

Обзор за период 22 -29 октября 2018.

## Мировые тренды

### Одной строкой

Торговые войны начали перетекать в финансовые.

### Общая картина

Акции и облигации перестали падать синхронно. Началось бегство капиталов в защитные активы вроде доллара и облигаций. Товарные рынки снижались намного слабее акций. Реальная экономика пока не показывает признаков останова роста.

## Сектора

### Акции

Коррекция продолжилась.



Каких-то конкретных новых причин на неделе не было. Это проявление долгосрочных и среднесрочных тенденций: торговые войны, ужесточения монетарных политик во всем мире, проблемы в Евросоюзе в виде брексита (жесткого сценария видимо избежать не получится) и планов нарушить фин. дисциплину Италией.

По технике расстояние от максимумов до 200 дневной средней уже почти сравнялось с длиной нырка вниз от скользящей. Другими словами, технический импульс уже почти исчерпал себя. А тут аккурат на подходе годовые минимумы на уровнях около 2600. пробитие которых будет означать, что проблемы надолго. Но будем надеяться, что до этого не дойдет.

По этому поводу в СМИ уже промелькнуло несколько зарисовок на тему, насколько символично, что первоначальной порыв от американской налоговой реформы Д. Трампа в начале года полностью выдохся. И теперь экономика вернулась на исходные позиции, откуда бежала. Другими словами, шоу Трампа и гипноз от этого шоу окончилось.

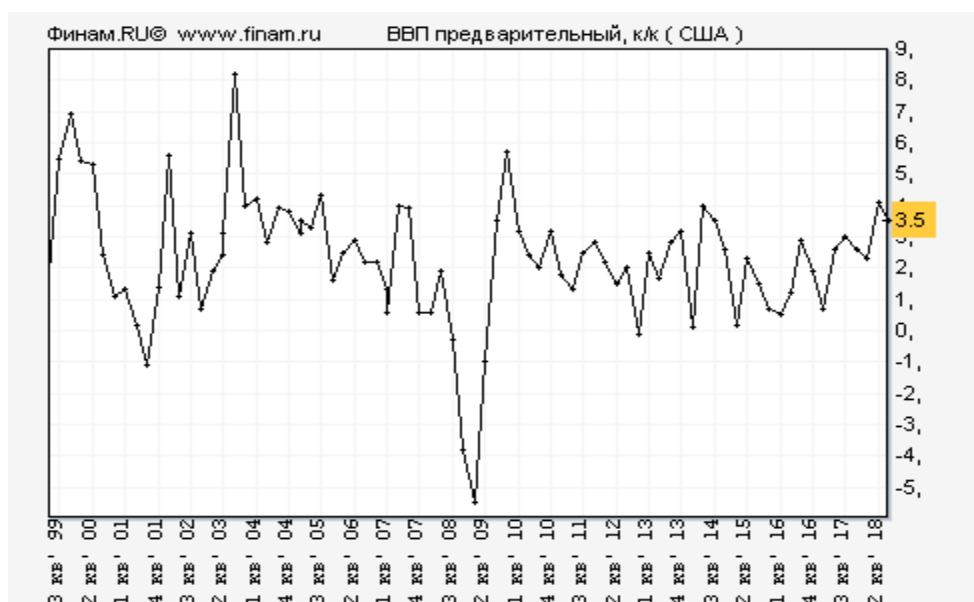
Хотя такую позицию занимают преимущественно издания, связанные демократами, но доля истины в этом есть. Для демократов это очень хорошая позиция перед ноябрьскими выборами в законодательные палаты. В свою очередь республиканцы намекают, что текущая коррекция делась отнюдь не невидимой рукой рынка, а вполне рукой демократов. И делалась

она посредством повышения ставок от ФРС. И именно под выборы. Что также не без доли истины.

Что до рядовых инвесторов, то видя такой раздраз среди политической элиты, они вполне логично расценили это как дополнительный сильный риск для вложений, что стало на текущий момент одним из главных факторов, обуславливающих коррекцию. Последнее почему-то не замечается аналитиками.

Хотя падение фондовых площадок идет с начала октября, но приблизительно в середине, когда пошло тестирование 200 дневной средней, характер движения принципиально поменялся. Ранее падали и облигации и акции одновременно, что обрушивало суммарную капитализацию, то затем облигации стали расти, принимая в себя бегущие капиталы из акций. Если ранее главным было уничтожение денег, то затем на первое место вышел перелив между секторами. А это уже не так страшно.

Макроэкономика также не показывает ничего плохого. Вышедший в пятницу американский ВВП +3,5% сразу на две десятых обошел и без того очень высокие ожидания.

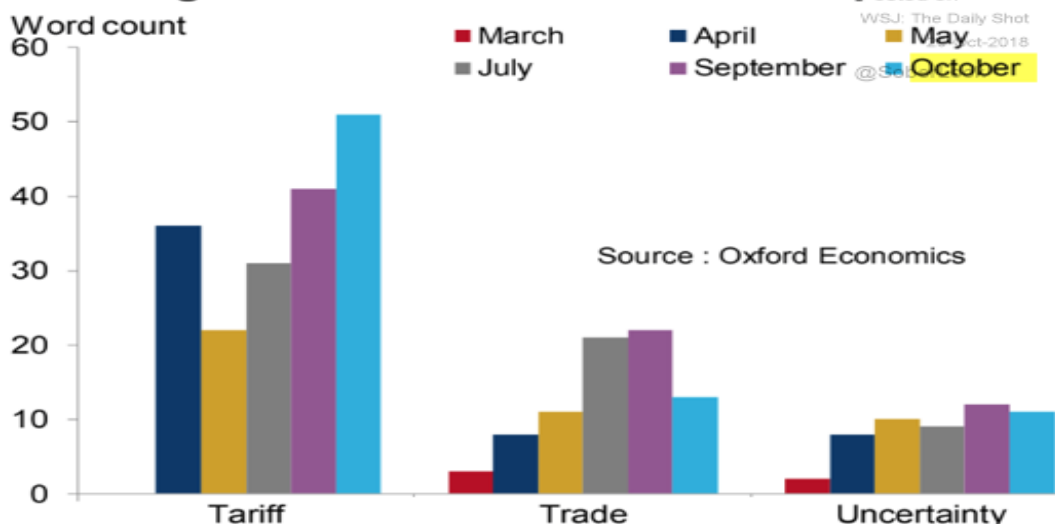


Столь хорошие два квартала не встречались в США более 14 лет. Хотя это в первую очередь обусловлено налоговой реформой и массовым притоком капиталов в США, но результат все равно великолепный.

