японская иена пока является одной из самых слабых валют среди развитых стран.

Фунт стерлингов

В случае Великобритании консенсус-прогнозы недооценивали потенциал экономики страны, предполагая только, что годовой рост ИПЦ останется выше 2%-го целевого показателя. В настоящий момент рост ИПЦ составляет 1,3%, а Банк Англии ожидает в 2014 году роста ВВП на уровне 2,9%. Как и американский регулятор, Банк Англии завершил программу количественного смягчения и теперь обсуждает сроки повышения процентных ставок. Банк Англии и ФРС, как ожидается, начнут ужесточать процентную политику в 2015 году – в марте и середине года соответственно.

Динамика пары GBP/USD



Источник: Bloomberg

Валюты развивающихся стран

Денежно-кредитная политика большинства развивающихся стран ужесточилась в текущем году на фоне менее благоприятных внешних условий. Центральные Банки России, Бразилии, Колумбии и ЮАР повысили процентные ставки, чтобы сдержать инфляцию и обесценение национальных валют по отношению к доллару. В то же время ЦБ Китая, Мексики и Турции снизили процентную ставку для оживления экономического роста.

Абсолютное большинство валют развивающихся стран обесценились по отношению к доллару США. Среди валют, которые снизились в наибольшей степени российский рубль (-60%), мексиканский песо и бразильский реал (-10%). Меньше всего снизились курсы китайского юаня и индийской рупии.

Наиболее сильные позиции среди валют развивающихся стран, на наш взгляд, имеет корейская вона. Относительно привлекательно смотрятся китайский юань и индийская рупия, однако здесь мы не ждем существенного укрепления. Большинство других валют развивающихся стран включая российский рубль, турецкую лиру и бразильский реал возможно продолжат негативную динамику по отношению к доллару США.

Юань

Цикл укрепления юаня по отношению к доллару приостановлен. Дальнейшее движения вероятно в рамках коридора. С начала года валюта КНР потеряла порядка 1,5% по отношению к доллару США. При этом в мае курс снижался на 3,4% по сравнению с уровнем начала года. Цикл укрепления юаня по отношению к доллару возможно приостановился, достигнув равновесного значения на уровне 6,00-6,20 юаней за доллар. Мы не ожидаем существенного укрепления юаня по отношению к доллару в следующем году, также как и не ожидаем сильного ослабления. С одной стороны спрос на юань обеспечит растущая либерализация финансовой системы Китая и более широкое его использование в качестве резервной и расчетной валюты. С другой стороны, возможное дальнейшее ослабление денежно-кредитной политики и потеря конкурентных преимуществ китайского экспорта при дорогом юане будут уравновешивать друг друга за счет чего курс юаня останется относительно стабильным. Движения, наш взгляд, будут происходить в коридоре 6,00-6,20 юань за доллар.

Динамика пары USD/CNY



Источник: Bloomberg

Рубль

Худшая динамика с 1998 года. С начала года российская валюта потеряла более 60% по отношению к доллару США и почти 45% по отношению к евро. Ключевыми факторами, способствовавшими возникновению столь негативной динамики, стали снижение цен на нефть, слабость российской экономики, отток капитала и санкции западных стран. Мы ожидаем дальнейшего ослабления рубля на фоне низких цен на нефть, рецессии в российской экономике, продолжению оттока капитала и санкций со стороны развитых стран.

Динамика пары USD/RUB



Источник: Bloomberg

Рубль и нефть. Начиная с 2000 года коэффициент зависимости изменений курса национальной валюты от цены на нефть в среднем составлял 0,74-0,75 (недельные значения), т.е. находился на уровнях, схожих с корреляцией фондовых индексов. Исключением стали периоды посткризисного 2009 года, 2010-2011 г. и 2013 года, когда движение рубля определялось другими внешними или внутренними факторами.

В этом году коэффициент R^2 для рубля и нефти повысился до 0,90. Подобный уровень зависимости не является чем-то необычным. К примеру, он был равен 0,95 в 2007 году и 0,86 в 2008 году. Стоит отметить, что формула регрессии, присутствующая на графике 22, при ценах на нефть \$80 и \$75 за баррель, дает расчетную величину курса рубля к доллару США 45,5 и 47,3, что не сильно отличается от нынешнего курса отечественной валюты.

Рубль и бюджет. Согласно последнему заявлению министра экономического развития Алексея Улюкаева, актуальный бюджет России сверстан исходя из цены на нефть \$100 за баррель при курсе 37 руб./\$, что дает цену на нефть в рублях, необходимую для сбалансированного бюджета, в 3 700 руб. за баррель. В таблице 2 мы приводим расчет курса рубля к доллару, необходимого для сбалансирования российского бюджета при различных сценариях цены на нефть.

Основываясь на выше описанных сценариях, курс рубля должен находиться в диапазоне 45-53 руб./\$ при стабилизации цены на нефть в диапазоне \$70-80 за баррель.

Отток капитала продолжится. Существенный отток капитала будет сильно влиять на состояние платежного баланса, оказывая дополнительное давление на национальную валюту. В своих прогнозах Банк России предполагает достаточно существенный отток капитала из страны в ближайшие годы – \$128 млрд. в 2014 году и \$84 млрд. в 2015 году, – который постепенно снизится примерно до \$30 млрд. в год в 2016-2017 гг.

Влияние санкций. Санкции во многом лишь «закрепили» отток капитала, который и без них выглядел внушительно. Тем не менее, эффект от санкций, безусловно, сильный и негативный: доступ российских госбанков и многих корпораций к рынкам капитала перекрыт. Рефинансировать внешний долг придется во многом из резервов Банка России, которых не так уж и много, и за последний год они уже сократились на 20%.

Резервов не так уж и много. Из \$370 млрд. валютных резервов на 1 ноября 2014 года (общие золотовалютные резервы на сумму \$470 млрд. за вычетом монетарного золота и счетов в СДР и МВФ) около \$160 млрд., по сути, не принадлежат Банку России: это средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния. Следует также учесть крайне высокий объем заявок российских компаний и банков на предоставление средств данных фондов для докапитализации и финансирования инфраструктурных проектов. Оставшихся \$210 млрд. уже не хватает на покрытие шестимесячного объема импорта (за последний год среднемесячный объем импорта составлял около \$37,8 млрд.). Более того, в условиях санкций отток капитала продолжится. В подобной обстановке удерживать курс рубля от возможного давления, как спекулятивного, так и фундаментально обоснованного низким спросом на рубль как валюту для инвестиций, будет малореально даже при очень большом желании.

Долговой рынок. Итоги 2014 года

Суверенные облигации развитых стран.

Как и в прошлом году, наибольшую доходность среди суверенных облигаций принесли облигации стран PIIGS. Так, например, доходность вложений в суверенные облигации Испании, Италии и Португалии составила 15-20% с начала года. Более умеренный рост показали гособлигации Франции и Великобритании на 11-13%. Доходность по казначейским облигациям США и немецким бундесам за аналогичный период составила 5,8 и 8,8% соответственно. Наибольшую доходность показали долгосрочные выпуски. К примеру, доходность долгосрочных казначейских облигаций США за 3 кв. 2014 года составила 15%.

Основными факторами, способствовавшими снижению доходностей и соответственно росту цен на суверенные облигации, стали снижение инфляции и стимулирующие меры со стороны центральных банков.

Динамика индексов суверенных облигаций

Индекс	Доходность с начала года	Доходность за 1 год	Эффективная доходность к погашению
Bloomberg US Treasury Bond Index	+5,7	+4,61%	,44%
Bloomberg Canada Sovereign Bond Index	+6,78%	+6,10%	1,54%
Bloomberg U,K, Sovereign Bond Index	+12,62%	+11,33%	1,82%
Bloomberg France Sovereign Bond Index	+10,79%	+9,81%	0,69%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index	+8,75%	+7,60%	0,47%
Bloomberg Italy Sovereign Bond Index	+14,53%	+14,63%	1,59%
Bloomberg Spain Sovereign Bond Index	+15,16%	+15,43%	1,35%
Bloomberg Portugal Sovereign Bond Index	+20,85%	+21,01%	1,93%

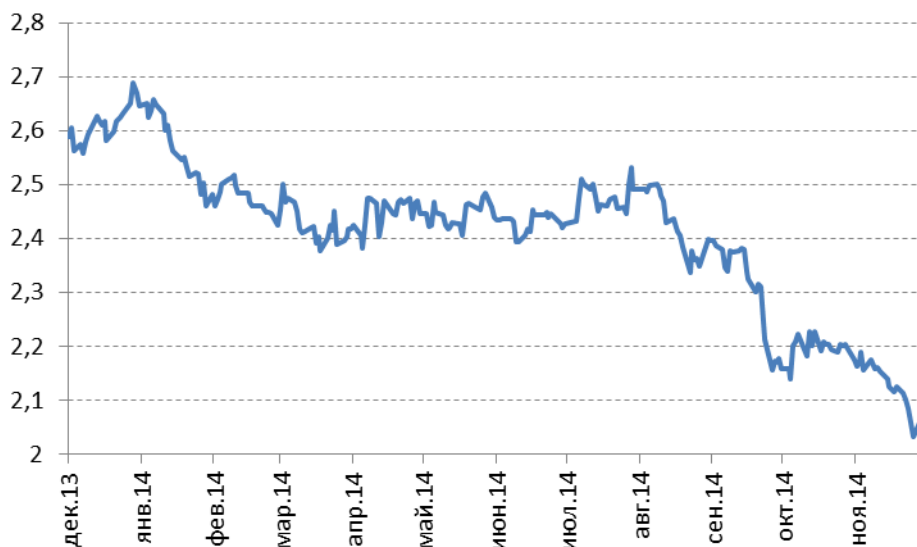
Bloomberg Netherlands Sovereign Bond Index	+9,91%	+8,94%	0,55%
Bloomberg Sweden Sovereign Bond Index	+11,33%	+9,78%	0,61%
Bloomberg Switzerland Sovereign Bond Index	+7,98%	+6,23%	0,32%

Ситуация на рынке казначейских облигаций США

Действия ФРС в этом году оказались в рамках ожиданий. Смена руководства ФРС (в начале года ее председателем вместо Бена Бернанке стала Джанет Йеллен) прошла гладко, а монетарная политика регулятора сохранила свою стимулирующую направленность. Основной целью политики ФРС Йеллен объявила улучшение ситуации на рынке труда. И экономическая динамика текущего года позволила это сделать – как и завершить реализацию третьего этапа количественного смягчения, что произошло в октябре. Теперь ЦБ США будет реинвестировать получаемые от купонов и погашений средства в долгосрочные выпуски. По нашим расчетам доходы от портфеля облигаций составит 100-120 млрд. долл. в год, что поддержит спрос на казначейские облигации со стороны Федрезерва. ФРС признала обоснованность опасений по поводу возможных негативных последствий ультрамягкой монетарной политики, включая чрезмерный рост аппетита инвесторов к риску и появление условий для финансовой нестабильности. Федрезерв и сам указывал на признаки перегрева в отдельных сегментах рынка акций (биотехнологии) и облигаций (в первую очередь «мусорных»).

В этом году казначейские облигации преподнесли сюрприз. Ожидания участников рынка в оценке динамики доходностей американских казначейских кардинально разошлись с действительностью. Предполагалось, что сочетание инфляции на уровне 1,6% и роста ВВП на уровне 2,8% обеспечит их дальнейший подъем до 3,5–4,0%. Однако достигнув максимума на отметке чуть выше 3,0% в начале года, доходности американских казначейских обязательств затем пошли вниз. Доходность 10-летних казначейских облигаций 15 октября достигла локального минимума в 1,86%. Ставка доходности в момент написания настоящего обзора находится на уровне 2,33%, причем в последние два месяца она ограничена 50-дневной скользящей средней на 2,38%. Инфляционные ожидания в США снизились весьма существенно; аналогичное явление наблюдается и на других крупных рынках облигаций, особенно в еврозоне.

Ожидаемая инфляция в США, %



Источник: Bloomberg

Кривая становится все более плоской. В 2014 году кривая американских казначейских облигаций стала более плоской за счет увеличения доходности в ближнем отрезке кривой и снижения доходности в дальнем конце кривой. Инвесторы постепенно закладывают в цены ожидания поднятия ставок, однако это оказывает влияние лишь на краткосрочные облигации (2-х летние бумаги). В среднем и дальнем конце кривой мы по-прежнему наблюдаем снижение доходностей. Таким образом, текущая кривая UST свидетельствует об ожиданиях постепенного ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, что оказывает повышательное давление на краткосрочные облигации, с одной стороны, а с другой – говорит об опасениях замедления мирового экономического роста, таким образом, оказывая понижающее давление на долгосрочные процентные ставки.

