

ABLV

Aizkraukles Banka Latvija

Мировой финансовый рынок:
итоги 2008 г

15 января 2009 г.

Леонид Альшанский, Dr. Math.

- Учитывая силу финансовых и экономических потрясений, завершившийся 2008 год уже получил название «безумный».
- Общий объём списаний мировой банковской системы от финансового кризиса в 2008 году составил более \$720млрд. (общий объём списаний за 2006-2008 гг. составил более \$1 трлн., данные Bloomberg).
- Основная сумма банковских потерь в 2008 пришлась на Америку - более \$500млрд. (и \$680млрд. из общесистемных списаний в \$1 трлн.).
- Потери в капитализации мирового рынка акций в 2008 превысили \$ 20 трлн., что больше потерь падения цен 2000 -2002 годов (на разрыве пузыря акций высоких технологий), оценивавшихся в \$13 трлн.
- Ввиду мощного падения цен, потери в капитализации мирового рынка облигаций в 2008 г. также измеряются в десятках трлн. долларов.
- С хронологической точки зрения, основной виток осложнения кризиса в 2008 году пришелся на сентябрь-ноябрь, вслед за неспособностью американских властей предотвратить 15 сентября банкротство второго крупнейшего американского инвестиционного банка Lehman Brothers.
- Вслед за этим резко обострился кризис межбанковского доверия, так называемый «credit crunch», выразившийся в резком сокращении межбанковского кредитования и росте межбанковских ставок.

- В сентябре инвестиционно-банковский бизнес в Америке практически прекратил своё существование: обанкротился Lehman Brothers, Merrill Lynch был продан Bank of America, а ставшиеся 2 из большой пятёрки инвестбанков Goldman Sachs и Morgan Stanley, спасаясь от банкротства, преобразовавшись в универсальные банки (пятый, Bear Stearns был продан ещё в марте 2008 года).
- В конце сентября произошло крупнейшее в истории США банковское банкротство - 3-го по величине американского банк Washington Mutual с активами в \$309 млрд.
- В том же месяце были национализированы два американских ипотечных гиганта Fannie Mae и Freddie Mac, контролирующих почти половину \$12 трлн. ипотечного рынка США и была спасена от банкротства вторая по величине в мире страховая компания AIG, с активами в \$1 трлн.
- В октябре 2008 года обанкротилась банковская система целого государства - Исландии.
- При этом угроза банкротства нависла и над самим государством, признанным ООН в 2007 году «лучшей страной в мире для проживания».
- В октябре-ноябре призрак коллапса замаячил над банковскими системами многих государств.

- В ноябре на грани банкротства оказался и второй по величине универсальный банк Америки Citigroup с активами более \$2 трлн.
- В связи с возникшими в результате кризиса финансовыми осложнениями за срочной финансовой помощью к МВФ и другим мировым финансовым организациям с сентября по декабрь 2008 года обратились Исландия, Венгрия, Сербия, Украина, Пакистан, Турция, Белоруссия, Болгария, Румыния, Латвия и ряд латиноамериканских государств.
- В результате сам МВФ был сам вынужден обратиться в ноябре к мировым державам с просьбой о дополнительном финансировании в размере \$100 млрд.

Хронология кризиса:

- Источником текущего мирового кризиса стал возникший ещё в 2006 кризис в американском секторе ипотеки низкого качества, вызвавший массовое банкротства небольших ипотечных компаний, кредитовавших данный сектор.
- Первая волна обострения кризиса пришлась на лето 2007 года, когда многие крупные ипотечные компании и банки задекларировали огромные финансовые потери от падения цен на американские "subprime".
- Для сравнения: списания мировой банковской системы за 2006 и первые 2 квартала 2007 составили лишь \$8 млрд., а за H2 2007 уже \$275 млрд.

- Вслед за ростом банковских потерь в августе 2007 года в мире разразился кризис «credit crunch», выразившийся в резком спаде межбанковского кредитования, ввиду роста недоверия банков друг другу.
- Во второй половине 2007 года на развивающемся рынке облигаций прошла первая волна падения цен и роста спрэдов, ввиду пересмотра инвесторами премии за риски долгового рынка.
- В ноябре 2007- января 2008 года по мировому рынку акций прошла первая мощная волна продаж, вызвавшая ощутимое падение ведущих мировых фондовых индексов, в основном росших до того времени.
- Весь 2008 год прошёл под знаком нарастания кризисных явлений.
- Но наиболее мощная волна обострения мирового финансового кризиса пришлась на сентябрь-ноябрь 2008 года, поставив уже всю мировую банковскую систему на грань коллапса (см. предыдущий слайд).
- На эти же месяцы пришлась и новая мощная волна падения цен на мировом рынке акций.
- В сентябре-октябре 2008 года мощнейшая волна продаж докатилась и до мирового рынка облигаций, коснувшись в основном корпоративного сектора, где падение цен измерялось несколькими десятками процентов, а доходность бумаг выросла в 2-3 раза.

- Кроме того, во второй половине 2008 года кризисные явления вышли за пределы финансового сектора, что выразилось в нарастании проблем у компаний реального сектора и сползании ведущих экономик в рецессию.
- Общие потери, которые нанёс текущий кризис мировой финансово-экономической системе подсчитать достаточно трудно. Некоторые источники дают цифры в \$1.5 трлн., \$3 трлн. и даже \$5 трлн.
- Ценовые потери только мирового рынка акций и облигаций уже измеряются многими десятками триллионов долларов – а так или иначе эти деньги были списаны с чьих-то балансов.

Основные причины глубины текущего кризиса:

- Крайне высокий уровень использования кредитных «плеч» в нашей финансово-экономической системы.
- И, достигшая невиданного уровня глобализация мировых финансовых процессов.
- Первое сделало нашу систему крайне уязвимой к ситуации падения цен (margin call), а второе позволило кризису быстро распространиться по всей мировой системе.

- Разрозненные и не очень эффективные действия мировых властей в начале 2008 года переросли к концу года в скоординированные и достаточно эффективные меры по спасению мировой финансовой системы.
- Для поддержания банковской системы мировыми монетарными властями на межбанковский рынок были влиты (в основном в сентябре-ноябре 2008 года) триллионы долларов.
- Для стимулирования процессов кредитования, Центробанки ведущих стран пошли в 2008 году на беспрецедентное снижение ставок рефинансирования.
- В Америке ставка была понижена за год с 4.25% до 0.25%, в Англии с 5.5% до 2%, а в Еврозоне с 4% до 2.5%. При этом в конце года ведущие Центробанки несколько раз снижали ставку одновременно.
- В начале октября конгресс США утвердил план Полсона, ценой в \$700 млрд., для помощи разваливающейся банковской системе Америки.
- Планы по спасению своих банковских систем приняли также Евросоюз и правительства ведущих европейских стран – Англии, Германии, Франции, Швейцарии Швеции и многих других стран. Кроме финансовой помощи банкам они предусматривали и увеличенные гарантий по вкладам.
- Общие объёмы программ помощи банкам и поддержки экономики в Европе уже перевалили за €1 трлн.