Было очень много опасений, что эти результаты не продержатся долго, поскольку они базируются на одномоментном факторе. Но оценки влияния налоговой реформы оцениваются как минимум на пять лет, а некоторые говорят даже о четверти века. Это не горизонт пары кварталов. Кроме того, самые свежие корпоративные отчеты не показывают падение показателей. Больше половины компаний превышают прогнозы и по прибылям и по оборотам. Поэтому попытки связать текущее снижение в результатами отчетов как минимум некорректны.

Вышедшая на неделе бежевая книга ФРС в целом также рисует благостную картину. Экономика растет, безработица низка, и даже цены недалеко от целевых уровней. Есть только опасения по поводу будущего. Вот график подсчета слов, связанных с текущими рисками.

## US: Beige Book shows trade is still top of mind



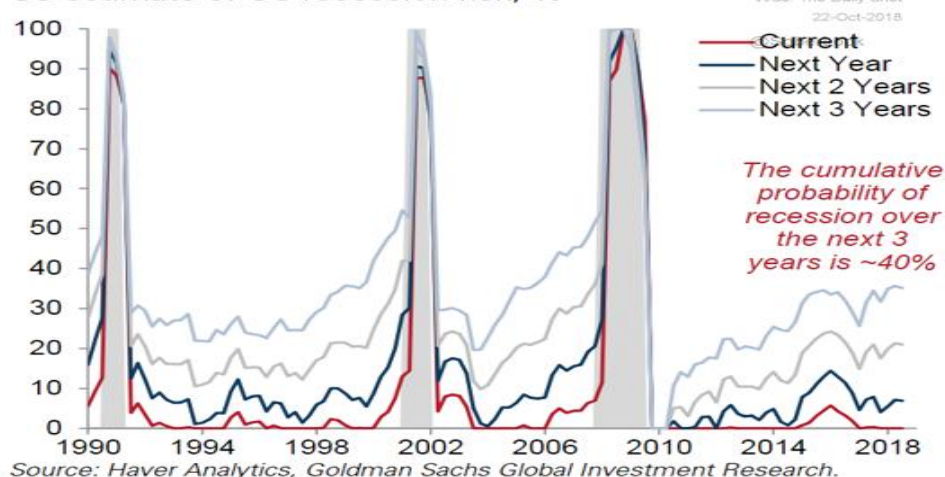
Согласно отчету цены продолжали рост повсеместно, но умеренными темпами. Производители сообщили о необходимости повышения цен на готовые изделия по мере необходимости, поскольку издержки на сырье, такие как металлы, выросли из-за тарифов. Цены на строительные контракты увеличились, чтобы покрыть рост затрат на рабочую силу и материалы. В нескольких округах было указано, что фирмы сталкиваются с растущими затратами на материалы и ценами на транспортировку, неопределенностью в отношении условий торговли и/или трудностями в поиске квалифицированных рабочих. Розничные сети и оптовые торговцы в некоторых районах повысили цены на продажу из-за повышения расходов на транспорт. Также отмечается рост цен на топливо. Вот собственно и все риски для американской экономики.

Проблемы такого рода не могут быть основанием для обвала.

Подобную точку зрения высказывают и инвестбанки. В последних обзорах Goldman и Morgan привели свои эконометрические модели, которые показывают низкую вероятность наступления рецессии в текущем году.

## For now, US recession risk remains relatively low ...

GS estimate of US recession risk, %



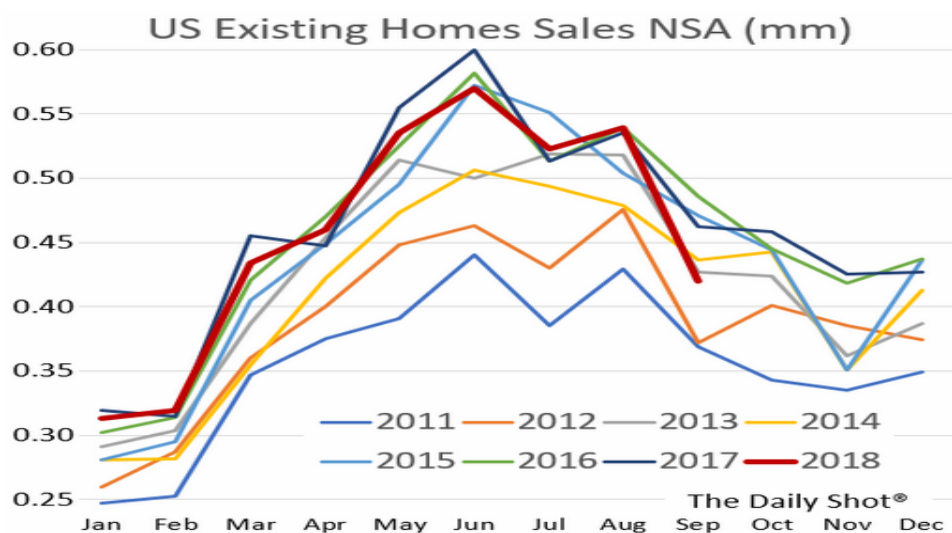


Probabilities of US recession from medium-term indicators

Indicator	1 year	2 year	3 year	4 year
Historical average unconditional probability	17%	32%	46%	57%
Unemployment rate	47%	75%	88%	95%
Unemployment gap	43%	70%	84%	94%
Compensation growth	37%	61%	75%	84%
Prime-age male labor force participation	61%	87%	94%	98%
Margin drawdown from 5-year peak	44%	64%	73%	80%
Durables and structures share of GDP	32%	52%	68%	81%
Composite probability from medium-term indicators	51%	83%	100%	100%
Composite from near and medium-term indicators	28%	65%	85%	100%

Отметим, что даже по этим моделям вероятность рецессии растет в следующем году. Но до него еще надо дожить.

Из реальных снижений в физических величинах есть только падение продаж новостроек в США из-за роста ипотечных ставок.



И это частично компенсируется оборотами вторичного рынка.