Изменение доходности к погашению казначейских облигаций США

Срок до погашения	По состоянию на			Изм-е в Зкв.	Изм-е с начала года
	31.12	30.06	30.09		
2-года	0,35%	0,46%	0,57%	+11	+22
5- лет	1,71%	1,63%	1,78%	+15	+7
10- лет	3,03%	2,52%	2,51%	-1	-52
30- лет	3,97%	3,34%	3,21%	-13	-6

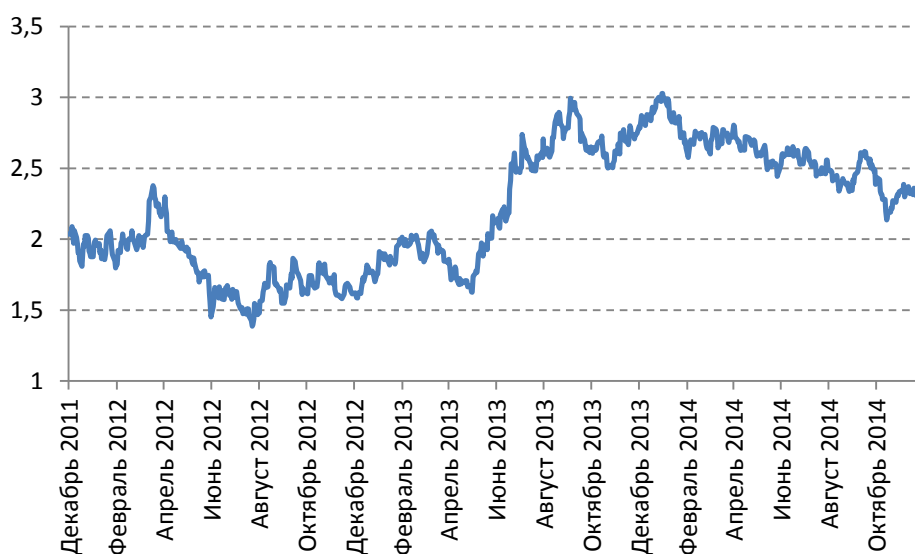
Долгосрочные облигации оказались, пожалуй, самым доходным классом активов в текущем году. Их доходность за 3 кв. 2014 года превысила 15%. В то время как доходность краткосрочных и среднесрочных казначейских облигаций составила 0,5% и 1,6% соответственно. Также доходными оказались вложения в облигации обеспечивающие защиту от инфляции. Их доходность составила 3,7%.

Динамика различных сегментов казначейских облигаций США

Сегмент	Индекс	Доход-сть за 3 кв.	Доход-сть с начала года
Краткосрочные выпуски	Barclays 1-3 Year U.S. Govt. Bond Index	0,03%	0,%
Среднесрочные выпуски	Barclays U.S. Govt. Intermdiate Index	0,02%	1,56
Долгосрочные выпуски	Barclays U.S. Goernment Long Index	2,63%	15,02%
Облигации, защищённые от инфляции	Barclays U.. TIPS Index	-2,04%	3,67%

Доходность снизилась, но все еще остается значительно выше, чем в Европе. В течение года доходность 10-летних казначейских облигаций снижалась с 3% в начале года до 2,16% в середине октября. В настоящее время доходность 10-летних казначейских облигаций составляет порядка 2,26%. Несмотря на низкие значения, доходность 10-летки пока является положительной в реальном выражении (за вычетом инфляции) и выше, чем в Европе, где доходность аналогичных бумаг Германии и Франции и даже Испании и Италии, ниже, чем у американского аналога. Это стимулирует дополнительный спрос на доллары и американские облигации.

Доходность десятилетних облигаций США, %



Источник: Bloomberg

Ситуация на рынке европейских облигаций

2014 год стал отличным годом для инвесторов в европейские суверенные облигации. Средняя доходность вложений в европейские суверенные облигации составила от 8,8% по немецким бундесам до 20,4% по португальским госбумагам.

Динамика индексов суверенных облигаций с начала года и за 12 мес.

Индекс	Доходность с начала года	Доходность за 1 год	Эффективная доходность к погашению
Bloomberg France Sovereign Bond Index	+10,79%	+9,81%	0,69%
Bloomberg Germany Sovereign Bond Index	+8,75%	+7,60%	0,47%
Bloomberg Italy Sovereign Bond Index	+14,53%	+14,63%	1,59%
Bloomberg Spain Sovereign Bond Index	+15,16%	+15,43%	1,35%
Bloomberg Portugal Sovereign Bond Index	+20,85%	+21,01%	1,93%
Bloomberg Netherlands Sovereign Bond Index	+9,91%	+8,94%	0,55%

Дефляция и длительная стагнация – вот главные для инвесторов темы, которые оказывают давление на доходность облигаций еврозоны (опустившиеся фактически до многовековых минимумов) и потребуют в 2015 году целого комплекса мер со стороны ЕЦБ. Ожидания значительных стимулирующих мер со стороны европейского центрального банка и возможной покупки гособлигаций толкают вниз доходности европейский суверенных облигаций.

Спред между доходностью по немецкими бундесами и казначейскими облигациями США достиг в этом году исторического максимума (157 б.п.) и в настоящее время составляет порядка 150 б.п. При этом кривые доходностей облигаций крупнейших стран Еврозоны, ниже кривой американских казначейских облигаций, что вызвано ожиданиями более длительного периода низких ставок в Еврозоне.

Доходности 10-летних гособлигаций большинства стран PIIGS сейчас уже ниже докризисных уровней при худшем кредитном качестве за счет низкой инфляции и ожиданиях полномасштабной программы количественного смягчения со стороны ЕЦБ.

Корпоративные облигации развитых стран

Вложения в американские корпоративные облигации инвестиционного уровня с начала года принесли доходность порядка 7,3%, судя по динамике индекса Bloomberg US Corporate Bond Index, в то время как вложения в высокодоходные облигации показали рост лишь на 3,1%. Несмотря на то, что фундаментальные показатели компаний все еще остаются привлекательными с кредитной точки зрения на фоне сильных балансов и низкого уровня дефолтов, большинство бумаг торгуются уже с очень низкими спредами к казначейским облигациям.

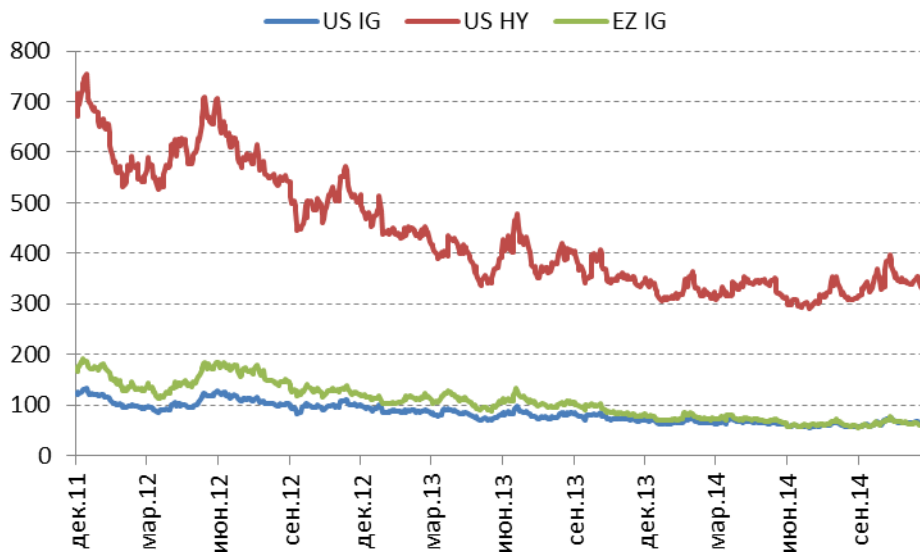
Динамика индексов корпоративных облигаций развитых стран

Индекс	Доходность с начала года	Доходность за 1 год	Эффективная доходность к погашению
Bloomberg US Corporate Bond Index	+7,30%	+7,10%	3,04%
Bloomberg USD High Yield Corporate Bond Index	+3,07%	+3,66%	6,83%
Bloomberg EUR Investment Grade European Corporate Bond Index	+7,43%	+7,07%	1,02%
Bloomberg Investment Grade European Corporate Bond Index	-2,50%	-1,31%	1,34%
Bloomberg JPY Investment Grade Corporate Bond Index	+1,48%	+1,43%	0,32%

Объем размещений корпоративных облигаций достиг в 2014г. рекордного уровня. С начала года на фоне низких процентных ставок мировых центробанков компании мира реализовали облигаций на \$4 трлн., установив абсолютный рекорд по этому показателю за всю историю наблюдений. Высокая активность компаний на рынке долговых обязательств объясняется тем, что большинство аналитиков ожидают повышения базовых процентных ставок в США и Великобритании в следующем году, что приведет к росту стоимости обслуживания долга. Средняя доходность корпоративных бондов в мире на данный момент составляет 2,7%, что всего на 0,2 процентного пункта выше, чем исторический минимум, зафиксированный в прошлом году. С 1996 года в среднем этот показатель равнялся 4,7%.

Основным фактором роста корпоративных облигаций стал сдвиг вниз кривой суверенных облигаций. На наш взгляд, дальнейшее снижение вниз доходности по суверенным облигациям возможно, но маловероятно, при условии отсутствия событий способных вызвать резкое бегство в качество, поэтому в следующем году фактор снижения доходностей по суверенным выпускам возможно уже не будет играть столь существенную роль. При этом риск дальнейшего сужения спредов к суверенной кривой маловероятен. Предложение будет и дальше увеличиваться по мере того, как компании будут стараться занять до того как повысятся ставки. При таком сценарии, рассчитывать на получение значительной доходности вряд ли возможно.

CDS спреда США и Еврозоны, б.п



Источник: Bloomberg

Ужесточение денежно-кредитной политики как риск для корпоративных облигаций. Ожидания ужесточения денежно-кредитной политики будет негативно сказываться на ценообразовании облигаций, особенно высокодоходных (high yield bonds). Отток средств из крупнейших фондов ETF, вкладывающих в высокодоходные облигации, таких как iShares High Yield Corporate Bond (HYG), SPDR Barclays High Yield Bond (JNK), и PIMCO 0-5 Year High Yield Corporate Bond (HYS) ETF составил в 3 кв. 2014 года 1,1 млрд. долл., что составляет 4% от всей суммы активов фондов ETF. Отток средств совпал по времени с увеличением предложения, по мере того как компании пытаются привлечь сейчас как можно больше средств по пока еще невысоким ставкам.

Европейские корпоративные облигации инвестиционного уровня показали относительно высокую доходность в евро на фоне снижения суверенной кривой, при этом в долларах они показали отрицательную доходность. Потенциал для дальнейшего сокращения спреда к суверенной кривой, на наш взгляд, все еще сохраняется.

Среди корпоративных облигаций развитых стран мы выделяем американские облигации инвестиционного уровня. На наш взгляд, наиболее привлекательным классом активов среди корпоративных облигаций развитых стран являются американские облигации инвестиционного уровня, которые будут подвержены меньшей коррекции в случае поднятия ставок, чем высокодоходные облигации и, к тому же, обеспечивают более высокую доходность по сравнению с их европейскими и японскими аналогами при ощутимо лучших экономических перспективах.

Облигации инвестиционного уровня показали себя лучше высокодоходных. В целом вложения в корпоративные облигации инвестиционного уровня принесли больший доход по сравнению с высокодоходными облигациями на фоне замедления роста мировой экономики, падения цен на нефть – около 15% высокодоходных выпусков приходится на нефтегазовый сектор, и опасений скорого ужесточения денежно-кредитной политики в США. Так, мировой индекс корпоративных облигаций инвестиционного уровня с начала года вырос на 2,5%, в то время как индекс высокодоходных облигаций лишь на 1,2%.

Динамика мировых индексов корпоративных облигаций

Индекс	Доходность с начала года	Доходность за 1 год	Эффективная доходность к погашению
Bloomberg Global Investment Grade Corporate Bond Index	+2,46%	+2,84%	2,40%
Bloomberg Global High Yield Corporate Bond Index	+1,20%	+2,13%	6,40%

Ситуация на рынке облигаций развивающихся стран

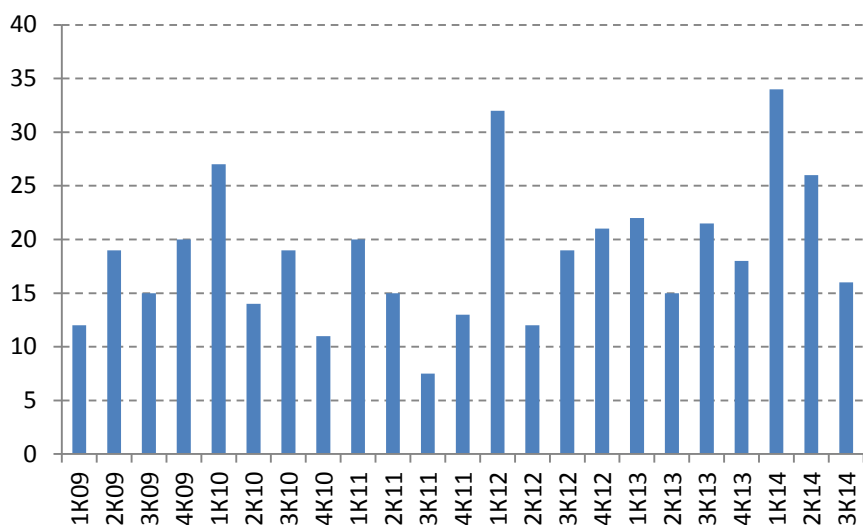
Высока вероятность сокращения глобальной ликвидности. Такие ожидания уже оказывают негативное влияние на настроения инвесторов, что делает риск расширения спредов в следующем году весьма актуальным для заемщиков с высокой доходностью, которые сильно зависят от рынков капитала. К категории “зависимых” относятся страны с большим дефицитом счета текущих операций, которые рефинансируются во многом благодаря притоку внешнего спекулятивного капитала.

Рекомендуем занять защитную позицию. Мы ожидаем, что ужесточение денежно-кредитной политики со стороны ФРС США будет способствовать росту рыночной волатильности и увеличению кредитных спредов. Влияние отрицательных шоков, таких как опасения относительно будущего глобальной экономики, на этом фоне лишь усугубится. Первыми пострадают облигации эмитентов с более слабым кредитным качеством. Мы рекомендуем занять защитную позицию.