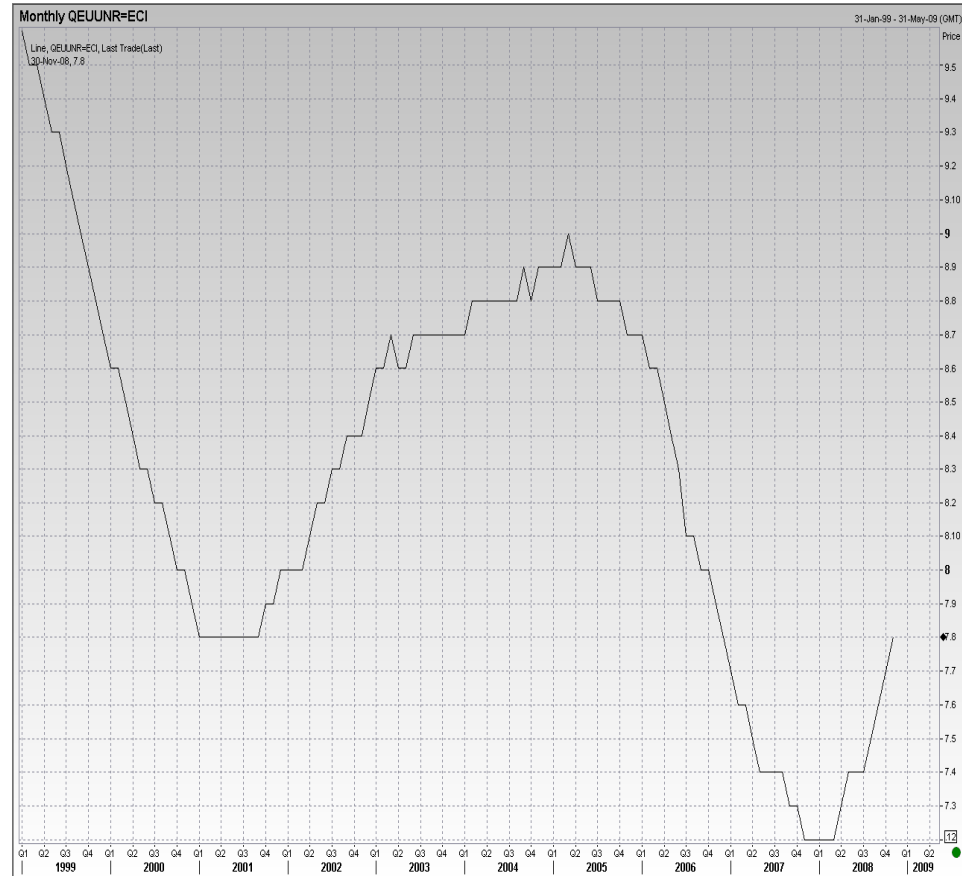
- Аналогичные планы по помощи своим банковским системам, а позднее и экономике приняли и многие развивающиеся страны, в том числе Россия и Китай (последний в объёме \$590 млрд. до 2010 года).
- Кроме того, руководство большинства ведущих государств последовало примеру Англии, принявшей в октябре план, предусматривающий при необходимости вхождение госкапитала в капитал проблемных банков.
- Благодаря этой мере общемировые вливания в капитал банков в последнем квартале 2008 года составили \$460 млрд. против потерь \$70 млрд.
- В результате общий вновь привлечённый капитал в мировой банковский сектор с момента начала кризиса составил \$940 млрд. при потерях капитала в \$1 трлн.
- Таким образом, можно надеяться, что мировая банковская система уже прошла низшую точку кризиса и больше не находится под угрозой коллапса.
- Свой «посильный» вклад в борьбу с кризисом внесли также международные финансовые организации в лице МВФ и Всемирного Банка принявшие новые программы помощи «проблемным» государствам на сотни миллиардов долларов.

- Апогеем борьбы с финансовым кризисом в 2008 году должен был стать проводившийся в середине ноября саммит глав государств G20.
- Однако новым Бреттон-Вудом эта встреча не стала. Не смотря на принятие ряда конкретных мер по борьбе с кризисом, окончательной ясности в то, как выходить из текущей ситуации встреча не принесла.
- Судя по всему у мировой элиты по-прежнему нет чёткого как «перестраивать» финансовую архитектуру мира.
- Что касается действий мировых властей по спасению банков и поддержке экономики в 2008 году, то их можно только приветствовать.
- Однако продолжение таких действий приведёт к резкому росту госдолгов и неконтролируемому печатанью денег ведущими мировыми державами.
- Баланс ФРС уже вырос с \$900 млрд. в августе до \$2 трлн. в декабре 2008.
- Увеличение госдолгов может стать серьёзным дестабилизирующим фактором для мировой финансовой системы в будущем.
- А продолжение печатания денег, особенно выполняющих функции резервных мировых валют, может привести к дестабилизации мировой валютной системы.
- Например, резкое обесценивание доллара также может привести современную мировую финансовую систему (Pax Americana) к коллапсу, против которого сегодня так усиленно борются мировые власти.

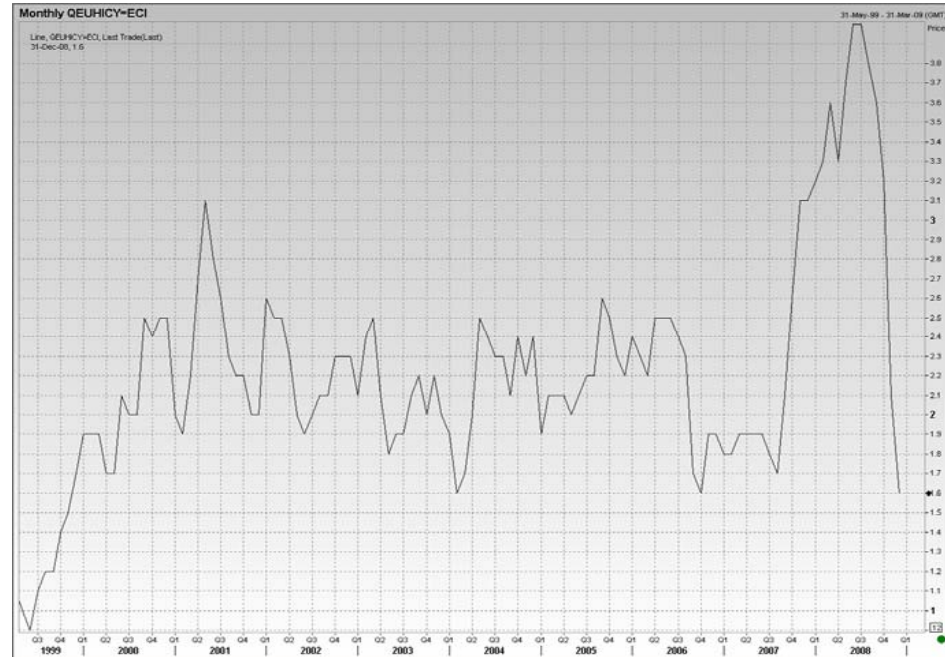
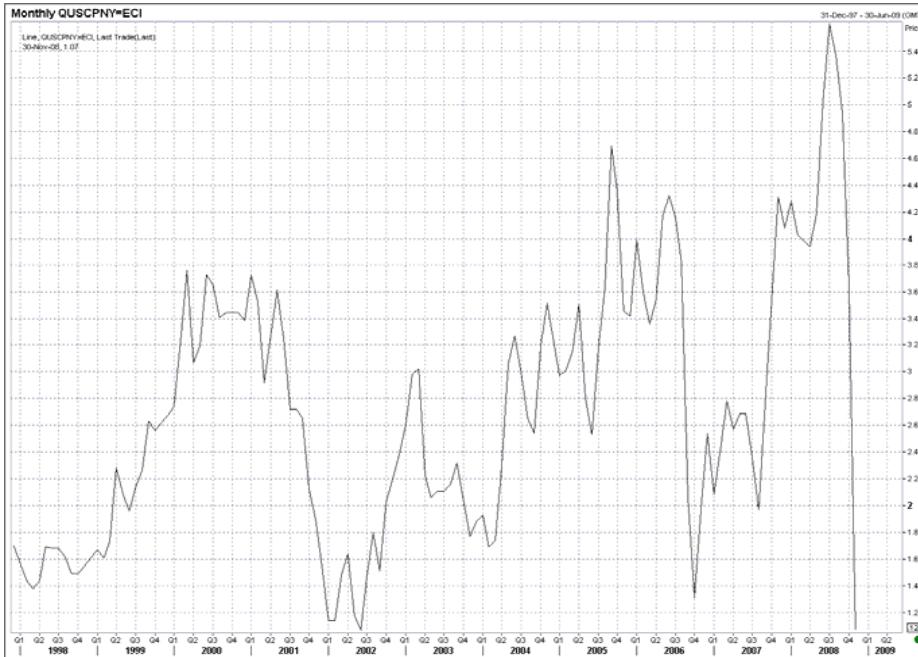
- В 2008 году мировой кризис вышел за пределы финансового сектора и затронул другие сектора мировой экономики.
- В течении года макроэкономические показатели всех мировых экономик указывали на ухудшение делового климата, потребительского доверия, и спада во многих производственных отраслях (автомобильная, сталелитейная и др.).
- Наиболее сильно экономические проблемы затронули развитые страны.
- В Q2 и Q3 2008 квартальное падение ВВП было зафиксировано в Англии, Евроне и Японии, что констатирует вход этих экономик в рецессию по классическому определению.
- В Америки падение ВВП в Q3 2008 составило 0.5%, в годовом исчислении (пока первое падение ВВП в 2008 году).
- Данные по ВВП за Q4 2008 пока отсутствуют, но судя по прогнозам все ведущие экономики покажут в нём отрицательный прирост.
- Уровень безработицы в Америке вырос в 2008 году с 4.4% в январе до 7.2% в декабре - самого высокого показателя за последние 16 лет.
- Уровень безработицы в Евроне вырос в 2008 году менее значительно - с 7% в январе до 7.8% в декабре, выйдя на уровни 2006 года.