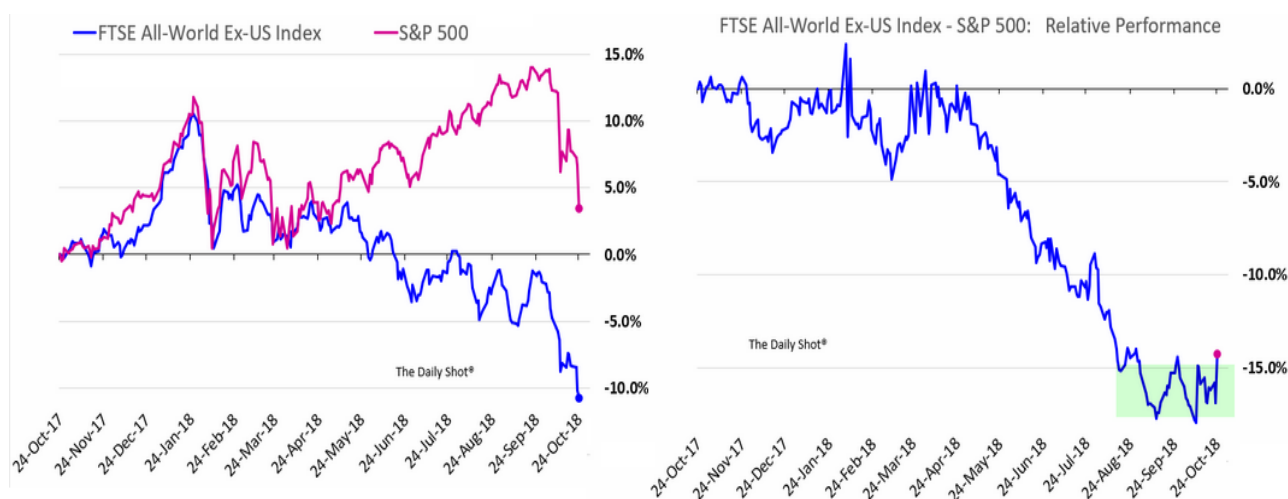
За пределами Америки ситуация по-прежнему хуже. Сильное снижение в Европе из-за ожиданий окончания QE, ситуации с планами увеличить дефицит бюджета в Италии и падения деловых ожиданий в Германии из-за снижения экспорта ввиду торговых войн.

По-прежнему самая плохая ситуация среди крупных экономик в Китае, поскольку именно на эту страну приходится наибольший ущерб от американских пошлин. Власти принимают экстренные меры по стимулированию местного спроса. Широко освещались меры по снижению налогов для населения. Но мало говорилось про снижение требований по получению маржинальному кредитования, что с учетом масштаба падения шанхайского индекса постепенно становится проблемой. Отмечу, что пока острой нехватки ликвидности нет, т.е эта мера сделана с упреждением.

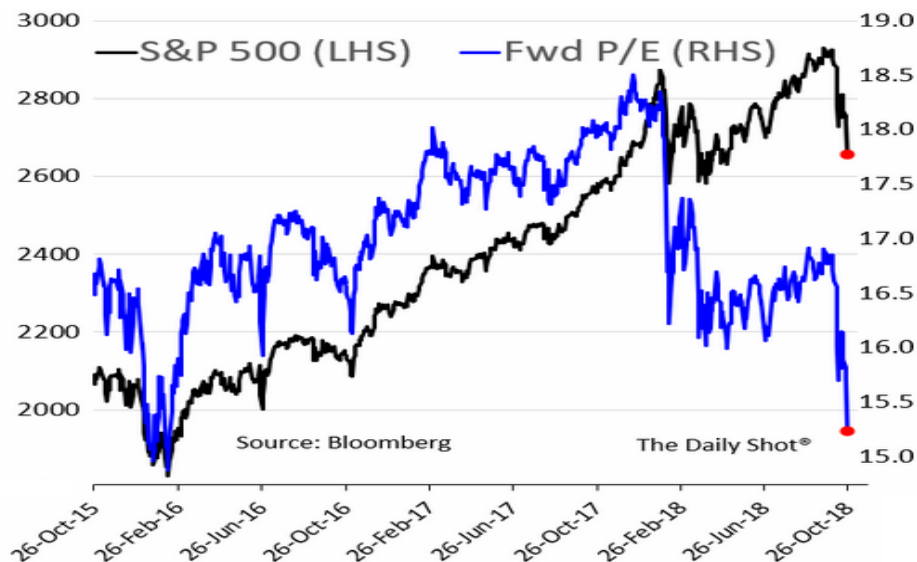
Продолжают падать и развивающиеся страны.



Но отличительной особенностью октября стал перенос эпицентра падения из стран третьего мира в Америку. Аккурат на неделе индикатор фондовых рынков без Америки смог пробить уровень сопротивления квартальной длительности.



Текущее падение плюс продолжающийся рост доходов вернули ключевое отношение P/E на очень низкие уровни. По S&P уже около 15, что сильно ниже средних значений около 20.



С таких уровней не обваливаются. Наоборот, пора бы расти. Да и в сравнении с ценовым графиком S&P есть очень сильное расхождение.

Это еще один признак того, что пока серьезных проблем в мировой экономике нет, а есть лишь тревожные ожидания. Это и набирающие обороты торговые войны, это и продолжающееся ужесточение ставок, и все более дорогие заимствования Америки. И ожидания окончания растущего цикла. В этой связи хотелось бы привести график индикатора умных денег, который беспрецедентно разошелся с динамикой фондовых индексов.



Возможно, кто-то что-то знает. Но текущее состояние экономики не предполагает продолжение коррекции. Если только ее не вызовут искусственно.

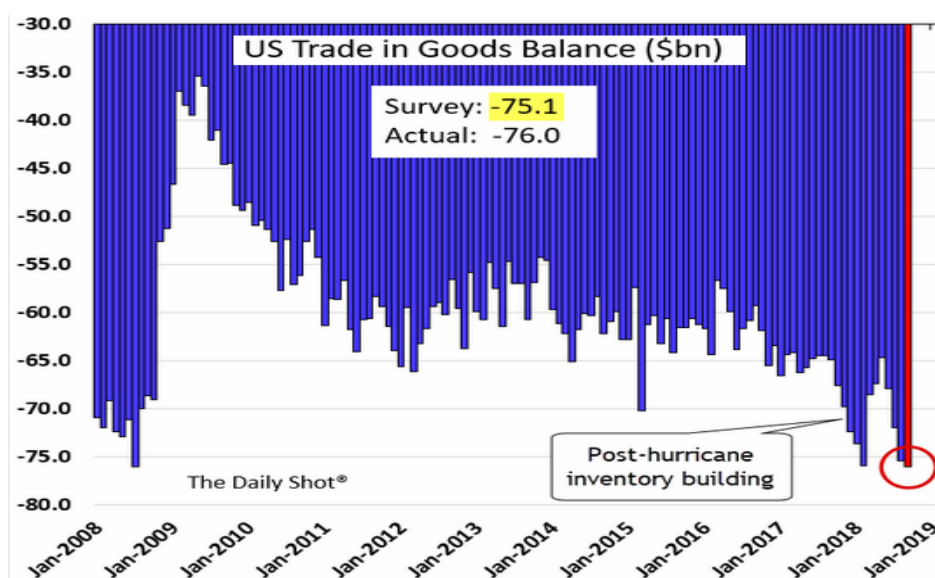
### Валюты

Долларовый индекс сильно укрепился на неделе и уперся в годовой максимум.