ЕЦБ и Банк Японии смягчат удар. Усилия ЕЦБ и Банка Японии в направлении смягчения кредитно-денежной политики несколько снизят уровень этих рисков. Многие будут зависеть от готовности ЕЦБ запустить полноценную программу количественного стимулирования

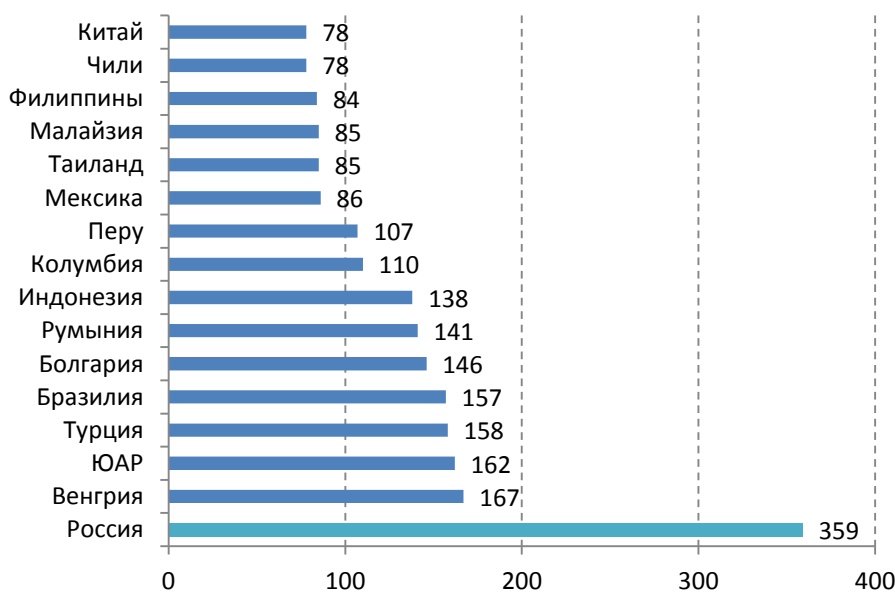
Активность эмитентов развивающихся стран в 1П 2014 года была крайне высокой. Объем размещений составил 58 млрд. долл., став рекордным за последние 6 лет. Этому способствовали высокая ликвидность мировой финансовой системы, рост аппетита к риску и гонка за доходностью среди глобальных инвесторов. В 3 кв. 2014 года объем размещений существенно сократился из-за ограниченного доступа Российских компаний к рынкам капитала, став минимальным за последние пять кварталов.

Первичные размещения эмитентов с развивающихся рынков, млрд. долл.



Источник: Bloomberg

Стоимость 5-летнего долларового CDS для отдельных развивающихся рынков, б.п.



CDS на Россию в несколько раз дороже, чем для остальных развивающихся стран

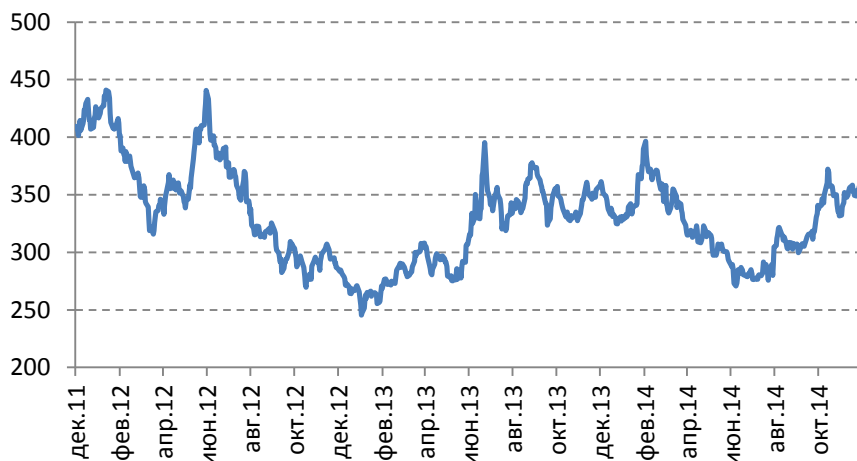
Источник: Bloomberg

Суверенные облигации развивающихся стран

Суверенные облигации в долларах США

В настоящее время спред индекса EMBI Global, который измеряет доходность суверенных облигаций развивающихся стран, номинированных в долларах США, к казначейским облигациям США составляет 365 б.п., что всего на 34 б.п. больше чем в начале года. После повышенного спроса на облигации развивающихся стран в 2 кв. 2014 года, в 3 кв. спрос начал заметно снижаться, что привело к увеличению спреда облигаций развивающихся стран к кривой американских казначейских облигаций. В настоящее время спред на 35 б.п. выше своих средних значений за последние три года. Сужение спреда возможно при улучшении макроэкономической ситуации на развивающихся рынках или увеличении аппетита к риску. Тем не менее, мы бы не стали рассматривать данный сценарий как базовый.

Спред EMBI Global к казначейским облигациям США, б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Россия самая недооцененная. Все пять нижеприведенных стран обладают примерно одинаковыми рейтингами, тем не менее доходности облигаций некоторых стран существенно отличаются. Так, например, самой недооцененной выглядит Россия, спред к свопам составляет 300 пунктов даже в коротком отрезке кривой. В настоящее время весь негатив, известный на сегодняшний день, уже возможно заложен в цены на российские бумаги, в том числе потенциальное снижение рейтинга, поэтому в следующем году при ослаблении негативных тенденций вполне вероятно обратная коррекция по российским бумагам ближе к уровню турецких и бразильских облигаций.

Доходность к погашению суверенных облигаций (в USD)*, %

	Рейтинг	Срок до погашения							
		1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
USD свопы		0.322	0.67	1.056	1.62	1.977	2.310	2.622	2.886
Мексика	A3/BBB	0.659	1.239	1.831	2.611	3.101	3.559	4.137	4.62
Россия	Вaa2/BBB-	3.130	3.600	4.596	5.240	5.571	5.482	6.554	6.268
Бразилия	Вaa2/BBB-	1.055	1.604	2.187	2.969	3.52	4.059	4.615	5.015
Турция	Вaa3/BBB-	1.506	2.025	2.629	3.361	3.794	4.218	4.772	5.003
Индонезия	Вaa3/BBB-	0.997	1.785	2.290	3.257	3.630	3.950	4.600	5.059

* на 01.12.2014

Источник: Bloomberg

Спред к USD свопам суверенных облигаций*, б.п.

	Срок до погашения							
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
Мексика	34	57	78	99	112	125	152	173
Россия	281	293	354	362	359	317	393	338
Бразилия	73	93	113	135	154	175	199	213
Турция	118	136	157	174	182	191	215	212
Индонезия	68	112	123	164	165	164	198	217

* на 01.12.2014

Источник: Bloomberg

Суверенные облигации в локальных валютах

На локальном долговом рынке Турции, где реальные ставки по 10-летним облигациям являются отрицательными, на лицо образование пузыря. Локальные облигации Бразилии, Индии и России выглядят более привлекательно. Наиболее высокие ставки на локальном рынке сейчас в Бразилии, однако, этот рынок закрыт для иностранных инвесторов. Что касается России то здесь риск обесценения валюты, на наш взгляд, пока перевешивает потенциальную доходность.

Доходность суверенных облигаций в локальных валютах

	Срок до погашения								Инфляция **, %	Реальная доходность*** , %
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y		
Китай	2,653	2,724	2,654	2,898	3,223	3,185	3,871	4,247	1,60	1,59
Мексика	3,085	3,415	4,425	4,900	5,315	5,745	6,255	6,645	4,30	1,45
Россия	10,370	11,410	10,530	11,220	10,790	10,720			8,50	2,22
Индонезия	6,258	7,144	7,462	7,588	7,65	7,655	7,945	8,418	6,20	1,46
Турция	7,304	7,427	7,674	7,769	7,785	7,824	8,053	8,354	9,00	-1,18
Индия	8,169	8,056	8,165	8,102	8,201	8,058	8,139	8,155	5,52	2,54
Бразилия	12,520	12,510	12,305	12,150	12,010	11,970			6,60	5,37

* на 01.12.2014

** последние данные по потребительской инфляции

*** Доходность 10Y облигаций - инфляция

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В целом, локальный рынок облигаций развивающихся стран стоит гораздо дороже, чем до кризиса. В настоящее время локальные облигации развивающихся стран представляют существенный риск для инвесторов на фоне низких реальных доходностей и риска обесценения локальных валют.

Корпоративные облигации развивающихся стран

Корпоративные облигации в долларах США

В настоящее время значение спреда корпоративных облигаций развивающихся стран к бенчмарк составляет 357 пунктов, что на 26 б.п. выше, чем в начале года и на 72 б.п. больше чем в середине года, когда спред достигал многолетних минимумов.

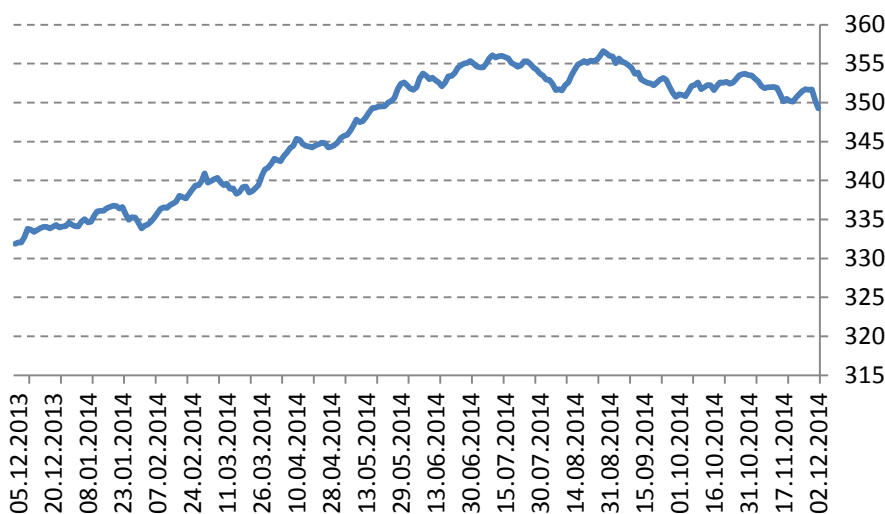
Спред индекса EMCВ к бенчмарк



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Индекс достигнув максимальных значений в июле и августе в итоге снизился до 350 пунктов, таким образом доходность сначала года составила 4,5% процента, что ниже доходности американских корпоративных облигаций, одна превышает долларовую доходность по европейским корпоративным облигациям.

Динамика индекса EMCВ (BofA Merrill Lynch Emerging Markets Corporate Index)



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

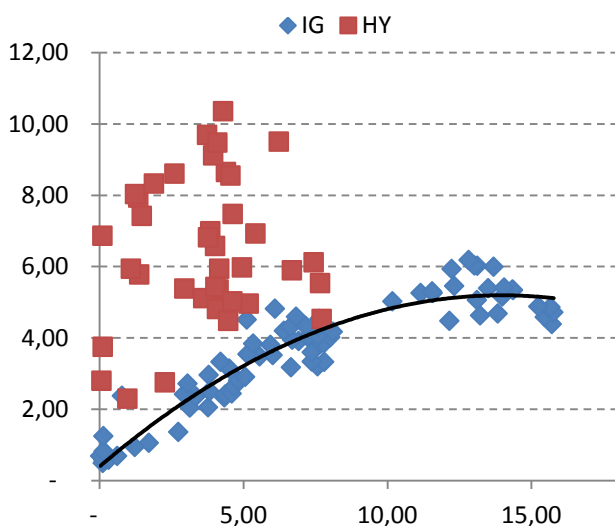
Объем размещений корпоративных облигаций развивающихся стран за 11 мес. 2014г. составил почти 410 млрд.долл., что на 12,5% выше чем за аналогичный период прошлого года. Основную активность в этом году проявили банки объем предложения со стороны которых вырос на 49%, в то время как выпуски нефинансовых эмитентов снизился на 3,5%.

Объем размещений корпоративных облигаций российских эмитентов за 11мес.2014г. снизился на 75% до 11,5 млрд.долл. При этом почти 80% выпусков пришлось на финансовый сектор. Из 11,5 млрд.долл. лишь 39% пришлось на выпуски, номинированные в USD. На протяжении всего 2П 2014г. рынок фактически остается закрытым для российских заемщиков.

Наиболее оптимальное соотношение цена/качество имеют китайские эмитенты. Самыми недооцененными среди крупнейших развивающихся рынков выглядят корпоративные облигации российских эмитентов, их доходность существенно превышает доходность аналогичных выпусков других крупных развивающихся стран. Далее следуют Бразильские эмитенты. Эти две страны стоят на пороге рецессии, поэтому инвесторы закладывают в них повышенные риски. Самыми дорогими, т.е. выпуски с наименьшей доходностью сейчас в Мексике и Индии. Наиболее оптимальными по соотношению цена/качество мы считаем китайских корпоративных эмитентов.

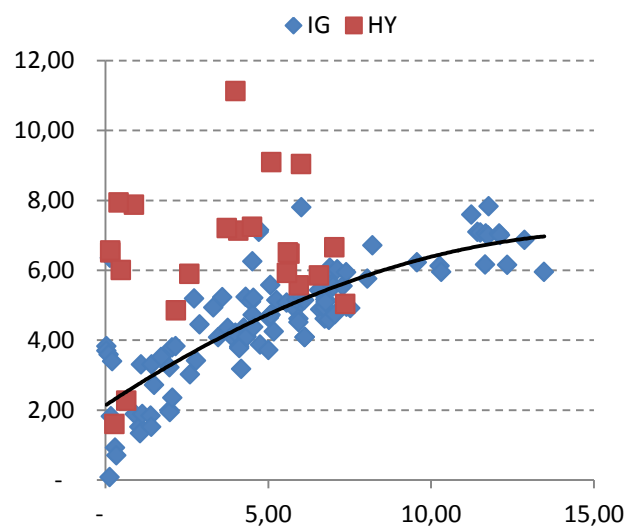
Ниже мы приводим графики кривых доходностей корпоративных эмитентов развивающихся стран, номинированных в долларах США. Синим цветом отмечены выпуски инвестиционного уровня, красным – спекулятивного.