- В Америке за 2008 год работу потеряли 2.6 млн. человек – годовой максимум с 1945 года, когда работу потеряли 2.75 млн.
- В США в 2008 году зарегистрировано на 30% больше банкротств по сравнению с 2007 годом.
- Дефицит федерального бюджета США по итогам 2008 финансового года (10/2007-9/2008), составил рекордные \$455 млрд., а в 2009-м финансовом году (с учётом плана Обамы, может перешагнуть за отметку в \$1 трлн.
- По итогам 2008 года продажи новых автомобилей в США упали на 18%, в Европе на 8.5% и на 6.5% в Японии (вернувшись к уровням 70-80-х годов прошлого столетия).
- В тоже время в 2008 году существенно упали уровни инфляции в развитых странах – в Америке с 4.3% до 1.1% (максимум 5.6% в июле) в Еврозоне с 3.2% до 1.6% (максимум 4% в июне и июле).
- Негативное положение ведущих экономик в 2008 году не могло не сказаться и на развивающемся мире.
- В конце года наблюдалось существенное падение темпов роста развивающихся экономик с выходом некоторых из них на отрицательны прирост ВВП.
- Замедление роста экономики и резкое сокращение объёмов промышленного производства к концу года наблюдалось и в в «мировой кузнице» Китае.

Многолетние графики изменения уровня безработицы в Америке и Еврозоне.



Многолетние графики изменения уровня инфляции в Америке и Еврозоне

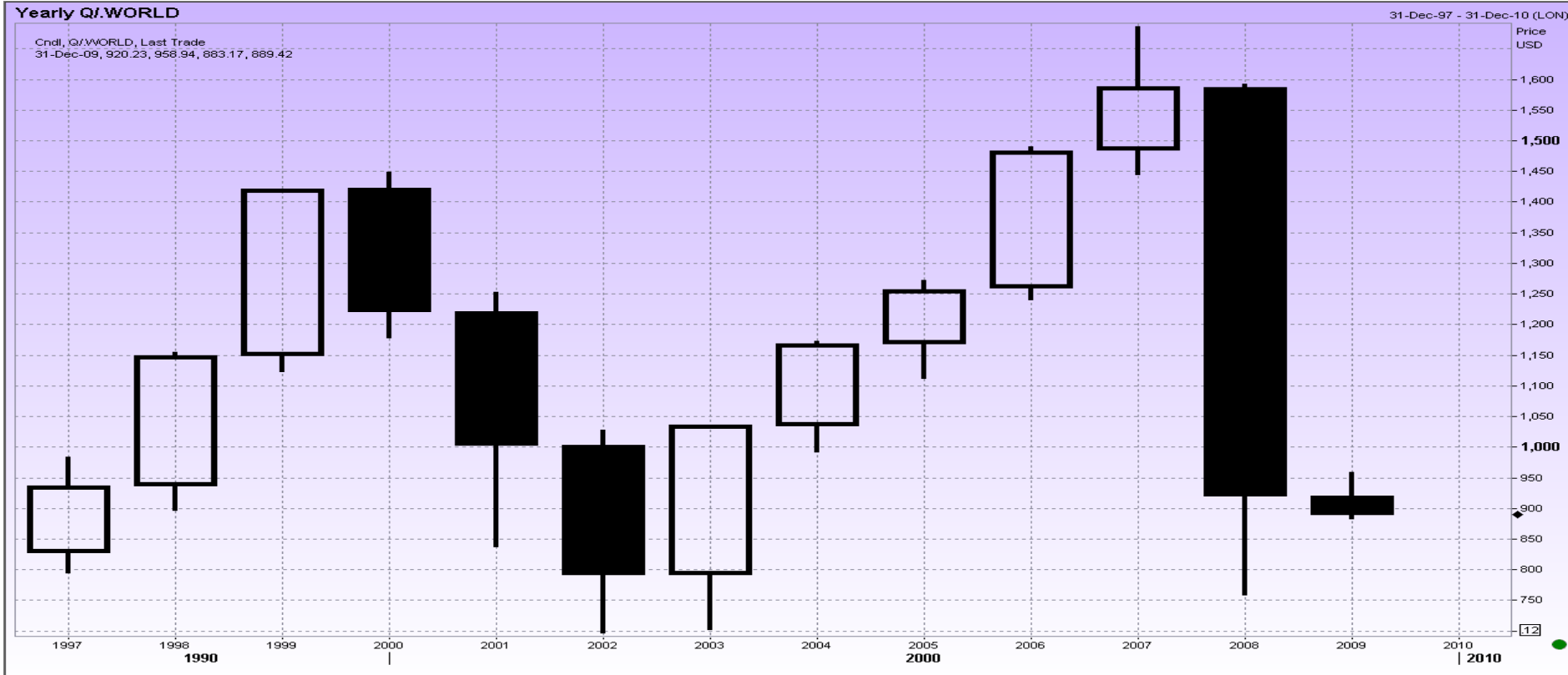


В тоже время и в Америке и Европе продолжился процесс ослабления инфляционного давления. Индекс потребительских цен в США, в октябре резко упал до 3.7% с 4.9% в сентябре. Аналогичный индекс в еврозоне снизился в октябре до 3,2% против 3.6% в сентября, а согласно предварительным данным в ноябре индекс может рухнуть до уровня 2.1% .

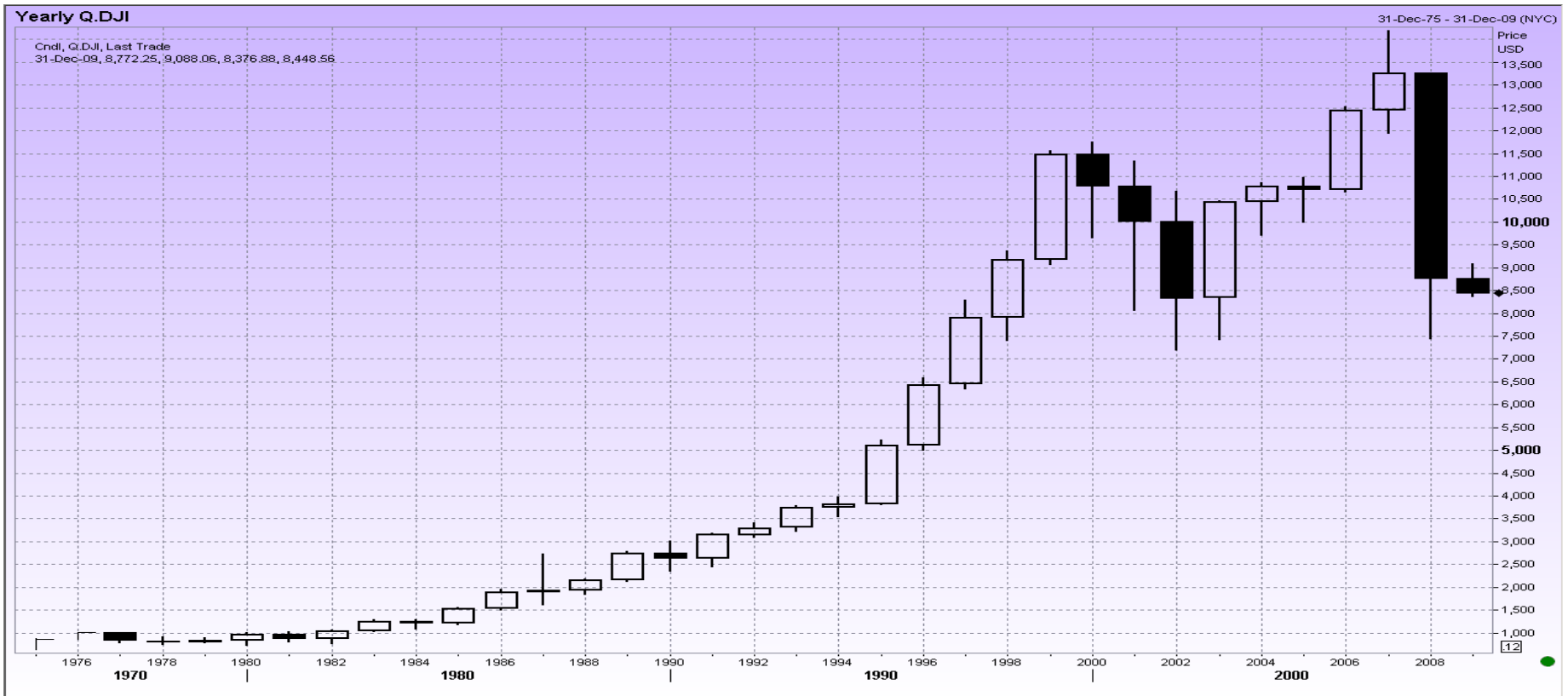
- Прошедший 2008 год, без сомнения, войдёт в историю как один из наихудших годов в истории мирового рынка акций.
- Падение рассчитываемого Morgan Stanley индекс мирового рынка акций MSCI World за год составило более, чем 42%. Это наибольшее годовое падение индекса за всю историю его расчета с 1997 года.
- Потери в капитализации мирового рынка акций превысили в 2008 году \$20 трлн., побив предыдущий рекорд потерь рынком \$13 трлн., на разрыве «пузыря» акций высоких технологий в 2000-2002 году.
- О том на сколько превалировал в 2008 году негативный “sentiment” говорит и тот факт, что MSCI World закрыл с понижением 9 из 12 месячных сессий.
- Среди огромного многообразия мировых биржевых индексов 2008 год с повышением смогли закрыть лишь два из них – Ганы и Туниса (без комментариев).
- Лидером падения в 2008 году, по понятным причинам, стал индекс акций исландского рынка OMX Iceland, упавший за год на 94%.
- Среди отслеживаемых нами мировых индексов наибольшее падение в 2008 году показали украинский PFTS, китайский SSEС и российский RTS на 74.4%, 72.4% и 65.4% соответственно.