SDXY - U.S. Dollar Index - Daily OHLC Chart



Пока график продолжает многомесячные хождения в диапазоне вокруг ключевого 95 уровня. С этой точки зрения наиболее вероятен его возврат к нему. Особенно с точки зрения торгового баланса, который на неделе вернулся к многолетним минимумам.



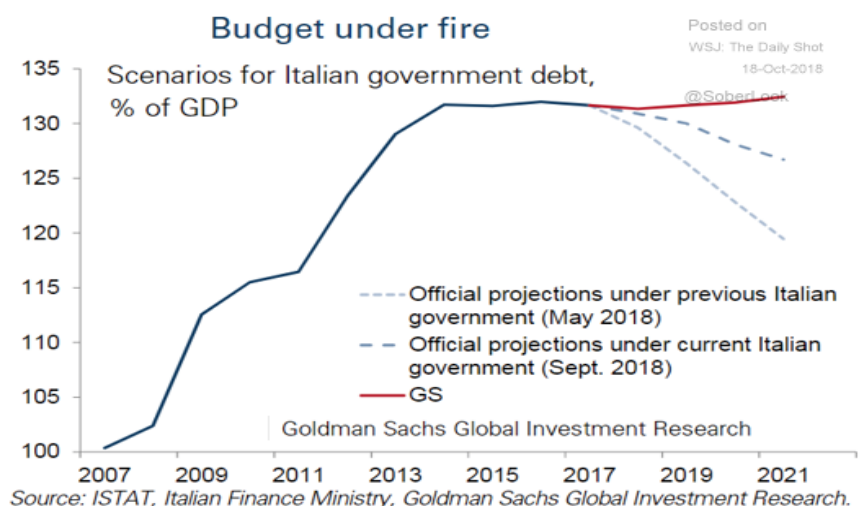
Хотя были и чисто внутренние причины для роста долларového индекса на неделе, но не меньшую роль играет слабость его главных конкурентов - евро и иены. Особенно евро.

Итальянская тема постепенно становится главной в мировых финансах. После победы популистской партии пяти звезд, ею был принят популистский план по расширению расходов. Это привело к росту дефицита бюджета вместо +1,9% до +2,4%.

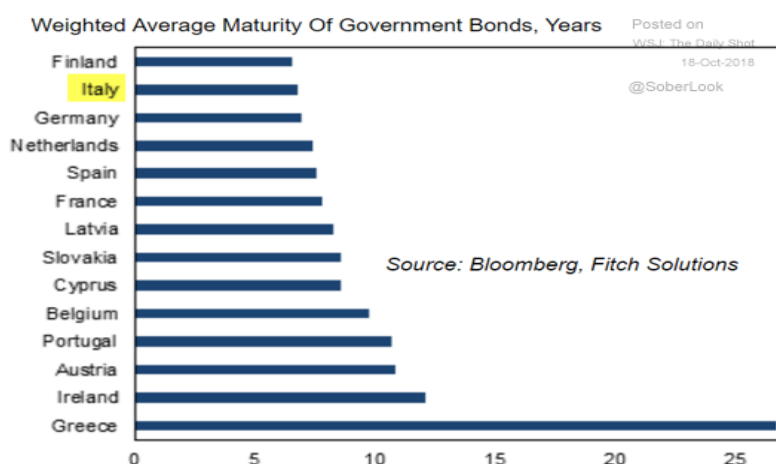
Само увеличение не столь велико, до и формально разрешенный дефицит в Евросоюзе составляет +3,0%. И это при том, что постоянно те или иные страны нарушают его. Но ввиду грядущего брексита ожидается дыра в бюджете Евросоюза. Да и долги, наделанные после 2008 года давно пора разгрести. Из-за чего Евросоюзом были приняты долгосрочные программы по затягиванию ремней. Так для Италии предполагалось +1,9% на 2019 год что скорее всего могло продлиться и на следующие годы с целью снижения общего уровня долга. Поэтому это незначительное повышение де факто означает бунт против брюссельской бюрократии. Скорее всего не без участия Америки. Пока идут словесные дебаты с туманными перспективами, но проблема очень серьезна. Ведь у Италии самые плохие показатели гос. финансов после Греции.

Уже есть и оргвыводы. На неделе Moody's Investors Service понизило рейтинги местных и иностранных валют правительства Италии до Baa3 от Baa2. Прогноз стабильный.

Среди претензий указаны следующие. Намерения правительство увеличить бюджетный дефицит на ближайшие годы, чем предполагалось ранее. По прогнозам агентства коэффициент государственного долга Италии, скорее всего, стабилизируется вблизи нынешних 130% ВВП в ближайшие годы, вместо того, чтобы начинать тренд вниз, как ожидалось ранее.



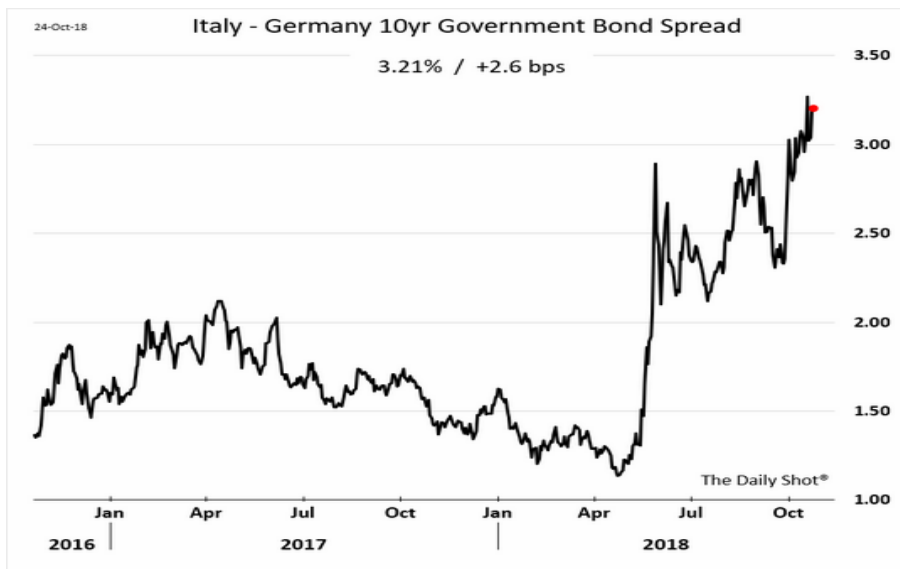
Особенно тревожным выглядит тот факт, что Италия, зная о своих проблемах, даже не удосужилась перевести свой долг на более поздние сроки.