Корпоративные облигации Мексики (долл. США)



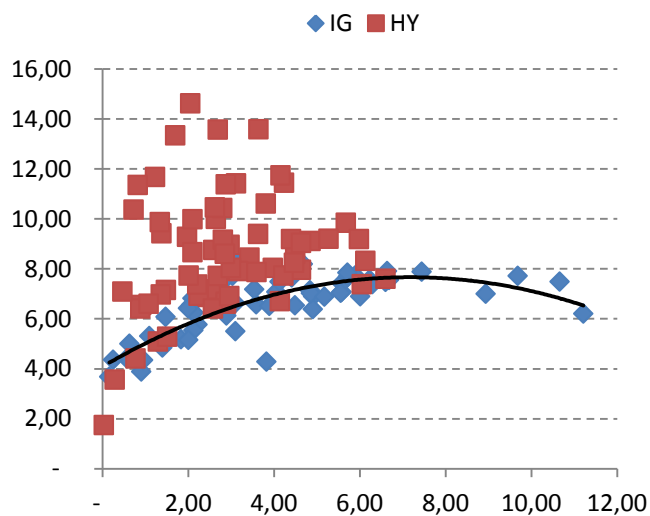
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации Бразилии (долл. США)



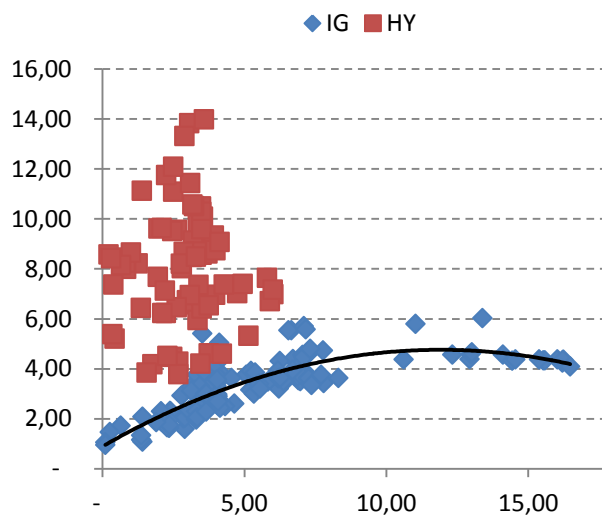
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации Россия (долл. США)



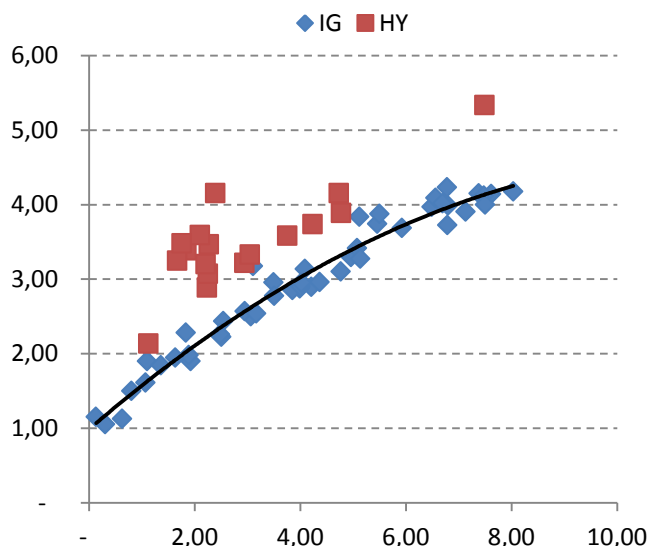
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации Китая (долл. США)

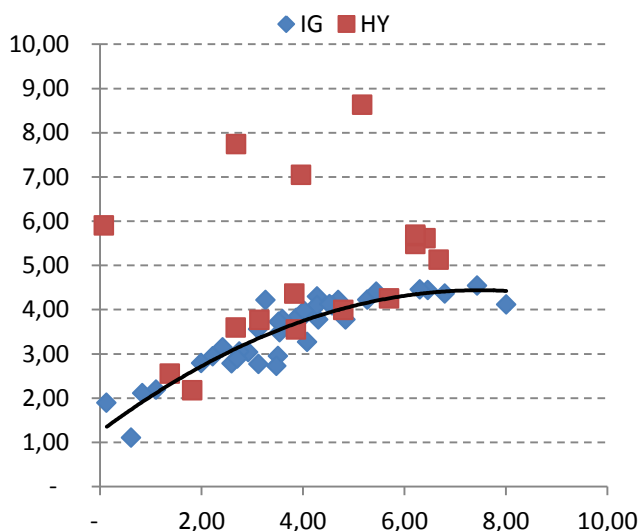


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации Индии (долл. США)



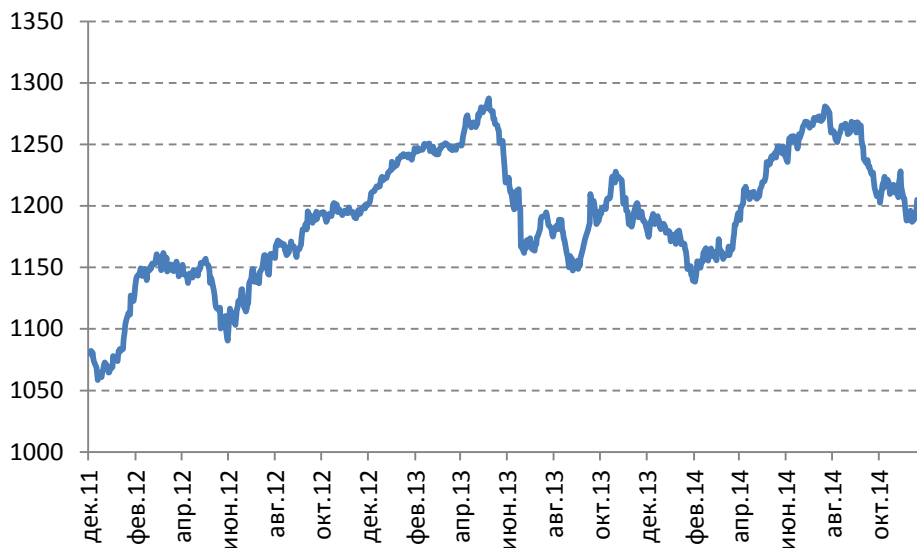
Корпоративные облигации Турции (долл. США)



Корпоративные облигации в локальных валютах

Индекс корпоративных облигаций развивающихся стран в локальных валютах (MVEMCL) во многом повторил динамику прошлого года. После сильного роста во втором квартале текущего года, индекс скорректировался до уровней начала года. Таким образом по итогам года доходность индекса составила около 0%.

Динамика индекса MVEMCL



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

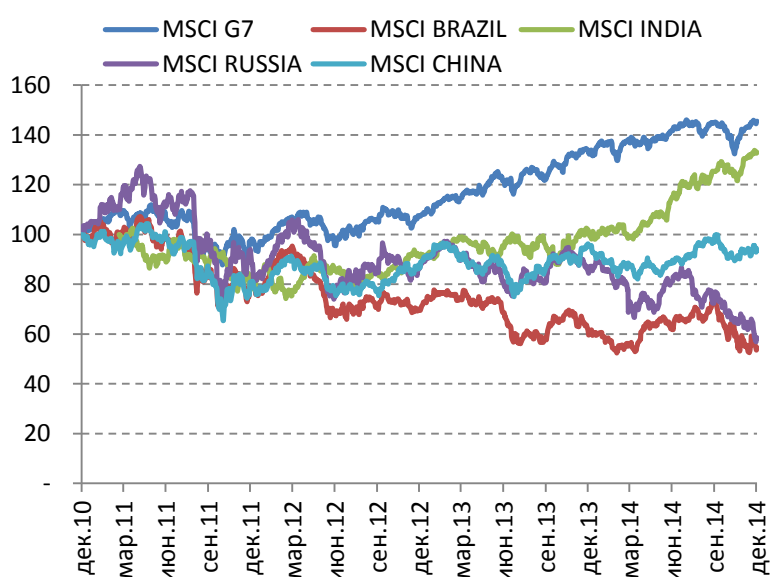
Среди локальных корпоративных облигаций мы по-прежнему рекомендуем корпоративных эмитентов инвестиционного уровня из стран с относительно сильной валютой, таких как китайский юань и корейская вона.

Рынок акций

Фондовые рынки развитых стран продолжили укреплять свое преимущество.

Совокупный индекс фондовых рынков развитых стран (MSCI World) с начала года вырос на 5% и почти на 40% за последние три года. Опережающий рост показывает фондовый рынок США, который с начала этого года вырос на 10%, в то время как европейский и японский фондовый рынок в пересчете на доллары потеряли порядка 5% и 4% соответственно. Индекс фондовых рынков развивающихся стран снизился в этом году почти на 2% и показал нулевую динамику за последние три года. Стоит отметить, что это уже второй год подряд, когда динамика развитых рынков превосходит динамику развивающихся, и в третий раз за последние четыре года. Такая продолжительная опережающая динамика развитых рынков не наблюдалась со второй половины 90-х годов.

Динамика индексов развитых и развивающихся стран



Источник: Bloomberg

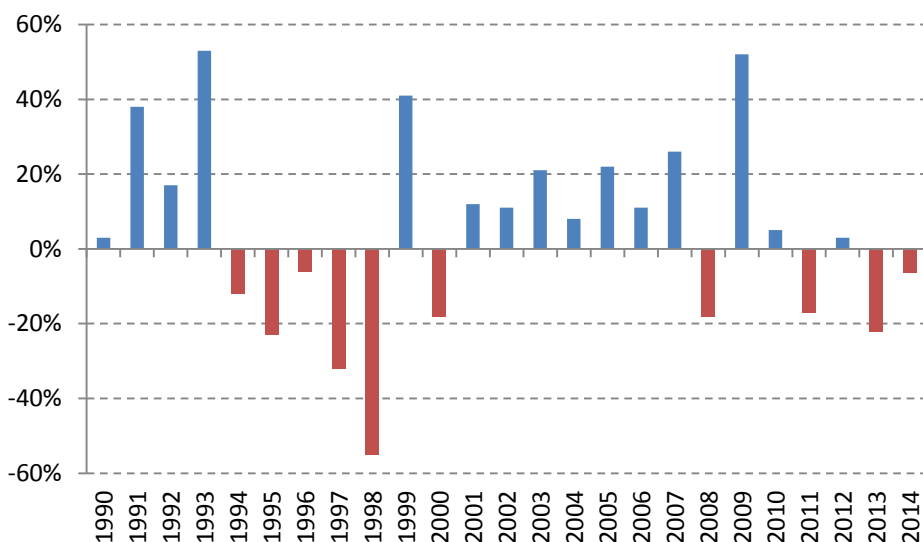
На развивающихся рынках наблюдалась разнонаправленная динамика. На развивающихся рынках в этом году наблюдалась разнонаправленная динамика, так, например, фондовые рынки Китая, Индии и Турции увеличили капитализацию с начала года на 37%, 35% и 28% соответственно, фондовый рынок Бразилии почти не вырос, в то же время российский рынок потерял более трети капитализации. Бразилия и Россия также среди аутсайдеров по динамике за последние три года, показав спад на 12% и 50% соответственно.

Динамика ключевых фондовых индексов

	с начала года	за три года
Nikkei 225	9,80%	72,1%
S&P 500	12,2%	51,1%
MSCI World	4,74%	37,2%
DAX	4,9%	49,6%
CAC 40	2,6%	32,1%
FTSE 100	3,7%	18,1%
Shanghai Composite	37,0%	21,7%
SENSEX	34,9%	53,0%
BIST	28,2%	46,1%
RTS	-34,4%	-50,2%
MSCI EM	-1,7%	0,7%
BOVESPA	1,1%	-11,9%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Динамика индекса развивающихся стран (MSCI EM) против развитых (MSCI World)

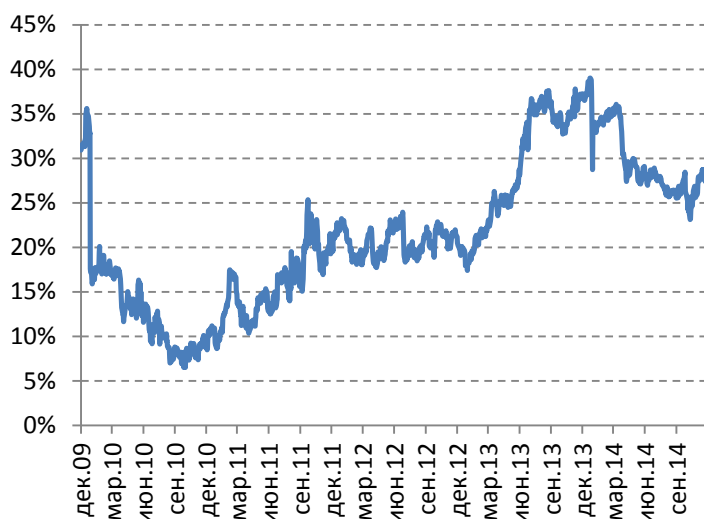


В этом году фондовые рынки развивающихся стран вновь отстали от развитых

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Дисконт снизился, но все еще значительно выше среднего. Средний мультипликатор P/E (цена/прибыль) для развитых рынков сейчас составляет порядка 18, по сравнению с 12,7 для развивающихся рынков. Текущий дисконт развивающихся рынков составляет 30%, как мы и ожидали он снизился с максимальных значений прошлого года. Средний дисконт за последние 5 лет, составлял 21,7%. В краткосрочной перспективе мы не видим серьезных предпосылок для существенного снижения дисконта. Однако в перспективе 1-2 года сокращение дисконта вероятно может произойти.