- Среди ведущих индексов развитого рынка в 2008 году пальму первенства по падению разделили французский CAC и японский N225, упавшие на 42.7% и 42.1% соответственно.
- Для самого известного мирового фондового индекса DJI падение в 2008 году на 34% совпало с падением индекса в 1930 году, во время Великой Депрессии, уступив лишь 52% падению 1931 года.
- Годовое падение индекса американского широкого рынка акций S&P 500 составило 38.5%, что является вторым «антирекордом» индекса после падения на 47.1% в 1931 году.
- Рассчитываемый Morgan Stanley индекс развивающегося рынка акций MSCI EM упал за 2008 год на 54.5%, что также является его максимальным годовым падением за всю историю расчета индекса.
- Более мощное падение в 2008 году развивающихся рынков по отношению к развитым ещё раз подтвердило их большую рискованность и полностью опровергла популярную в первой половине 2008 года теорию «decoupling».
- Не смотря на то, что первую половину года индексы развивающегося рынка действительно показали более позитивную динамику, они «с лихвой» отыграли её на негативе второй половины 2008 года.

Биржевой индекс	2003 год	2004 год	2005 год	2006 год	2007 год	2008 год	Доходность за 2003-2007	Доходность за 2003-2008
DJI (США)	25%	3%	-1%	16%	6.4%	-33.8%	59%	5%
S&P 500 (США)	26%	9%	3%	14%	3.5%	-38.5%	67%	3%
Nasdaq Comp.(США)	50%	9%	1%	10%	9.8%	-40.5%	99%	18%
GDAX (Германия)	37%	7%	27%	22%	22.3%	-40.4%	179%	66%
N225(Япония)	24%	8%	40%	7%	-11.1%	-42.1%	78%	3%
FTSE (Англия)	14%	8%	17%	11%	2.3%	-31.0%	62%	11%
CAC (Франция)	16%	7%	23%	18%	1.3%	-42.7%	83%	5%
RTS (Россия)	58%	7%	86%	71%	19.2%	-72.4%	538%	76%
SSEC (Китай)	10%	-15%	-8%	130%	96.7%	-65.4%	287%	34%
SENSEX (Индия)	73%	13%	42%	47%	47.1%	-52.4%	501%	186%
Ibovespa (Бразилия)	97%	18%	28%	33%	43.6%	-41.2%	467%	233%
PFTS (Украина)	49%	201%	37%	41%	135.3%	-74.4%	1946%	425%
KASE (Казахстан)	1%	50%	204%	274%	7.4%	-62.1%	1754%	602%
MSCI WD	31%	13%	8%	18%	7.1%	-42.1%	101%	16%
MSCI EF	52%	22%	30%	29%	36.5%	-54.5%	327%	115%



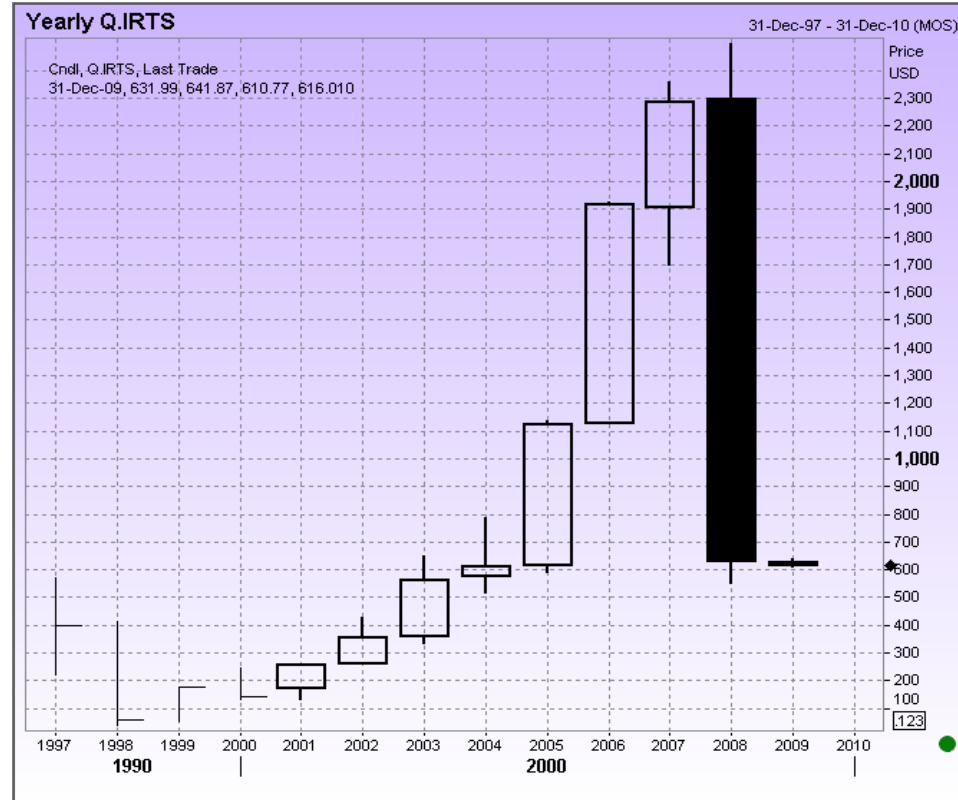
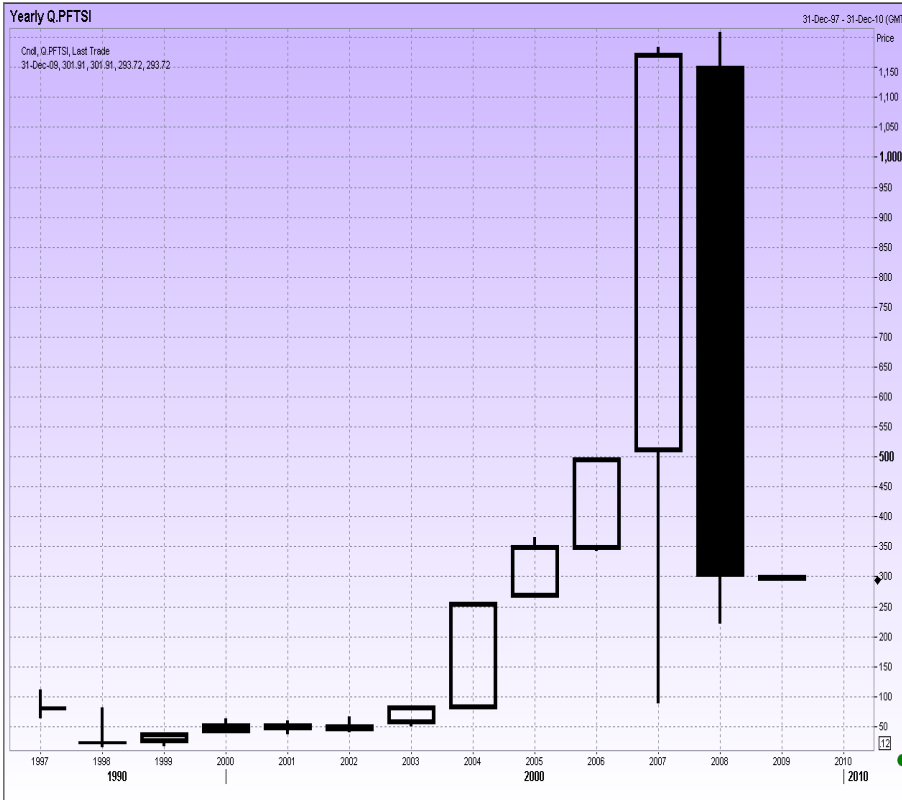
Рассчитываемый банком Morgan Stanley индекс мирового рынка акций MSCI World упал в 2008 году на 42%, что является максимальным годовым падением индекса за всю историю его расчета. В ноябре цены вплотную подходили к глобальному минимуму индекса, установленного в 2002 году (индекс рассчитывается с 1997 года).