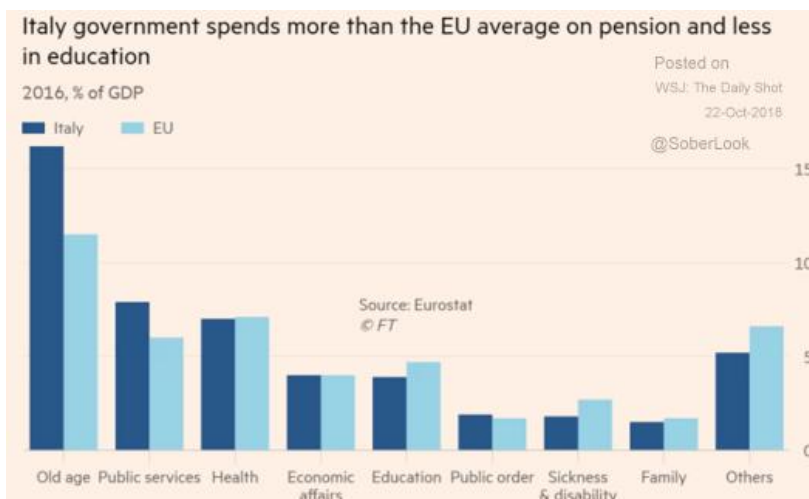
М Драги уже заявил, что у ЕЦБ нет планов поддерживать покупками итальянские долги после окончания европейского QE.

Хотя итальянские доходности в результате последних действий уверенно отрываются от немецких, но пока нет распространения заразы на весь Евросоюз.

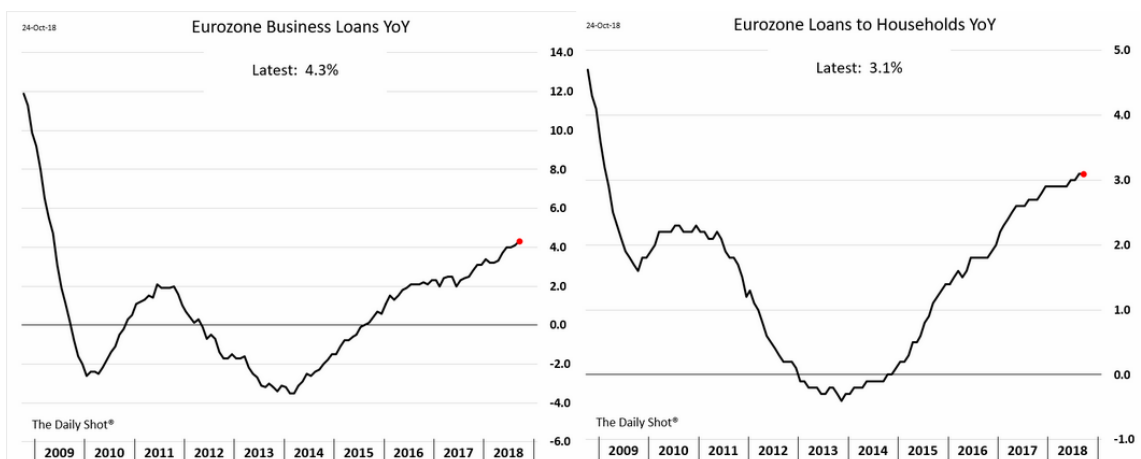




В завершении итальянской темы приведу странную особенность расходов итальянского бюджета, где подозрительно много идет на пенсионное обеспечение. Нет ли здесь коррупционной составляющей и мертвых душ?



На неделе выступал М Драги, который упомянул, что экономические данные были «несколько слабее, чем ожидалось». Что логично привело к новому нырку евро. За счет пока еще идущего европейского QE растет кредитная активность.



Но даже на таком мощном фоне ситуация постепенно начала ухудшаться. Поэтому можно понять тревогу европейцев в ожидании скорого завершения QE.



За последние две недели сильно просел британский фунт. Виной тому выявившиеся провалы в деле переговоров по брекситу. Вопреки бравурным заявлениям Т.Мэй, никакого соглашения с Евросоюзом пока даже не просматривается. Более того, в самой Великобритании все более нарастает оппозиция выходу страны из таможенного союза. В результате начались шатания и в переговорном процессе. Даже прозвучала фраза из стана европейских переговорщиков, что Великобритания сама не знает, что она хочет.

В сухом остатке резко усилился сценарий жесткого выхода страны без всякого торгового соглашения, что крайне плохо для Великобритании.

Продолжается снижение китайского юаня, экономика которого все сильнее страдает как от торговой войны с обвальным падением экспорта, так и по внутренним причинам замедления темпов роста экономики.



Из-за этого Китай однозначно проиграл войну ставок с США.



Дифференциал ставок по обе стороны Тихого океана уже приближается к нулю, что делает западные инвестиции в Китай практически бессмысленными и даже опасными из-за торговой войны, которая грозит санкциями участникам таких инвестиций. Откуда и продолжающийся отток капиталов. и самое крупное падение фондовых рынков среди крупных экономики, и слабеющий юань.

## Облигации

Падающие акции приводят к бегству в защитные активы. Поэтому нет ничего удивительного в том, что длинные бумаги пошли в рост последнюю пару недель. И даже пробрили нисходящий тренд с начала осени.

Фьючерс на US 30Y T-Bond ▲ 139,50 +0,78 (+0,56%)



Однако, говорить про окончание общей тенденции роста доходностей пока преждевременно. Так ключевые трехмесячные биллы продолжают поход вверх.

США 3-месячные ♦ 2,327 0,000 (0,00%)



Ведь задачу финансирования дыр в американских финансах по-прежнему никто не отменял. А привлечь новые объемы лучше всего получается именно в коротких бумагах, поскольку даль более трудна для понимания, и вызывает больше недоверия у инвесторов.

В сухом остатке почти двухлетняя тенденция выравнивания кривой доходностей начала разворачиваться.

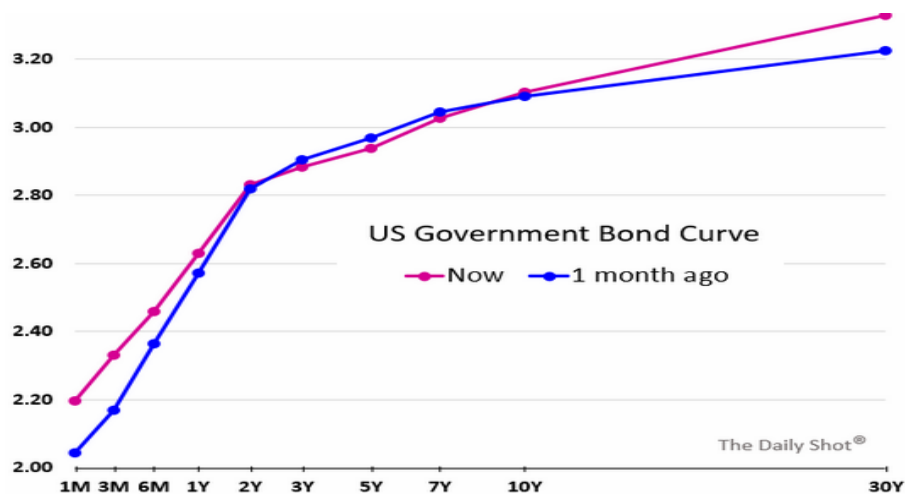


Помимо текущих среднесрочных причин появилась еще одна новая, почему спрос иностранных инвесторов на более долгосрочные казначейские облигации замедлился. После хеджирования 10yr Treasury в евро с кросс-валютным свопом доходность становится отрицательной.