Дисконт развивающихся рынков к развитым по мультипликатору P/E



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Мультипликаторы

	P/E	EV/EBITDA
Nikkei 225	21,9	10,4
S&P 500	18,4	11,2
MSCI World	18,0	10,2
DAX	17,6	8,5
CAC 40	26,4	7,9
FTSE 100	19,2	8,3
Shanghai Composite	13,8	10,9
SENSEX	19,9	11,5
BIST	9,7	10,3
RTS	5,3	2,6
MSCI EM	12,7	7,4
BOVESPA	17,6	7,0

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Премия за риск инвестирования в акции (ERP) снизилась. Премия за риск инвестирования в американские акции (на основании индекса S&P 500) сейчас составляет порядка 5,3%, что ниже, чем в 2011-2012 годах, но выше среднего значения за последние 50 лет (4,5%). Это означает, что акции все еще остаются относительно дешевыми. Однако при поднятии процентных ставок в США, доходность облигаций должна будет увеличиться, что сократит премию за риск инвестирования в акции. Для того, чтобы обеспечить такую же премию как ранее акции должны будут стать более дешевыми либо у них должны будут улучшиться фундаментальные показатели. В условиях поднятия ставок акции выглядят более предпочтительным инструментом. Мы ожидаем, что акции, в целом как класс активов, будут опережать облигации в ближайшие годы.

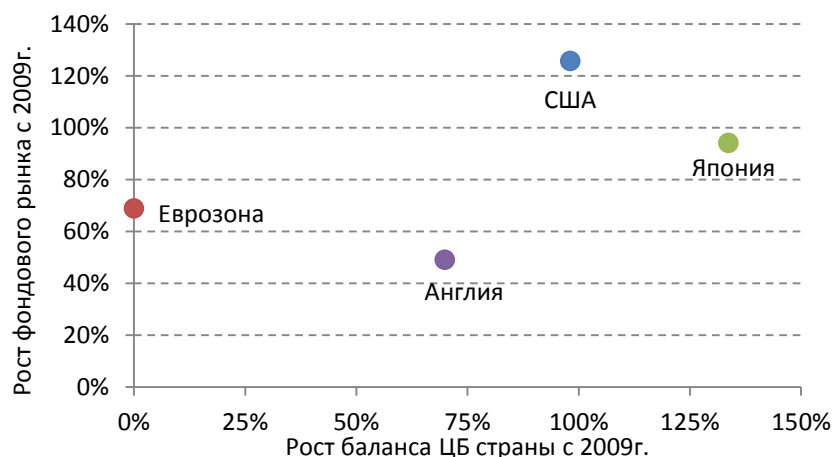
Премия за риск инвестирования в рынок американских акций (на основе индекса S&P 500)



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Меры стимулирования и рост фондовых рынков развитых стран. За последние годы фондовые рынки развитых стран продемонстрировали значительный рост. Принято считать, что основным стимулом для этого стали меры стимулирования мировых ЦБ значительно увеличившие свои балансы. Пожалуй, единственным исключением в этой закономерности стала Европа.

Рост фондовых рынков и баланса ЦБ развитых стран



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Зависимость между стимулами и динамикой рынка не такая прямая.

В последние месяцы много говорится о разнонаправленности в монетарной политике крупнейших центральных банков: речь идет, о Федеральной резервной системе, которая, как ожидается, должна перейти к сворачиванию – кредитных стимулов, и о Европейском центробанке и Банке Японии, от которых ожидаются очередные программы количественного смягчения. В этой связи возникает вопрос: компенсирует ли предложение денег со стороны одних их сокращение со стороны других? И каким образом грядущие изменения монетарной политики отразятся на ценах активов, особенно если принять во внимание, что многие увязывают рост рынков акций в развитых экономиках (особенно американского рынка) и объем денежного предложения. Тем не менее, строгая математическая зависимость динамики фондового индекса от размера баланса центрального банка отсутствует (она близка к нулю для простой линейной регрессии). Это касается рынка США, для всех других эта значимость окажется еще меньшей. Безусловно, монетарное стимулирование оказывает влияние на фондовые рынки, однако эта зависимость не такая прямая как многие думают.

Рост происходил за счет роста капитализации компаний новых отраслей.

Разговоры о том, что весь рост фондовых рынков в последние годы в основном обусловлен монетарной политикой крупнейших центральных банков, в связи с чем находится под угрозой неминуемого падения, не имеют под собой твердого основания. Рост происходил в основном за счет высокотехнологичных отраслей, в которых резко выросла производительность труда или расширился рынок. Это биотехнологии, интернет-ритейл, медицина.

Причина отставания индексов развивающихся стран в укладе их экономики.

В S&P500 суммарная доля интернет-компаний, потребительского сектора и компаний, связанных с медициной, — около 45% (IT-сектор имеет наибольший вес в индексе, почти 20%). Для сравнения: в панъевропейском EURO STOXX 600 наибольший вес у финансового сектора — 23%, а у IT — 3,5%. Что касается развивающихся рынков, то их индексы в основном состоят из представителей традиционных индустрий (финансы, добыча, промышленное оборудование), где не растет ни рынок, ни производительность труда, и скорее именно в этом причина их негативной динамики.

Сектор высоких технологий по-прежнему привлекателен.

средние мультипликаторы P/E высокотехнологичных отраслей даже после роста последних лет находятся в диапазоне 20-25 по прибыли этого года и 15-17 — по прибыли следующего, что нормально для растущих отраслей. Эти уровни не имеют ничего схожего с уровнями, например, Nasdaq в 2000 году во время пузыря доткомов.

Российский рынок акций

Нынешняя ситуация на рынках вряд ли сравнима с кризисами 1998-1999 гг. и 2008-2009 гг. Лишь падение рубля схоже с его обесцениванием в кризис 2008-2009 гг. Таким образом, можно заключить, что девальвация рубля – отчасти запоздалая реакция на продолжающееся несколько лет ухудшение экономики России, до этого находившее отражение лишь в котировках акций, которое теперь усугубилось падением цен на нефть и экономическими санкциями.

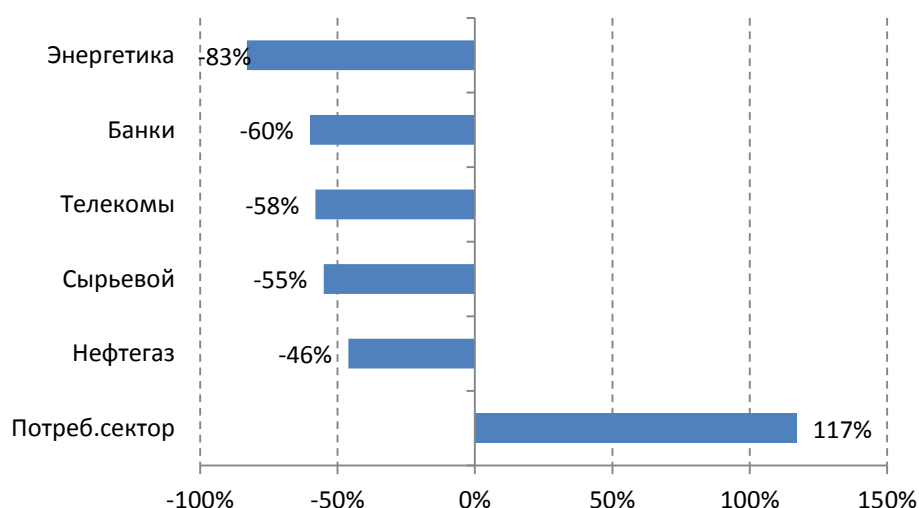
Изм-е к предкризисному максимуму

	1998	2008	2014
ММВБ	-79%	-74%	-12%
РТС	-91%	-80%	-33%

Источник: Bloomberg

Лидером роста по-прежнему остается сектор потребительских товаров, в то время как все остальные сдали свои позиции, причем энергетика, банки и телекомы показали наихудшую динамику.

Динамика отраслевых индексов (в USD) после пика 2011г.



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

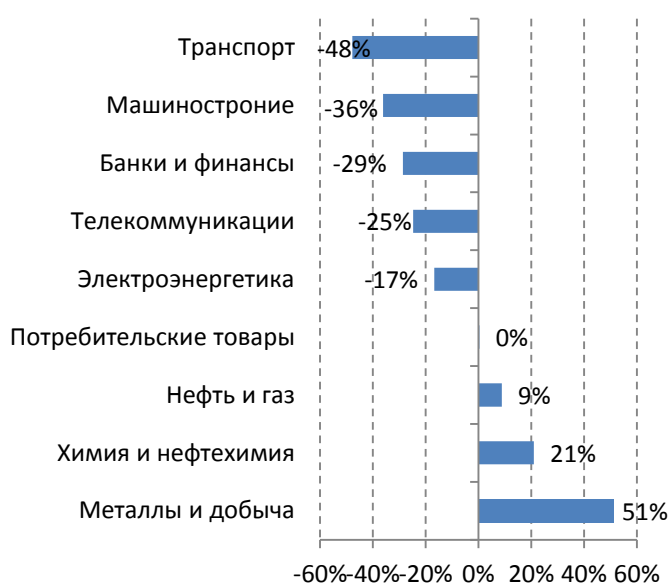
Потребительский сектор единственный, который вырос после достижения рынков своего максимума в 2011 году. Энергетика и телекомы среди аутсайдеров. Их капитализация упала даже ниже уровней 2009 года, что в первом случае, по-видимому, объясняется разочарованием инвесторов в реформах сектора, а во втором – серьезным падением котировок акций компаний на фоне проблем АФК Система.

Учитывая столь значительный рост акций сектора, сложно рекомендовать покупать их. Тем не менее, продовольственные компании (к примеру, Группа Черкизово и Русагро) могут стать одними из основных бенефициаров режима санкций, имея реальный потенциал для импортозамещения.

Что касается продуктовых ритейлеров, особенно федеральных сетей (Магнит, X5 Retail Group, ДИКСИ Групп, «Лента»), то мы видим возможность дальнейшего роста бизнеса за счет распространения современных форматов торговли в России. В свою очередь, снижение свободного располагаемого дохода поддержит выручку дискаунтеров, обеспечив приток трафика покупателей из других форматов

В этом году лучшую динамику показали экспортно-ориентированные отрасли во главе с металлургией. Сектор металлургии и добычи прибавил с начала года более 50% в рублях и потерял лишь 6% в долларах. Акции химических и нефтегазовых компаний выросли на 21% и 9% в рублях соответственно, но снизились на 25% и 33% в пересчете на доллары.

Динамика отраслевых индексов ММВБ в рублях с начала года



Динамика отраслевых индексов ММВБ в USD с начала года



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Сектор металлургии и добычи стал одним из главных бенефициаров девальвации рубля, поскольку большинство компаний получает либо долларовую, либо близко коррелирующую с долларом выручку, тогда как их расходы (как операционные, так и, отчасти, капитальные) преимущественно номинированы в рублях. Кроме того, снижение себестоимости сырья (уголь, железная руда) послужило еще одним положительным фактором, позволившим металлургическим предприятиям (Северсталь, ММК, НЛМК) вернуть маржинальность бизнеса на уровни, не виданные после кризиса 2008-2009 гг.

Немаловажно и то, что большинство металлургических компаний уже прошли этап крупных капитальных затрат, поэтому у них есть возможность нарастить генерацию свободного денежного потока и задуматься об увеличении дивидендных выплат. Эмитенты (Норильский никель, Северсталь, EVRAZ и т.д.) продолжают избавляться от непрофильных или нерентабельных активов, что позволяет сокращать долговую нагрузку и увеличивать выплаты дивидендов.

Мы рекомендуем обратить внимание на акции компаний с наибольшей долей экспортных продаж. В текущих макроэкономических условиях производители цветных металлов (Норильский Никель и ОК РУСАЛ) и удобрений (ФосАгро и Акрон) обгонят сталелитейные компании, которые могут пострадать из-за снижения внутреннего спроса. Среди сталелитейных компаний наиболее интересны акции НЛМК, которая обладает наибольшей долей экспорта среди отечественных сталелитейных компаний. Норильский никель также интересен благодаря сильным финансовым результатам и высокой дивидендной доходности (минимум 7-8% в год, по нашим расчетам, без учета специальных дивидендов).

Особенности налогообложения позволяют получать прибыль, несмотря на цены. Акции нефтегазового сектора показали слабую динамику с начала года (-33%), но такой результат оказался все же лучше общерыночного. Сектор будет под давлением в случае дальнейшего снижения цены на нефть. Однако налогообложение отрасли построено таким образом, что экспортная пошлина и НДС снижаются вслед за ценой на нефть. Следовательно, нефтегазовые компании будут оставаться прибыльными, даже если нефть продолжит дешеветь. Ожидаемый налоговый маневр заметно уменьшает прибыльность нефтеперерабатывающего сегмента, т.е. производители высококачественной продукции нефтепереработки будут выглядеть значительно привлекательнее компаний с неэффективными нефтеперерабатывающими мощностями. Кроме того, снижается нагрузка на производителей трудноизвлекаемой нефти. В этой связи хотелось бы отметить Газпромнефть и Татнефть как возможных бенефициаров. Сургутнефтегаз продолжает сохранять привлекательность благодаря интересной дивидендной истории, а девальвация рубля может привести к существенному увеличению выплат (и доходности) в рублях по привилегированным акциям.