Американский индекс голубых фишек DJI потерял в 2008 году почти 34% своего веса, что является вторым по величине годовым падением в более, чем вековой истории индекса. В ноябре месяце котировки индекса вплотную доходили до уровня предыдущего глобального минимума 2002 года.



Одну из наихудших динамик среди индексов развитых рынков в 2008 году показал японский N225. Индекс потерял за год более 42% своего веса и обновил предыдущий глобальный минимум 2003 года, достигнутый на падении цен 90-х годов прошлого века.

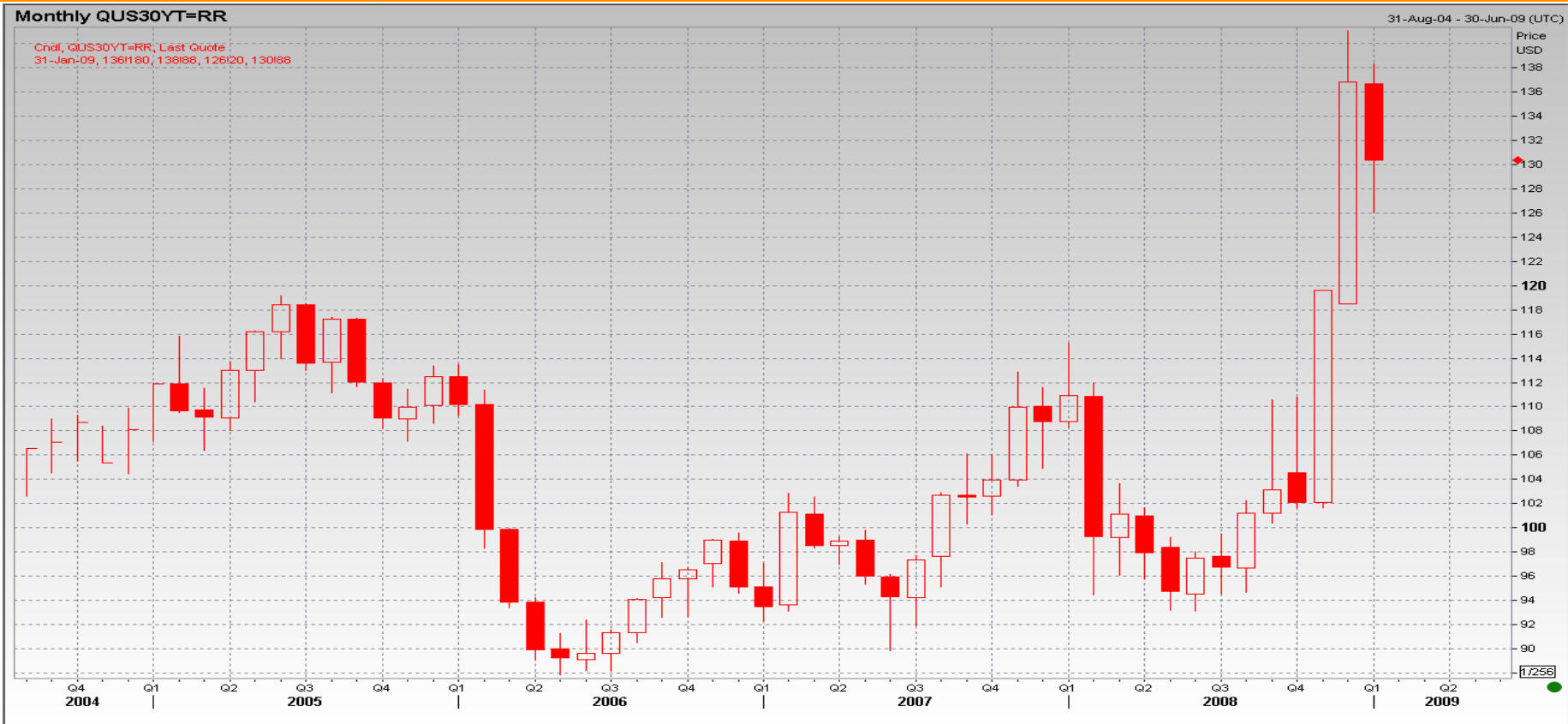


Среди лидеров падения индексов развивающихся рынков в 2008 году оказались украинский PFTSI и российский RTS. Первый ввиду политических и экономических проблем в стране, а второй во многом из-за оттока средств иностранных инвесторов после «дела Мечела» и российско-грузинского конфликта.

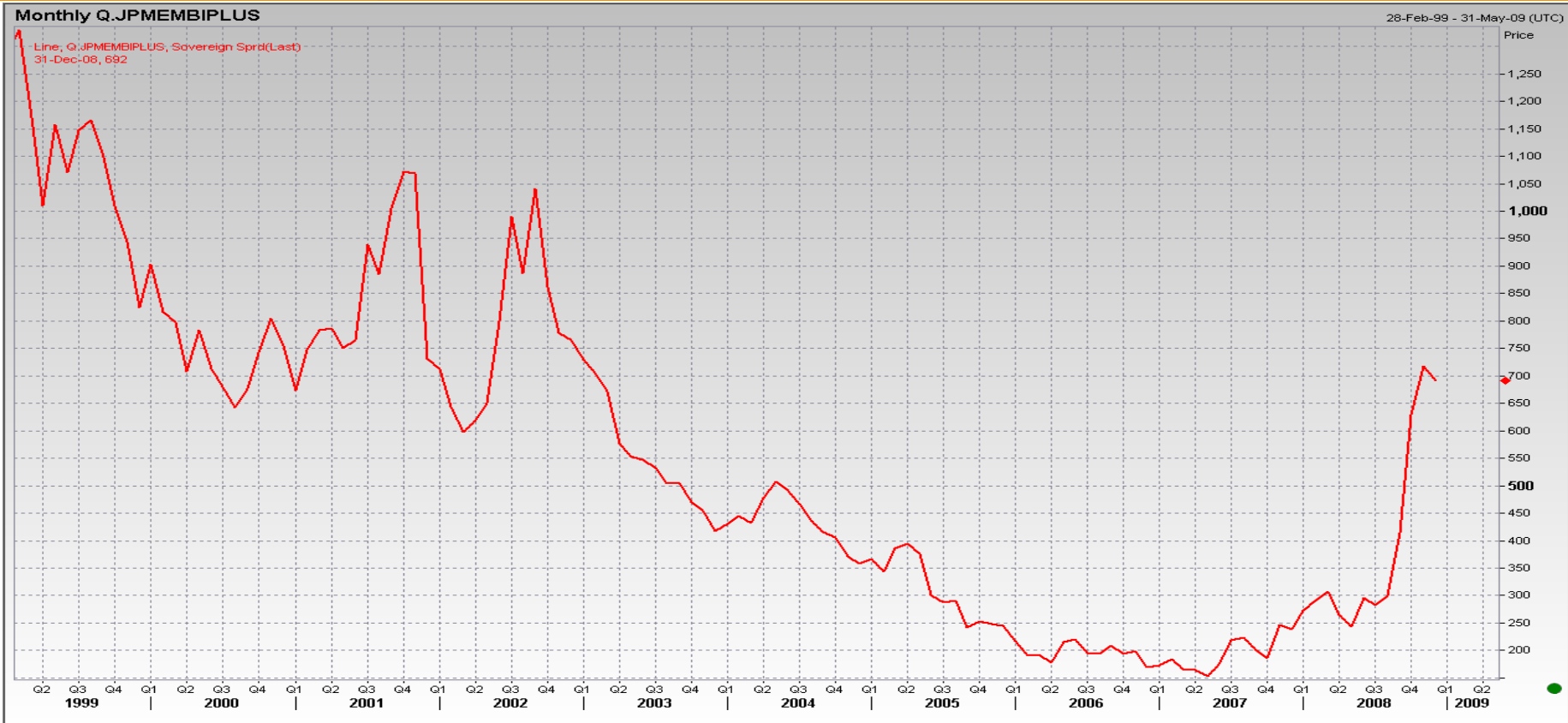
- Итак, итогом 2008 года стало мощное падение цен и формирование крайне негативного 'sentiment' на всём мировом рынке акций.
- В тоже время, это падение цен привело отношения P/E для большинства мировых фондовых индексов на новые многолетние минимумы. Согласно данным компании J.P.Morgan, в Америке и Японии оно достигло 10, в Европе 7.5. Для российского рынка оно сейчас находится вблизи 3.5.
- Хотя цены на большинстве национальных рынков сейчас находятся на крайне низких уровнях, ожидать, что на рынке начнётся стабильный рост цен до выхода мировой системы из финансового кризиса, не следует.
- Но, если мировая финансовая система под давлением текущего кризиса не рухнет и не будет критически пересмотрена, за этим падением, как и за всеми предыдущими, непременно последует рост цен.
- Главное к тому моменту обладать свободными денежными средствами, которые можно будет направить на этот рынок.
- Для более рискованных инвесторов, мы можем предложить частично входить в рынок уже на текущих уровнях (постепенно увеличивая позицию на падении цен).
- Менее агрессивным инвесторам можно предложить дождаться сигналов существенного улучшения финансово-экономической ситуации в мире (по оптимистическому сценарию 2-я половина 2009 года).