Аналогичная динамика с иеной.

Изменения за месяц по дюрациям достаточно значительные.



Тот факт, что текущий рост доходностей обусловлен в первую очередь дефицитом бюджета, и только во вторую ростом экономики, наглядно виден из ожиданий пятилетней инфляции, которая в октябре начала падать вслед за фондовыми площадками.



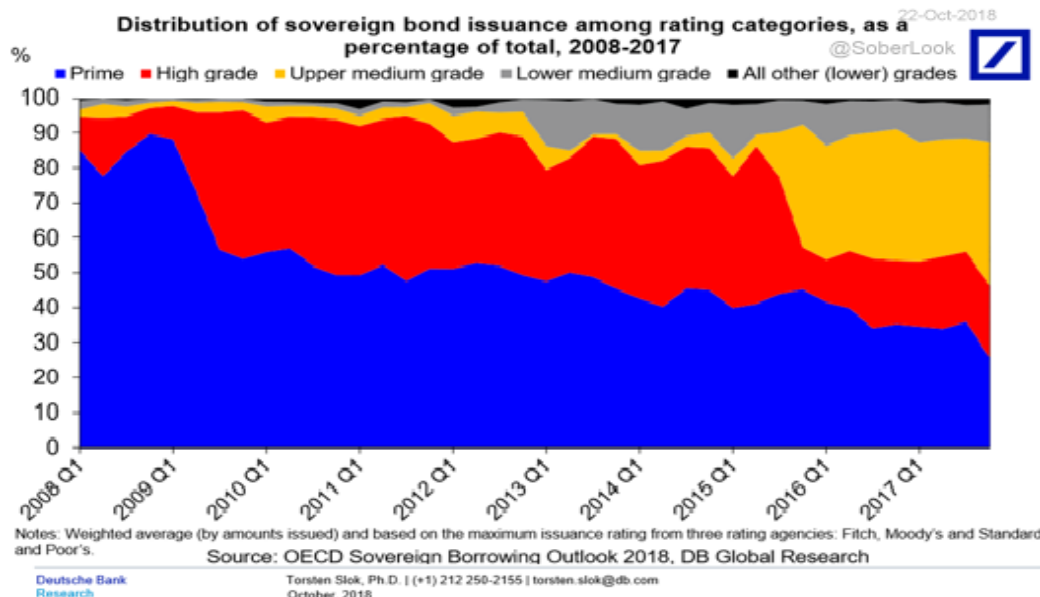
В результате роста номинальных ставок и падения реальной инфляции Америка уже платит по Титсам более пяти(!) процентов. Вряд ли это хорошая ситуация, на которую можно пойти без серьезных причин. Ведь аккурат в октябре трудности в доступности финансирования обновили очередные максимумы.



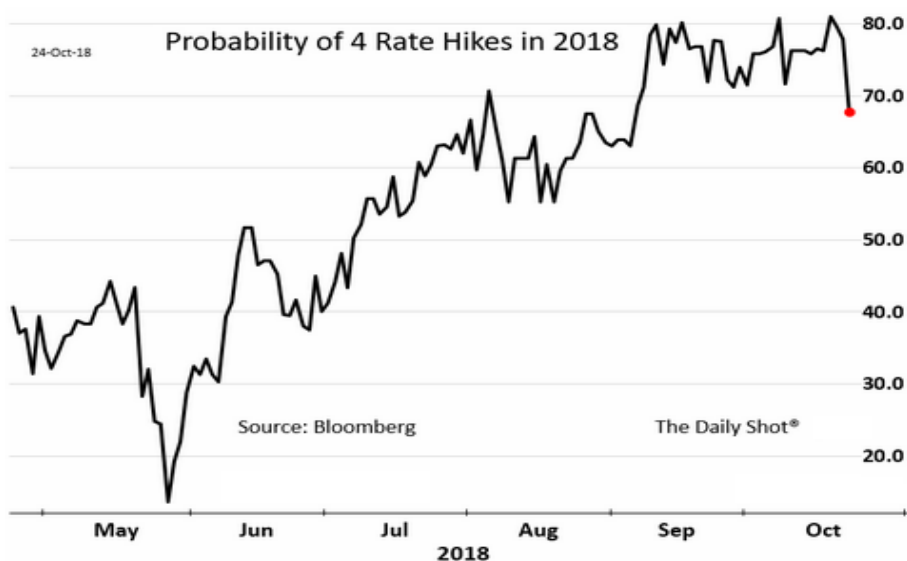
Кстати, это одна из причин текущей коррекции на фондовых площадок. А также общего снижения качества мировых долгов. Что является долгосрочной тенденцией с 2008 года, которая получила ускорение в последние пару месяцев.

## Less AAA sovereign debt in the world

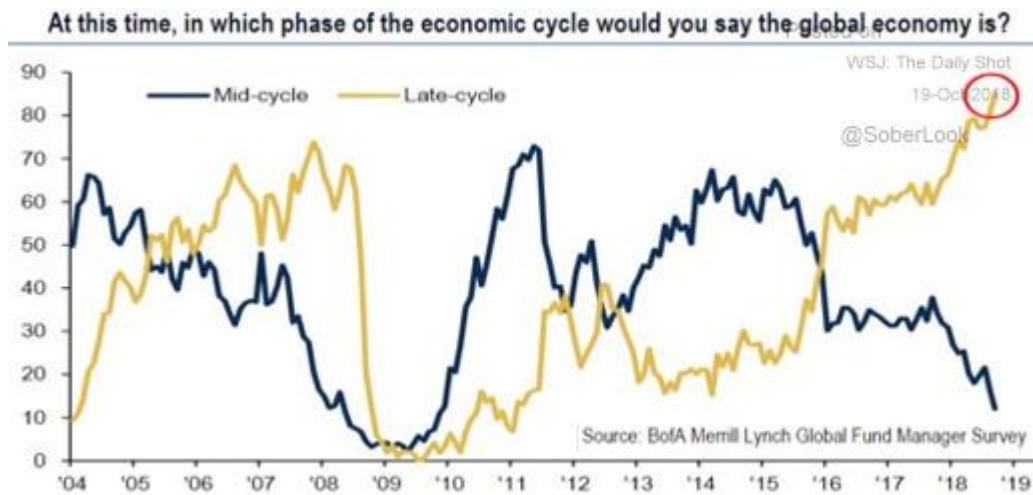
Posted on  
WSJ: The Daily Shot



Поскольку ожидания инфляции падают, то и ставки должны ориентироваться скорее вниз, или по крайней мере не расти. Но ФРС проводит обратную политику, обещая держать курс на повышение до 2020 года включительно. Кстати, по этому пункту рынки опять встали в оппозицию ФРС, что видно из начавшей падать вероятности повышения ставки в декабре.