В финансовом секторе интересны акции Московской биржи. В нынешних условиях в финансовом секторе внимания заслуживают небанковские бумаги, такие как акции Московской Биржи. Бизнес-модель Московской Биржи контрциклична: компания зарабатывает как в условиях растущих рынков, когда сильнее растут комиссионные доходы, так и в нынешних условиях пониженных оборотов на рынке акций, компенсируя выпадающие доходы выручкой от других операций. Во многом это связано как с особенностями российских рынков и их операционной зависимостью от Московской Биржи (операции репо, валютные операции и т.д.), так и с монополистическим положением биржи в стране. В последнее время биржа демонстрировала способность зарабатывать в любых рыночных условиях. Акции биржи представляются интересной защитной идеей в условиях потенциальной стагнации.

Банковский сектор один из основных аутсайдеров при падениях рынка. Не стал исключением и текущий год, ознаменовавшийся снижением отраслевого индекса на 45% с начала года. Мы ожидаем, что давление на сектор продолжится и в следующем году.

В секторе телекоммуникаций, медиа и технологий мы выделяем акции интернет-компаний Yandex и Mail.Ru. В медиаиндустрии происходят фундаментальные изменения, связанные с развитием контекстной интернет-рекламы как наиболее эффективного средства продвижения товаров и услуг (зачастую выступающего в роли канала продаж) по сравнению с другими медианосителями. Yandex – безусловный лидер российского рынка контекстной

рекламы с долей рынка 75%. Mail.Ru является владельцем крупнейших российских социальных сетей –ВКонтакте и Одноклассники (ОК), а также лидером российской индустрии видео(онлайн)-игр. Российские социальные сети пока находятся на низком старте в части доходов от рекламы, отставая по показателю рекламной выручки с одного пользователя от среднемировых показателей Facebook в пять раз. Таким образом, мы считаем, что Mail.Ru обладает колоссальным потенциалом для увеличения рекламной выручки, который начнет реализовываться с запуском таргетированной рекламы на мобильных устройствах.

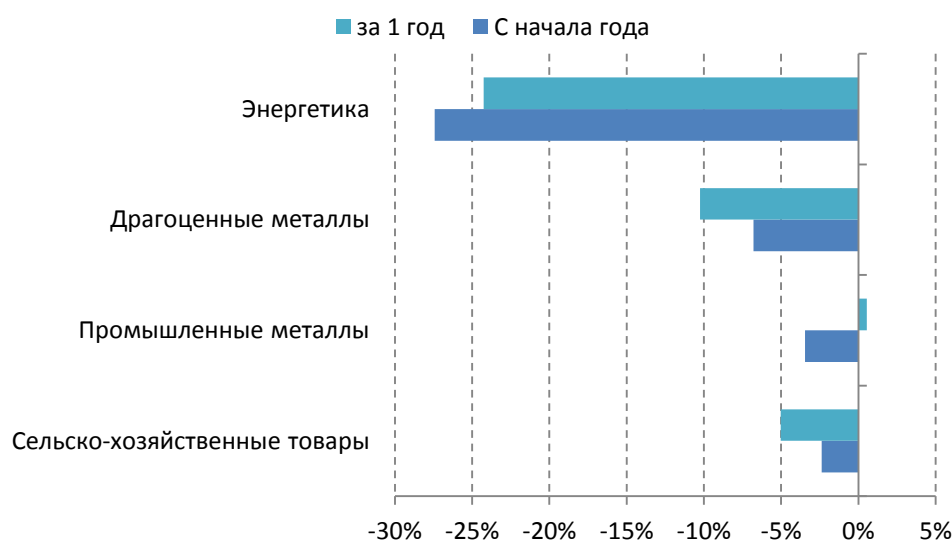
Бизнес телекоммуникационных операторов в текущих условиях находится под давлением. Что касается российских телекоммуникационных операторов, то, на наш взгляд, они довольно уязвимы в текущей сложной макроэкономической ситуации: большая часть их выручки номинирована в рублях, а капитальные затраты, основную часть которых составляет закупка импортного оборудования, – в долларах и евро. Кроме того, на российском рынке мобильной связи будет ужесточаться конкурентная борьба с появлением четвертого крупного игрока – Теле2.

В секторе электроэнергетики негативная динамика может продолжиться. В секторе электроэнергетики мы ожидаем продолжение и даже усиление негативных тенденций последних лет. В результате замедления экономики потребление электроэнергии не растет и даже снижается, при этом программа ввода новой мощности по договорам о предоставлении мощности (ДПМ), принятая еще в 2007-2008 гг., существенным образом не пересматривается, что обуславливает увеличивающийся избыток предложения мощности на рынке. Это приводит к сокращению выработки электроэнергии на старых электростанциях, а также к отставанию роста цены на электроэнергию от роста цен на топливо, сокращающему маржинальность электрогенерирующих компаний.

Товарные рынки

2014 год снова неудачный для сырьевых товаров. 2014 год стал уже третьим неудачным годом для сырьевых товаров с 2010г. Индекс DJ-UBS Commodity index за 11 мес. 2014 года снизился на 12,4%, по сравнению с 11% за аналогичный период прошлого года. Если в прошлом году основной негативный вклад внесли продовольственные товары и металлы, то в этом году основным аутсайдером стала нефть. В то же время цены на природный газ в США и золото остались на уровне прошлого года, а цены на такие промышленные металлы как цинк, алюминий и никель даже увеличились на 5,6%, 6,1% и 15,6% соответственно.

Индексы сырьевых товаров DJ-UBS



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

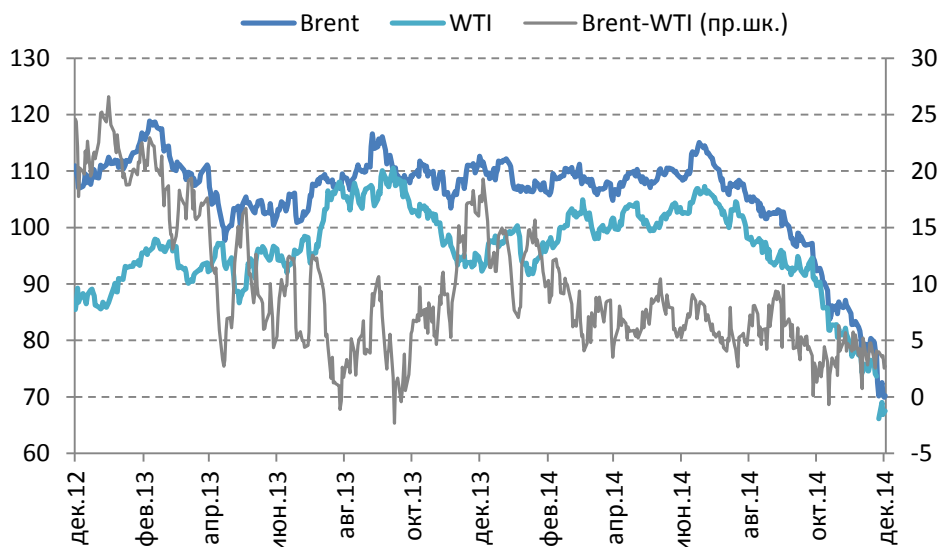
Спрос на большинство товаров рос слабо и был более чем удовлетворен растущим предложением. Дополнительное негативное давление на цены оказал укрепляющийся курс доллара, а также замедление темпов роста Китая, который является крупнейшим потребителем сырья.

Большинство рынков, включая нефть, должны будут найти точку равновесия между спросом и предложением в следующем году. Коррекция в металлах, за исключением меди, на наш взгляд, возможно завершилась, в то время как нефть может продолжить снижение на фоне явного избытка предложения.

Нефть

Самое стремительное падение цен со времен мирового финансового кризиса. Brent и WTI с начала года подешевели на 37% и 33% до \$69,5 и \$65,7 за баррель соответственно. Спред между двумя марками продолжил сокращаться и сейчас составляет менее \$4 за баррель. Цены на оба эталона падают пять месяцев подряд, чего не происходило с финансового кризиса 2008 года.

Динамика цен на нефть марки Brent и WTI

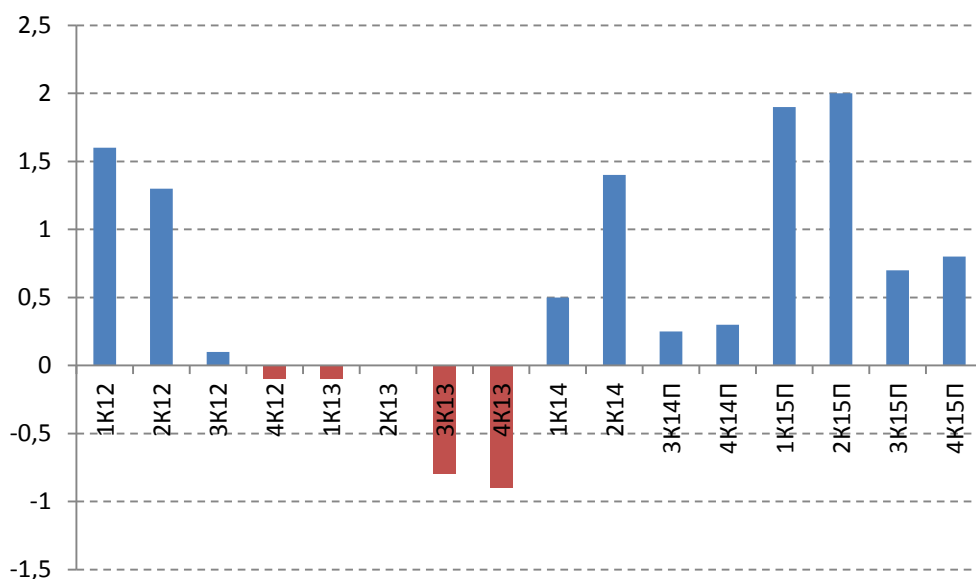


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

ОПЕК не стала снижать добычу. ОПЕК на ноябрьском заседании решила не менять квоту в 30 млн. баррелей в сутки, действующую с декабря 2011 года. Следующая встреча картеля намечена на 5 июня 2015 года. Стратегия ОПЕК направлена на то, чтобы вытеснить с рынка производителей с высокими издержками, прежде всего, сланцевые проекты в США, что в итоге, по мнению картеля, позволит сбалансировать рынок. Для многих производителей уровень в \$60 — критический: в первую очередь это касается месторождений в США и Мексиканском заливе. Чтобы создать проблемы для нефтяных компаний США, нужно, чтобы цена несколько кварталов держалась на отметке \$60-70 за баррель.

Спрос на нефть под давлением на фоне замедления мирового экономического роста. Еще несколько месяцев назад прогноз на 2015 г. предполагал рост спроса на 1 млн. барр., но ухудшение ситуации в глобальной экономике, в том числе рецессия в Японии, требует пересмотра ожиданий. Давление на рынок также оказывает замедление роста производства в Китае, как показал официальный индекс PMI за ноябрь, снизившийся до 50,3 пунктов (уровень 50 пунктов означает отсутствие роста активности). Экономика Еврозоны едва избежала рецессии и восстанавливается крайне медленно

Профицит/дефицит предложения нефти, млн.баррелей в день

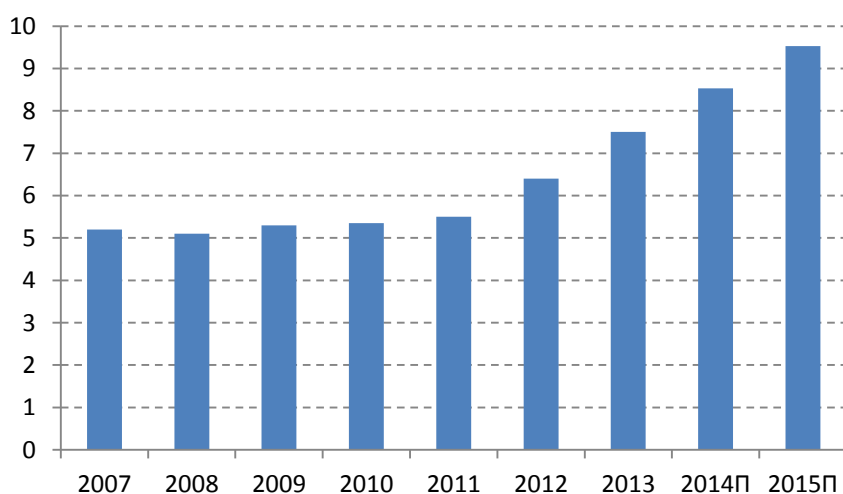


Профицит предложения по прогнозу МЭА должен значительно увеличиться в 2015г.

Источник: МЭА, расчеты Прайм Марк

Предложение нефти растет, прежде всего, за счет США. США в первом полугодии 2014г. произвели более 11,5 млн. барр. нефти и конденсата в сутки, став лидером по добыче жидких углеводородов Саудовская Аравия в этот период производила менее 11,5 млн. барр., Россия — около 11 млн. барр. Добиться лидирующих позиций США смогли за счет добычи сланцевой нефти и конденсата. США же за счет сланцевой революции с 2008 г. нарастили добычу нефти на 70%. Правительство США повысило прогноз по добыче нефти в стране на 2015 год на 250 тыс. баррелей в сутки — в среднем до 9,53 млн. баррелей в день — на фоне роста интереса к добыче сланцевых углеводородов. Ожидается, что уже к концу 2015 года добыча достигнет 10 млн.баррелей в день. Таким образом, по прогнозу, объем добычи нефти в США в следующем году вырастет на 1 млн. баррелей в сутки уже третий год подряд.