- Закончившийся 2008 год нанёс серьёзный удар и по мировому рынку облигаций, который пришёлся на осенние месяцы года.
- Вплоть до сентября 2008 рынок облигаций оставался относительно спокойным «островком стабильности» в море бушующего финансового кризиса.
- Однако очередной виток усиления кризиса (Lehman Brothers, мировой банковский margin call) вызвал массовые продажи облигаций в сентябре и октябре 2008 года, коснувшиеся в основном развивающегося рынка и корпоративного сектора.
- Эти продажи привели к резкому падению цен на соответствующие облигации и росту их доходности и спреда.
- Так падение в цене индекса гособлигаций развивающихся стран EMBI+ в сентябре-октябре составило порядка 20% (рост спреда до 8%). Для индекса корпоративных долгов развивающихся стран CEMBI это падение составило более 30% (рост спреда до 11%).
- Ситуация по отдельным странам, в том числе России, Казахстана и Украины выглядела ещё хуже (рост спреда по RUBI до 16.5%).
- За два указанных месяца доходность по многим корпоративным облигациям развивающихся стран удвоилась и даже утроилась (30% против 10% и 50% против 17%).

- При этом существенно ухудшилась и ликвидность многих бумаг. Спрэд между ценой спроса и предложения увеличился в несколько раз, и для мало ликвидных бумаг расширился в октябре до 20%.
- На тот же период пришёлся резкий рост цен и падение доходности гособлигаций высокоразвитых стран, которые рынок рассматривал как "safe haven".
- 10- летние treasuries поставили в октябре 50-летний минимум доходности, опустившейся ниже 3%.
- Рост цен по 30-летним бумагам только за октябрь составил 17%.
- Доходность по длинным немецким бундам также установила новые многолетние минимумы.
- Хотя в ноябре и декабре ситуация на развивающемся рынке несколько улучшилась и доходности упали на 5%-10%, достигнутые уровни по-прежнему не дают возможности многим компаниям рефинансировать свои долги на рынке (стоимость рефинансирования 15%-40%).
- Если ситуация в ближайшие месяцы не улучшится это грозит массовыми дефолтами и банкротствами таких компаний.
- Согласно расчетов экспертов агентства Moody's, в наступившем году каждой десятой компании в мире не хватит средств для погашения своих долговых обязательств.



Не смотря на то, что Америка является самой пострадавшей страной от мирового финансового кризиса, её госдолги по-прежнему рассматриваются рынком, как "safe haven". В моменты обострения кризиса туда по-прежнему перетекают деньги с других финансовых рынков.



Хотя спрэд доходности индекса госдолгов развивающихся стран к американским treasuries сейчас существенно ниже уровня 1997 вероятности государственных дефолтов сегодня очень высоки. В 2008 году о техническом дефолте уже заявили Сейшельские острова и Эквадор.

- В 2008 году мировой финансовый кризис вызвал существенный рост давления на курсы конвертаций валют развивающихся стран, на фоне оттока инвесторов с развивающихся финансовых рынков.
- Наибольшие потери в 2008 году (не считая зимбабвийского доллара), по понятным причинам, понёсла исландская крона.
- Исландская крона подешевела за год к доллару на 92%, а с октября 2008 перестала быть свободно-конвертируемой валютой.
- Следующей наиболее пострадавшей в 2008 году валютой стала украинская гривна, подешевевшая к доллару более, чем на 50% .
- Большие потери в конце года понёс и российский рубль, ввиду систематического расширения Центробанком коридора к корзине доллар-евро.
- По результатам года падение рубля к доллару составило почти 24%, при этом ЗВР ЦБ упали за год на 5.8% до 450 млрд. (а с максимума \$598 млрд. в августе 2008 года на 28%).

- Но главной «интригой» прошедшего года стал мощный рост доллара к основным своим конкурентам в августе – октябре 2008, совпавший с новой волной обострения мирового финансового кризиса.
- Напомним, что Америка явилась источником текущего кризиса и страной наиболее от него пострадавшей в финансовом отношении.
- Тем не менее, рост доллара в августе-октябре к евро, фунту и швейцарскому франку составил от 22% до 27% (по результатам года от 5% до 26%).
- Это иллюстрирует парадоксы современной мировой валютной системы, где направление движения цен определяется не «фундаментом» валют, а спекулятивными атаками.
- В тоже время доллар показал в 2008 году существенное падение к японской валюте – почти на 19%.
- Это мы объясняем тем, что в последнее время рынок доллар/иена явно играет роль ведомого рынка по отношению к рынкам евро/доллар и евро/иена.
- Что же касается рынка евро/иена, то на нём в 2008 году организовался мощнейший тренд на рост иены, пришедший на смену многолетнему тренду на рост евро.
- В результате иена выросла к евро за год на 23% (и на 32% от минимума до максимума 2008 года).

График движения исландской кроны к доллару. Годовые бары.

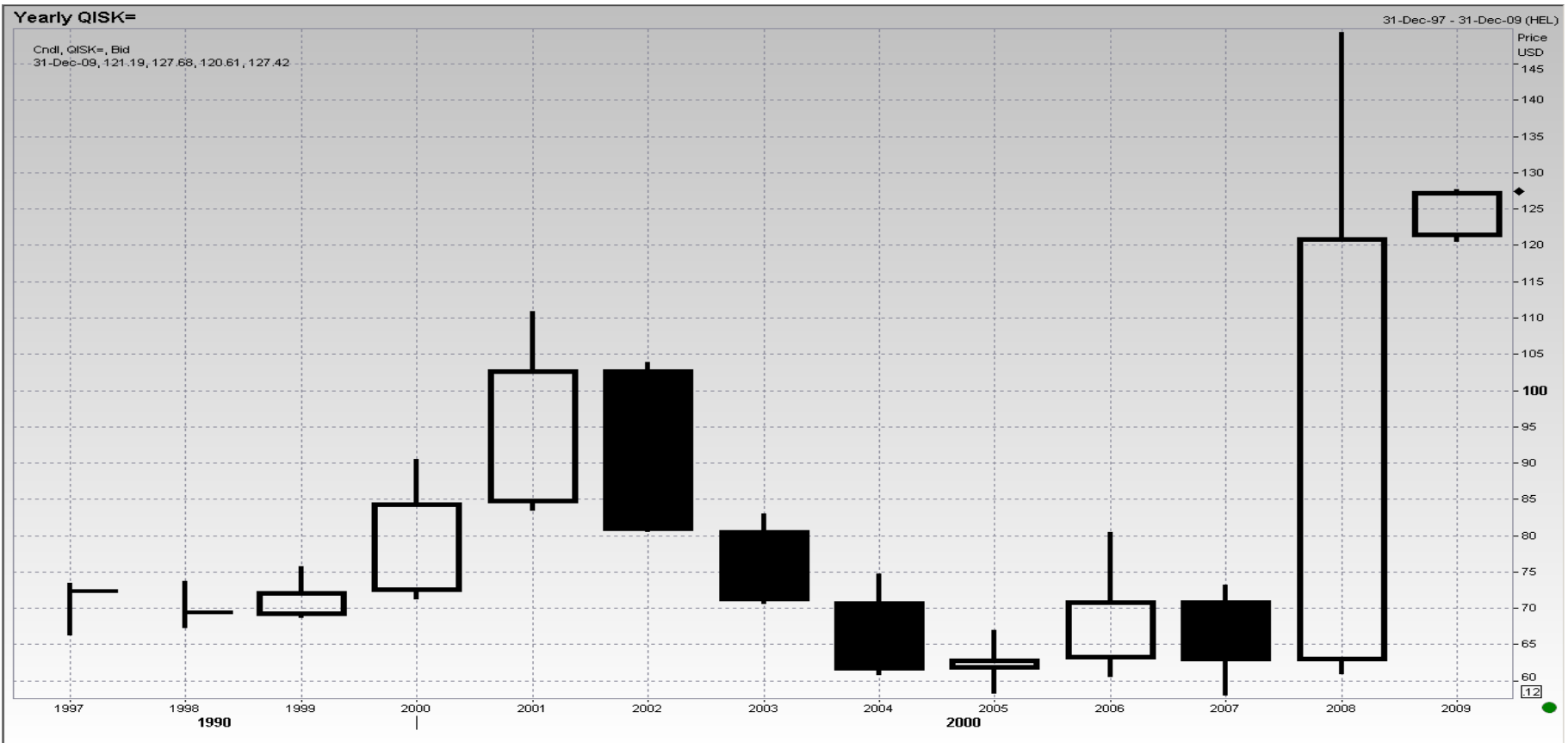


График движения украинской гривны к доллару. Годовые бары.