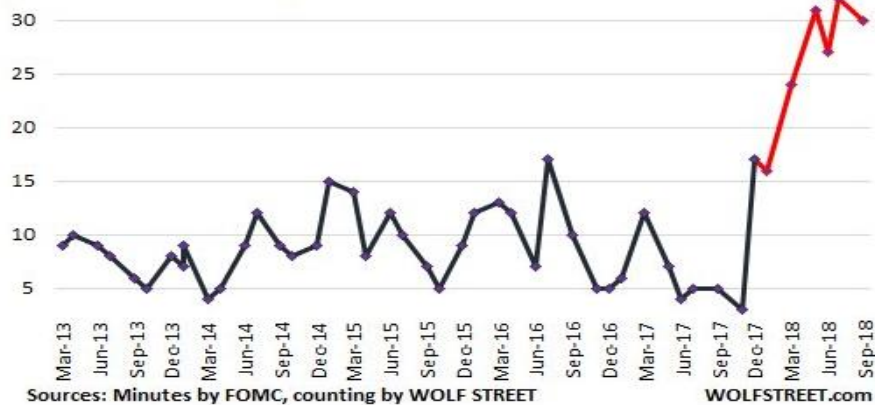
Аргументация трейдеров логичная - раз акции затеяли такую сильную коррекцию, то надо как минимум остановиться в повышении ставок. Кроме того, число ожидающих окончания текущего цикла роста экономики достигло запредельного уровня под 90%.



Как может быть ужесточение политики при окончании роста?  
 Но что-то мне подсказывает, что вряд ли ФРС прислушается к таким доводам.

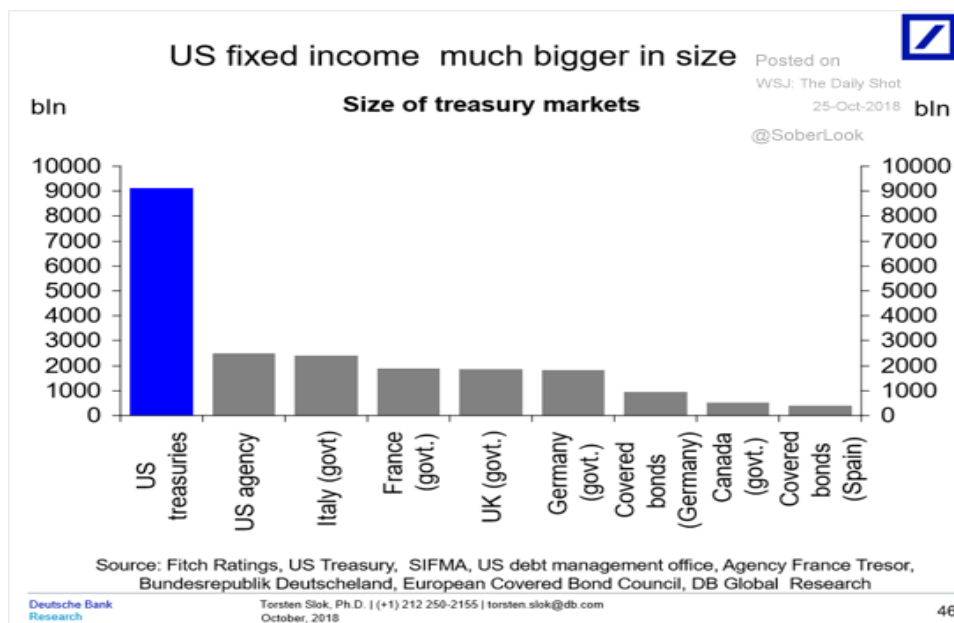
### Fed Hawkometer

**Number of "strong," "stronger," and "strongly" per FOMC meeting minutes**

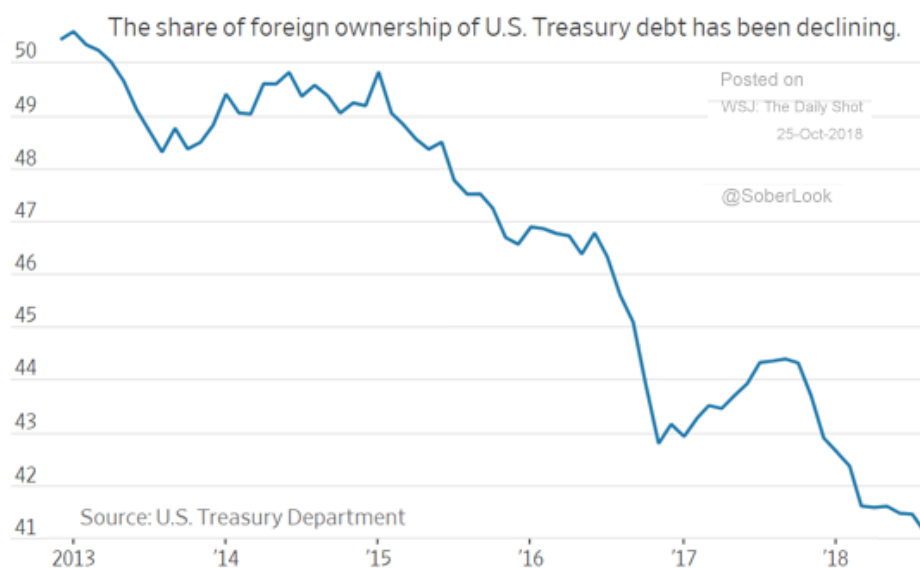


В чем-то Д. Трамп прав, говоря, что ФРС сейчас движут политические мотивы, а не экономические. Но тогда, в случае продолжения повышения ставок, ситуация может ухудшиться до полноценной рецессии. Но это будет не из-за экономики. И на первый взгляд выйдут причины погашения американского долга.





Американский долг на порядок больше остальных, что делает невозможным его перекаldывание на других. т.е. внешнее решение. Снижение качества долга закономерно приводит к снижению доли иностранных держателей.