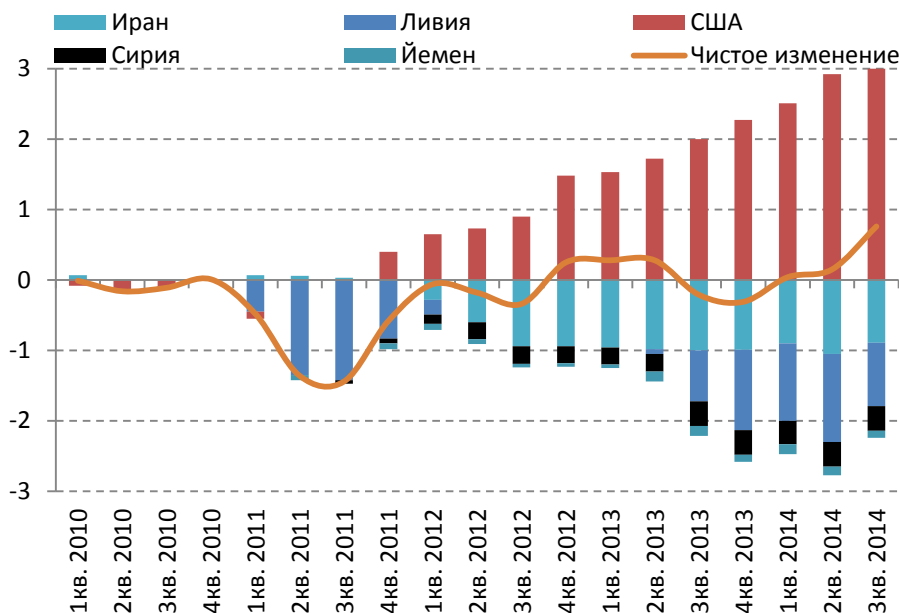
Добыча нефти в США, млн.баррелей в день



Источник: МЭА

С 2011 года прирост добычи нефти в США составил 3 млн. баррелей в сутки. Это более чем компенсировало снижение добычи в таких странах как Иран, Ливия, Сирия и Йемен.

Увеличение добычи в США и снижение поставок из других стран по сравнению с 4 кв. 2010 года, млн. баррелей в день

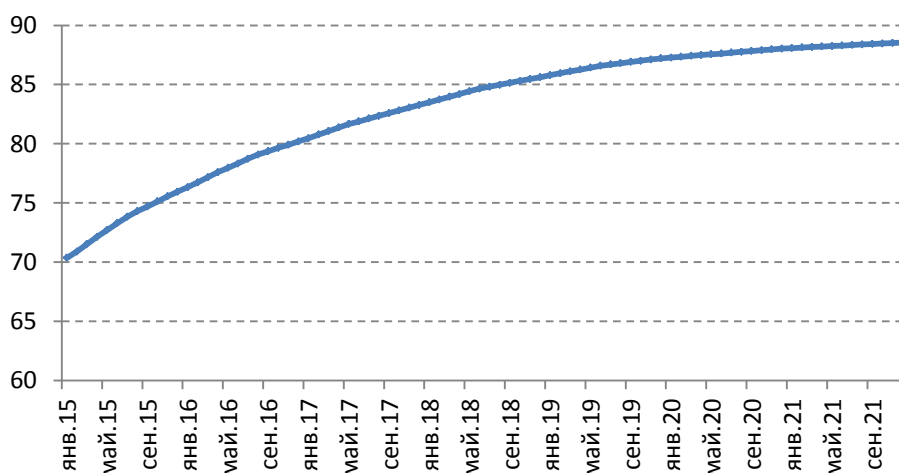


За последние три года прирост добычи в США с лихвой компенсировал снижение добычи в Иране, Ливии, Сирии и Йемене.

Источник: МЭА

Цены на нефть вероятно нащупают дно в 1П 2015 года. Консенсус Bloomberg по цене барреля Brent в 2015 году составляет \$93 за баррель. Тем не менее, этот прогноз, скорее всего, снизится по мере того как инвестбанки будут пересматривать свои прогнозы. Мы ожидаем, что в первой половине 2015 года цены на нефть могут опуститься до \$50-60 за баррель на фоне избыточного предложения нефти, после чего цены вероятно восстановятся и будут на уровне \$80 за баррель.

Форвардная кривая цен на нефть марки Brent, долл. за баррель

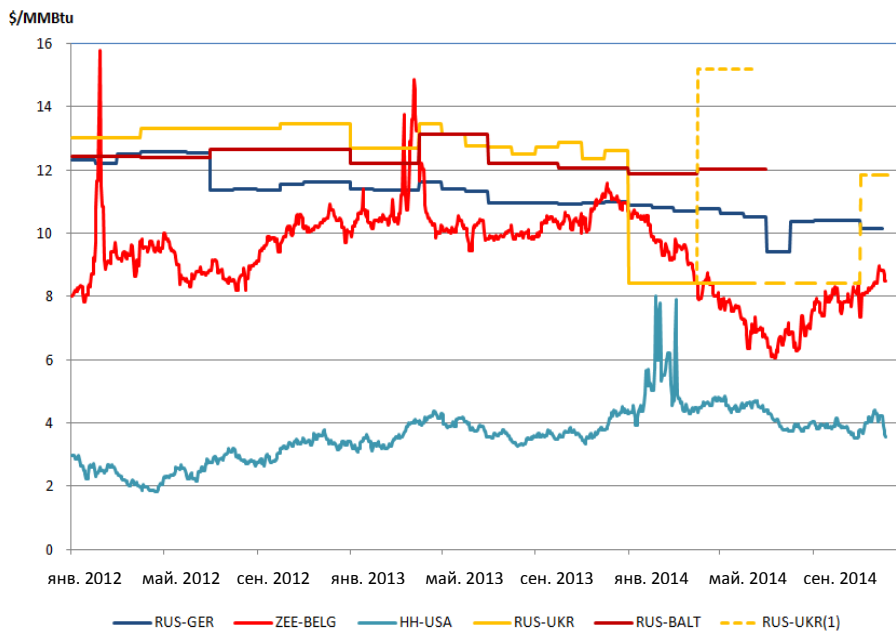


Источник: Bloomberg

Газ

Цены на природный газ в 3-м квартале 2014г.в США, Европе и Японии составили \$3,9, \$9,2 и \$16,0 за МБТЕ соответственно. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года цена в Европе снизилась на 20%, в то время как в США и Японии цена увеличилась на 8% и 3% соответственно. Спред между ценами в США и Европе сократился с 7,9 до 5,3 долл. США, в то время как разница между ценами в США и Японии осталась приблизительно на прежнем уровне около 12 долл. за МБТЕ.

Цены на газ в Европе и США, \$ за МБТЕ

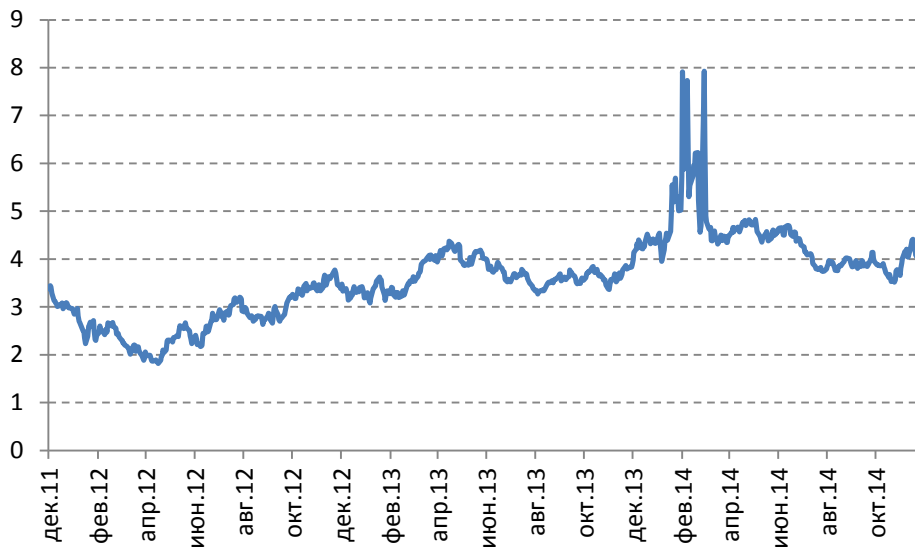


Источник: EEGAS

Рынок природного газа продолжает оставаться сегрегированным и имеет различное ценообразование в различных частях света. Сланцевая революция в США и ограничения на его экспорт привели к избытку предложения на американском рынке, с помощью которого на протяжении уже нескольких лет стоимость газа в США значительно ниже цены в других частях мира. Несмотря на то, что некоторые компании получили одобрения на экспорт природного газа из США инфраструктурные ограничения, такие как наличие терминалов сжижения газа, еще долго не позволят производить полноценный экспорт газа из Северной Америки.

Помимо наращивания экспортного потенциала США на рынок природного газа также влияют, такие факторы как конкуренция с углем, который существенно подешевел в 2014 году, и политика индустриальных стран в отношении атомной энергии и снижения выброса парниковых газов в атмосферу. Инициативы направленные на использование более безопасных и экологичных источников топлива, таких как природный газ, положительно скажутся на спросе и следовательно на цене на природный газ.

Цены на газ в США, \$ МБТЕ



Источник: Bloomberg

Снижение цен на альтернативные источники топлива негативно влияет на цены на газ, в то же время инициативы по использованию более экологичных источников топлива и снижение доля ядерной энергетики позитивно отражаются на потенциальном спросе на газ.

Теплая зима в Европе не даст вырасти ценам на газ. Известно, что на цены на газ очень сильно влияет погода. Нынешний год станет самым теплым для европейских стран — крупнейших потребителей газа, что снижает их потребность в голубом топливе. По данным британской метеорологической службы Met Office, в некоторых районах Англии нынешний год станет самым теплым с 1659 г., когда стали собираться данные о погоде. Аналогичная ситуация с погодой, по данным MeteoGroup, складывается в Германии, которая получает 37% газа из России. При этом запасы газа в крупнейшем британском хранилище Rough 26 октября достигли рекордного объема. В Германии запасы находятся на самом высоком уровне с 2009 г. и, по данным Gas Infrastructure Europe на 30 ноября, составляют 20,05 млрд куб. м; это на 20% больше среднего показателя за последние пять лет.

Золото

За год цены почти не изменились. После сильнейшего падения прошлого года, в текущем году цены на золото двигались в боковом диапазоне \$1200- 1400 за унцию. После достижения максимума в марте этого года цены снизились до уровня \$1200, таким образом оставшись на уровне конца 2013г.

Инвестиционный спрос на золото, сократившийся в 2013 с 35% до 20% от общего, вновь увеличил свою долю в 2014г. до 25%. Тем не менее, по мере восстановления экономики США и ожидания роста процентных ставок инвестиционный спрос на золото будет сокращаться.

Динамика стоимости золота, \$/унция



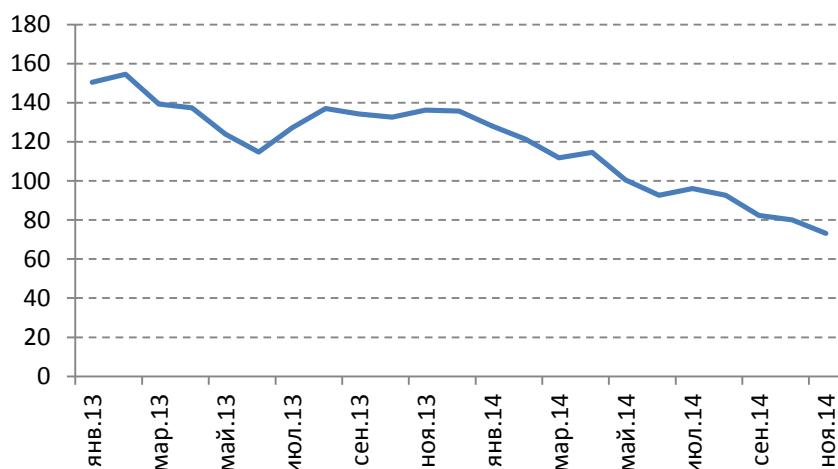
Источник: Bloomberg

Физический спрос поддерживает цены на золото. На Азию приходится примерно две трети мирового спроса на золото, а ведущими странами-покупателями золота в этом регионе являются Китай и Индия, на которых в сумме приходится более 50% мирового спроса на данный металл. На этих рынках наблюдается увеличение спроса на желтый металл, особенно когда цены опускаются ниже \$1200 долларов за унцию, таким образом спрос на золото со стороны Китая и Индии не дает ценам на золото снизиться существенно ниже этого уровня.

Черные металлы

Цены на железную руду находятся на минимальном уровне с июня 2009 года. Спотовые цены на железную руду с поставкой в КНР упали до \$71 за тонну. С начала года руда подешевела почти вдвое. Все дело в избыточном предложении из-за запуска новых проектов и замедления роста потребления руды в КНР. Китай, производящий около 650 млн. тонн чугуна в год, использует свыше 1 млрд. тонн руды, из которых до 75% импортирует,— это более половины мирового потребления. Падение цен обусловлено снижением мировых темпов роста потребления стали. Если раньше темпы роста достигали 4-6% в год, то сейчас не более 2-2,5%, причем Китай и вовсе демонстрирует рост на уровне 1%.

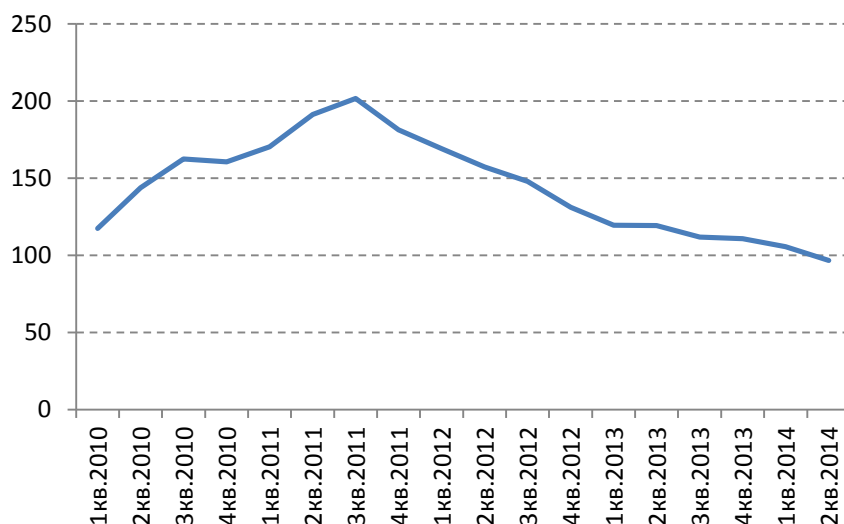
Динамика цен на железную руду, \$/тонна



Источник: Bloomberg

Несмотря на существенное падение цены на руду возможно еще не достигли дна. Проблемы с избытком предложения руды в мире уйдут лишь через два-три года. Долгосрочный прогноз также не вселяет оптимизма, так как объем металлолома в Китае к 2020 году может существенно увеличиться.