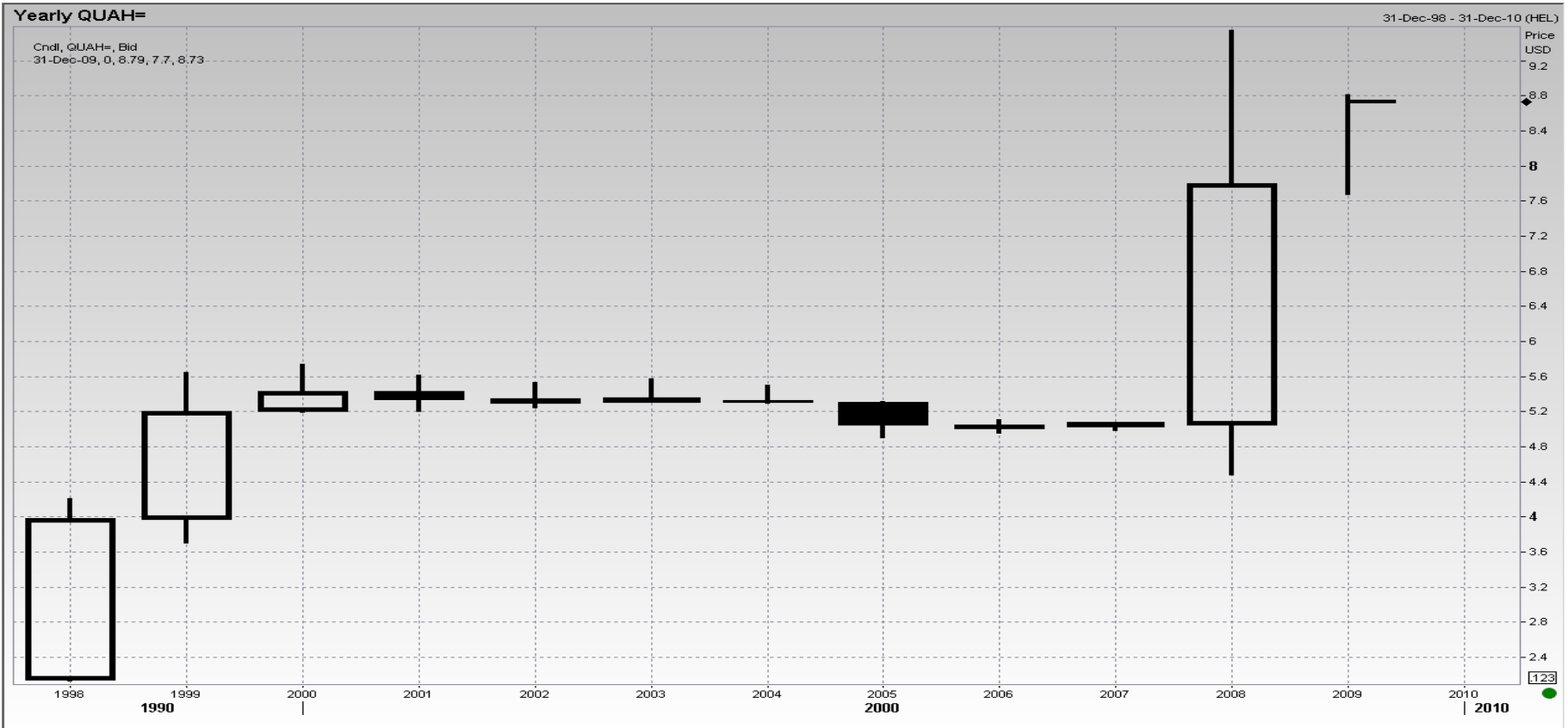


График движения зимбабвийского доллара. Годовые бары.

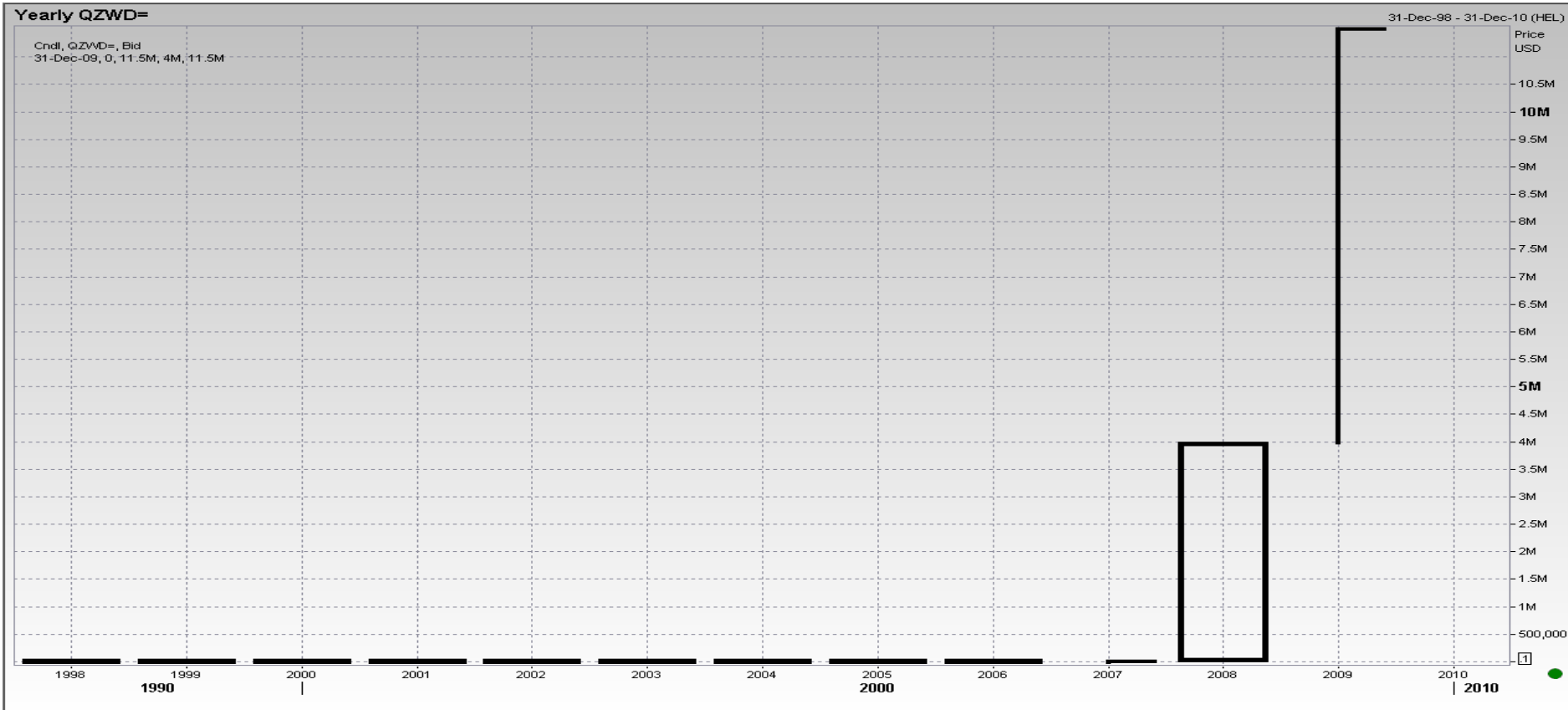


График движения долларового индекса. Месячные бары.



График движения евро к доллару. Месячные бары.



График движения фунта к доллару. Месячные бары.