Динамика цен на коксующийся уголь



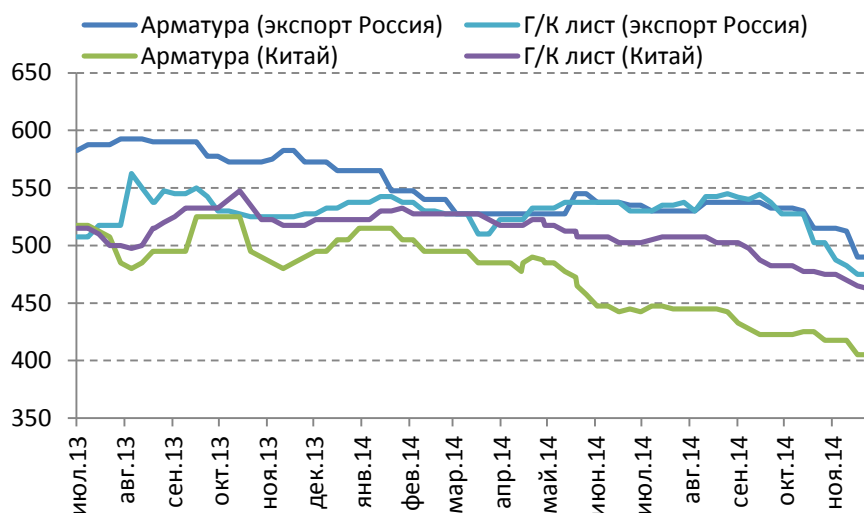
Цены на уголь продолжили снижение. Контрактные цены на австралийский коксующийся уголь снизились по сравнению с прошлым годом на 25% до \$120 за тонну. Как и в случае с железной рудой на цены на коксующийся уголь влияют все те же факторы растущего предложения и снижения аппетита Китая. Австралийский экспорт коксующегося угля в 2013-2014г. вырос на 17% до 181 млн. тонн. Эксперты ожидают дальнейшего увеличения экспорта до 185 млн. тонн в 2015 году.

В краткосрочной перспективе снижение цен на железную руду и коксующийся уголь может продолжиться на фоне избытка предложения, в то же время в перспективе 1-2 года мы ожидаем начала восстановления цен на эти ресурсы.

Сталь

Цены на арматуру и г/к лист в России и Китае с начала года снизились в среднем на 12,5% и 17% соответственно.

Динамика цен на стальную продукцию, \$/тонна



Источник: Bloomberg

За 10 мес. 2014 года объем производства стали в мире вырос на 2% до 1367,5 млн. тонн, при этом производство в Китае выросло на 2,1% до 685,3. Доля Китая в мировом производстве стали составляет 50,1%. В России производство за аналогичный период выросло на 2,5%, в то время как на Украине сократилось на 15,2%.

Низкие цены не сталь это надолго. Китай в 2013 году увеличил производство стали до 780 млн. т. с 709 млн. т. в 2012 году, прогноз на 2014 год — 800 млн. т. Чистый экспорт стали и металлопроката из Китая в этом году достигнет 60 млн. т. Постепенная переориентация экономики с экспорта на потребление приведет к переориентации части стальных мощностей с внутреннего рынка на мировой, тем самым, создавая избыточное предложение.

Падение цен на прокат связано в первую очередь со снижением спроса в Китае (крупнейший заказчик стройматериалов), вслед за ним дешевеет использующийся в его производстве коксующийся уголь. Результат — низкая загрузка мощностей (у производителей стали в среднем по миру — около 75%), депрессивные цены на сырье, а также существенное снижение капитальных вложений компаний.

Промышленные металлы

Цены на металлы достигли своего максимума в феврале 2011г. После чего на протяжении трех лет цены корректировались достигнув минимума в начале 2014 года. Индекс цен на промышленные металлы за этот период снизился на 35%.

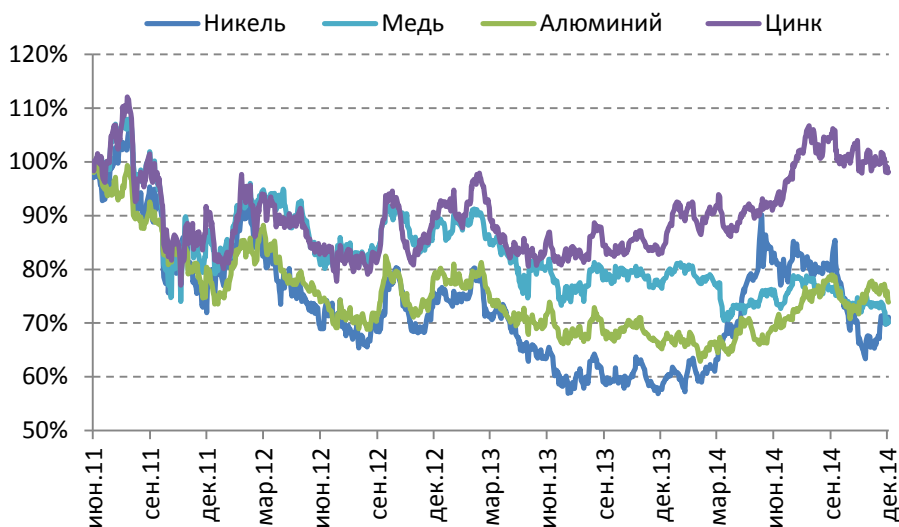
Индекс цен на промышленные металлы



Источник: Bloomberg

Восстановление цен на фоне сокращения запасов. В этом году индекс цен на промышленные металлы вырос на символические 1,4%. Наилучшую динамику продемонстрировали никель, цинк и алюминий, в то время как цены на медь продолжили снижение. Мировые запасы металлов снижались на протяжении 3 кв. 2014 года на 5,5%. Так, например, запасы никеля в конце 3 кв. 2014 года были на 58% ниже по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Запасы алюминия, которые непрерывно росли с конца 2008г., снизились на 12% в 3 кв., однако все еще остаются на уровне десятилетнего пика. Запасы свинца, цинка, олова и меди ниже на 10-60% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Динамика цен на промышленные металлы*



* база (100) – 01.06.2011

Источник: Bloomberg

Рост цен на такие металлы как цинк, алюминий и никель отражает ожидания по сокращению предложения. В то же время темп роста спроса со стороны Китая на алюминий, медь и олово значительно сократился.

Цена на алюминий выросла за счет сокращения объемов производства, прежде всего, вне Китая, что привело рынок, за пределами Китая, к дефициту. Однако китайский рынок все еще остается в профиците, а объем мощностей продолжает расти.

Запрет на вывоз необработанной руды из Индонезии, вступивший в силу в этом году, привел к росту цен на никель, однако затем последовала коррекция цен по мере того как Филиппины начали замещать выпавшие объемы Индонезии.

Цены на цинк уверенно росли в этом году на фоне падения запасов и опасений, что планируемые закрытия шахт могут привести к сокращению предложения.

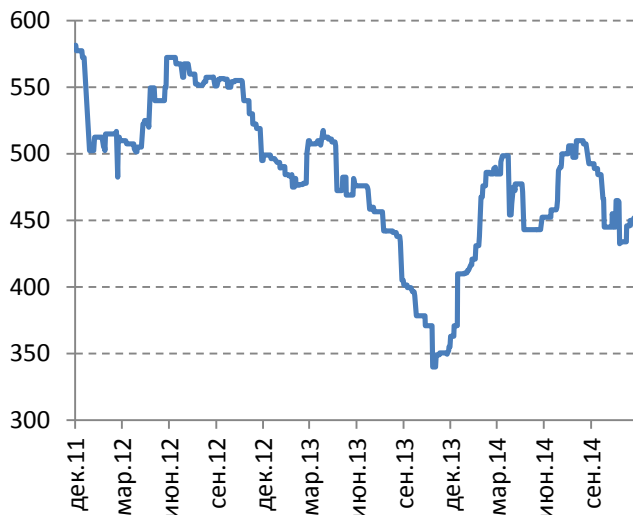
Цены на олово продолжили снижаться на фоне слабого спроса со стороны Китая, в то время как экспорт из Мьянмы компенсировал ограничение экспорта из Индонезии.

Цены на металлы могут продолжить снижаться. В целом цены на металлы могут продолжить снижение в следующем году по мере того как избыток будет нарастать на фоне роста предложения и снижением спроса со стороны Китая.

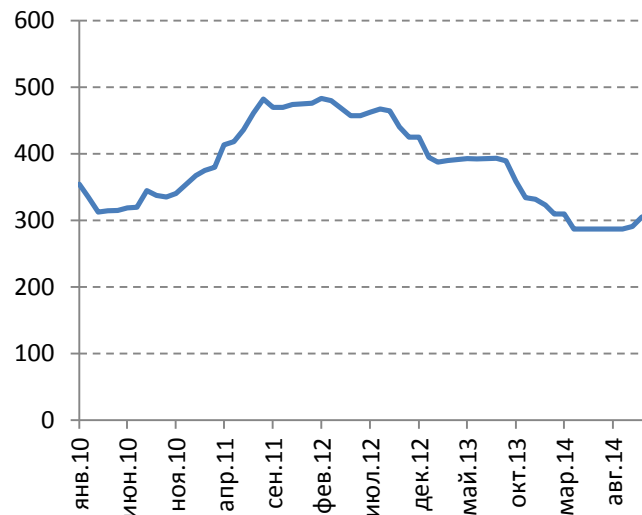
Минеральные удобрения

Цены на удобрения продолжили снижение в 2014г. На конец 3 кв. 2014 года цены на удобрения были на 6% ниже прошлогоднего уровня и на 60% ниже своих максимумов середины 2008 года.

Цена на ДАФ (Диаммоний фосфат), \$/тонна



Цена на хлористый калий, \$/тонна



Источник: Bloomberg

В настоящее время мировые цены на минеральные удобрения далеки от «докризисных» уровней, и возвращение к этим значениям в среднесрочной перспективе маловероятно. После умеренного восстановления с конца 2011 года цены находятся под давлением. Цены на фосфатные и азотные удобрения во многом определяются рыночными факторами, поэтому они более волатильны, чем на калийные удобрения, зависящие по большей части от контрактов с китайскими и индийскими потребителями.

Низкая цена на газ оказывает давление стоимость азотных удобрений. Низкие цены на природный газ (ключевой ресурс для производства азотных удобрений) в США ведут к росту объема производства и увеличивают рыночное предложение этих видов удобрений.

В 2015 году ожидается продолжение снижения цен на удобрения. В целом по итогам 2014г. цены на удобрения могут снизиться на 11,5%, согласно последнему прогнозу Всемирного банка, после падения на 13% в 2013 году. В 2015 году ожидается продолжение коррекции. Сильнее всего снизятся цены на хлористый калий (на 25%). Цены на азотные удобрения могут упасть на 6,5%. При этом цены на диаммоний фосфат (ДАФ) вероятно немного вырастут.

В настоящее время основным фактором, который может оказать краткосрочное влияние на цены на минеральные удобрения, является стоимость природного газа в США. В более долгосрочной перспективе цены определяются ростом спроса со стороны развивающихся стран.

Основные события в 2015 году

1 января	Вступление в силу договора о создании Евразийского экономического союза (ЕАЭС)
1 января	Полный переход Литвы на расчеты в евро
8 января	Старт сезона отчетов в США за 4кв. 2014
21-24 января	Саммит в Давосе
22 января	Заседание ЕЦБ
26 января	Старт сезона отчетов за 4кв. 2014 в России
28 января	Заседание ФРС США
30 января	Первая оценка ВВП США за 4Q2014
4 марта	Заседание Банка Англии, ожидаемый старт цикла подъема базовых ставок
5 марта	Заседание ЕЦБ
16 марта	Экспирация квартального фьючерса на индекс РТС
18 марта	Заседание ФРС США, возможный старт цикла подъема базовых ставок
20 марта	Экспирация квартального фьючерса на индекс S&P500
март	Истечение текущих договоренностей между Россией и Украиной по ценам на газ
март	Заседание Банка России, возможный старт цикла снижения ставок
24 апреля	Возможное провозглашение независимости Каталонии от Испании
7 мая	Парламентские выборы в Великобритании
5 июня	Саммит ОПЕК в Вене
13 июня	Парламентские выборы в Турции
18 июня	Заседание ФРС США, возможный старт цикла подъема базовых ставок
12-28 июня	Первые Европейские игры в Баку
17 сентября	Заседание ФРС США
сентябрь	Парламентские выборы в Аргентине
15-16 ноября	Саммит стран G20 в Анталии (Турция)
20 декабря	Парламентские выборы в Испании

Прайм Марк

123317, Россия, Москва, Пресненская наб. 10,
“Башня на набережной” блок С, 4 этаж
Тел/факс: +7 (495) 989-77-52

E-mail: info@prime-mark.com

Web: www.primemark.com

Аналитический департамент

Руководитель:

Ленар Хафизов

l.hafizov@prime-mark.com

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежат воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.