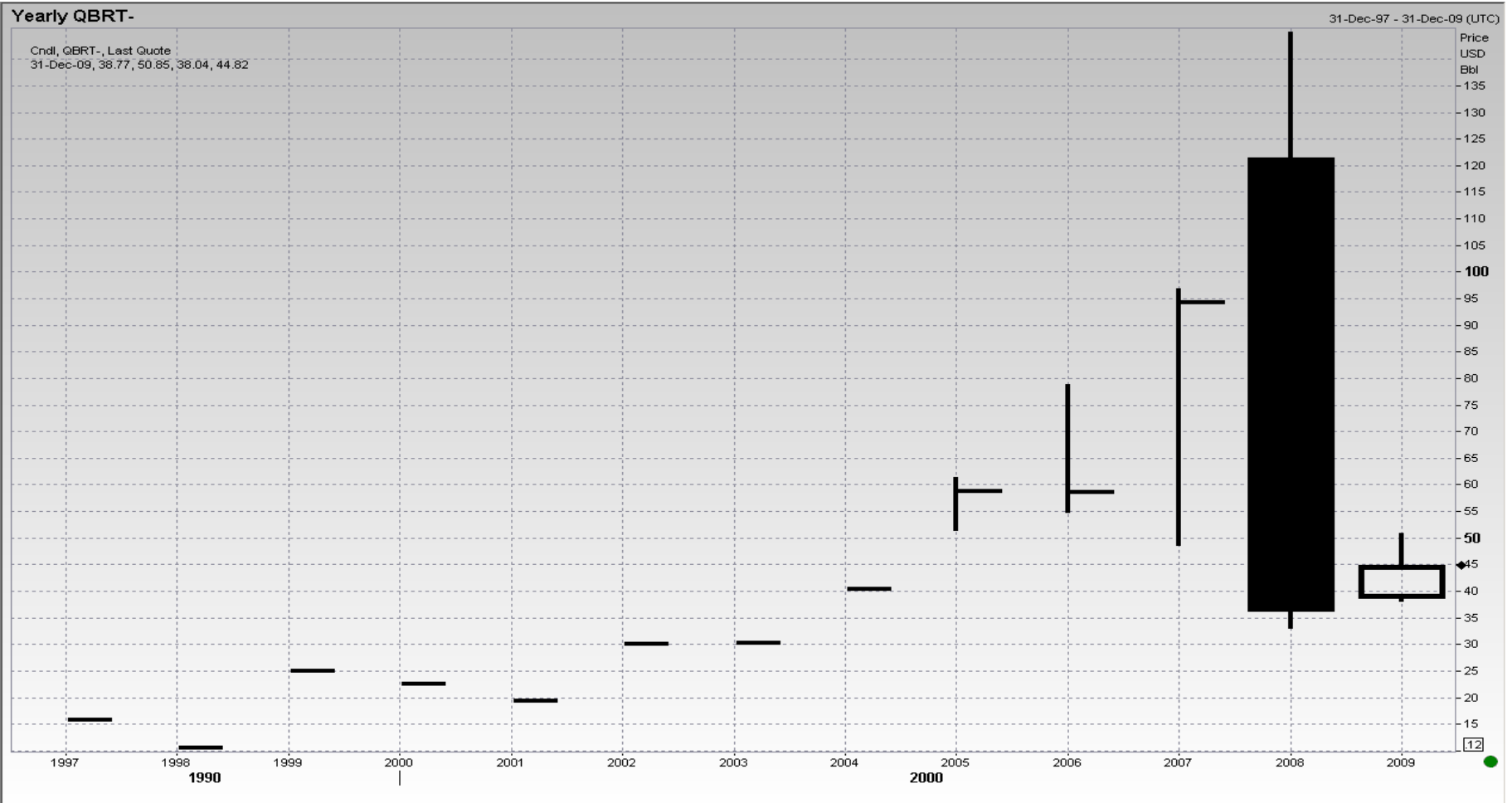
График движения иены к доллару. Месячные бары.

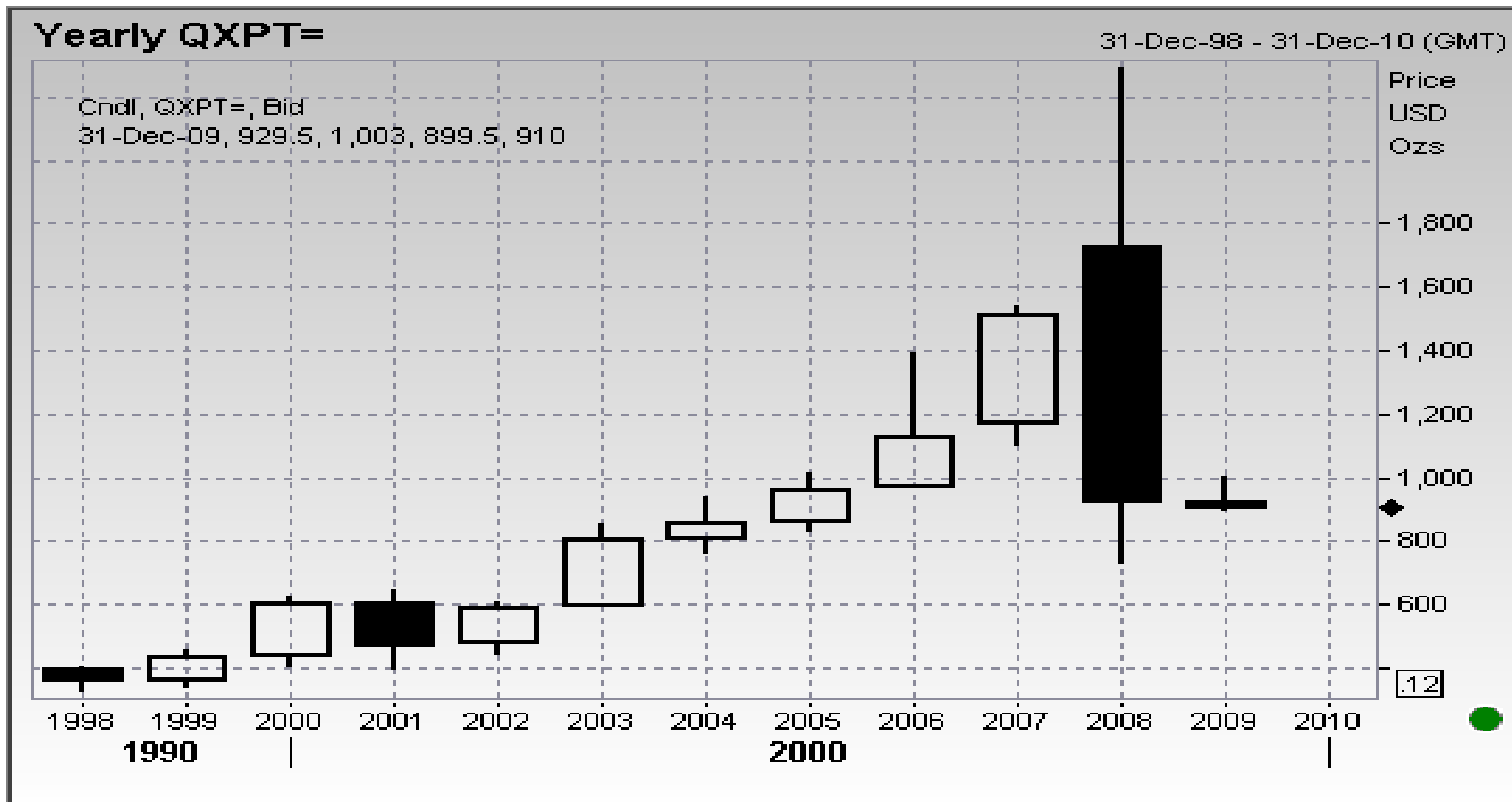


График движения иены к евро. Месячные бары.



- Закончившийся 2008 год стал годом мощного падения цен и на товарных рынках, в том числе на рынках металлов и энергоресурсов.
- При этом ещё в середине 2008 многие из указанных активов установили свои новые многолетние максимумы.
- Фактически 2008 год стал годом разрыва многочисленных «пузырей», сформировавшихся в последние годы на многих товарных рынках.
- Лидером падения цен на commodities в 2008 году стала нефть, цены на которую упали за год более, чем на 63% и на 75% от достигнутого в июле максимума.
- Падали также цены на большинство металлов, включая драгоценные и редкоземельные металлы.
- Годовые потери в цене свинца составили 61% никеля 58%, цинка 53%, палладия 50% (69% от максимума) платины 47% (60% от максимума) серебра 22% (49% от максимума).
- Золото по итогам года смогло показать некоторый рост – порядка 5%, но падение этого металла с уровней максимума составило 15%.





Yearly QXPD=

31-Dec-98 - 31-Dec-10 (GMT)