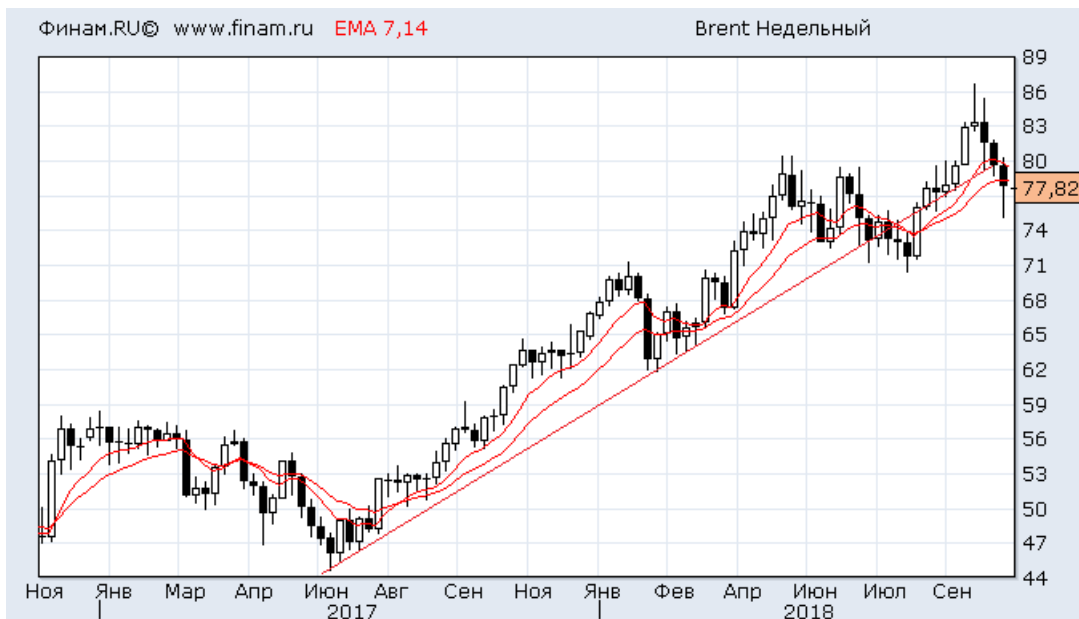
Среди прочих новостей хотел бы отметить сильнейшее падение золото-валютных резервов в Индии, что вызвано оттоком капиталов из-за сильного доллара. Напомню, что Индия в прошлом году показывала одни из лучших экономических результатов в мире.

## Товары

Паника на фондовых площадках - традиционно плохое время для таких рискованных активов как товары. Поэтому нет ничего удивительного, что они также развернулись на юг. Однако, сырье (не потребительские товары, где особенно высока наценка) в ответ на рост спроса со стороны мировой экономики и промышленности дорожает так интенсивно, что это даже взволновало управляющего северо-американскими штатами Д. Трампа. Причем из-за повсеместно идущих торговых войн наблюдаются сильные расхождения по регионам. Пошлины мешают свободно перемещаться товарам. Поэтому их где-то накапливается много, а где-то мало.

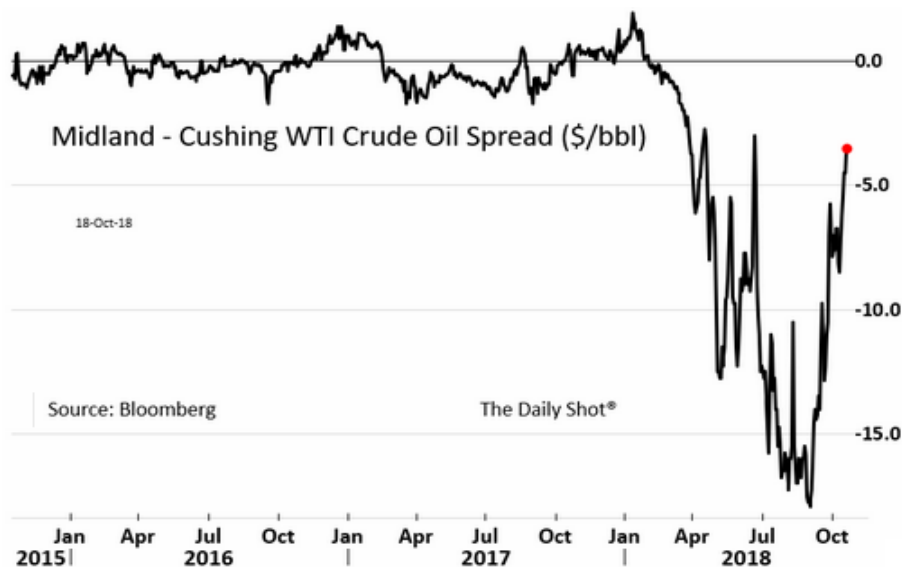
## Энергетика

Снижение по нефти хотя и идет, но оно намного слабее, чем по акциям. По крайней мере не о каких уровнях начала года, как по S&P и речи быть не может.



Пока никаких фундаментальных причин для продолжения роста нет. Запасы нефти в Америке средние, а по бензину даже чрезмерные. С этой точки зрения поход выше 85 был чрезмерным, а текущие цены наоборот вполне адекватные запасам.

Кроме того, резко упали цены на канадскую нефть, которую не смогли вывезти из-за нехватки пропускной способности центрально-американских нефтепроводов. Проходили новости о 20(!) долларах за баррель в тех районах, но их системность под вопросом. Но что достоверно, так это то, что в центре континента действительно образовалась зона аномально низких цен.



Подтверждением этого могут служить данные о сильно растущих объемах перевозок нефти железной дорогой, что логично в такой ситуации.

Конечно, падающие акции могут утянуть нефть вниз. Да и давление США на саудитов, чтобы те вышли из соглашения с ОПЕК (убийство журналиста, похоже, из этой серии)

продолжает расти по экспоненте. Поэтому некоторое снижение еще возможно. Но необходимости в этом уже нет.

### Металлы

В целом металлическая группа также дрейфует за акциями вниз. Но есть два важных исключения.

Железная руда и сталь обновили максимумы в рамках долгосрочного тренда продолжающийся роста спроса в Китае.



Другим триумфатором недели стал палладий, рост которого был обусловлен, в частности, угрозой США выхода из соглашения между США и Россией о ядерных вооружениях. Цены на палладий уже подбираются к золоту.

### Зерновые

Период завышенных цен, обусловленный в целом неблагоприятной погодой во всем мире летом, постепенно заканчивается. Даже пшеница уже ныряла на неделю ниже ключевой уровень 500. Кукуруза с августа ниже 400. Постепенно на рынках восстанавливается обычный для этого сектора период убитых цен.



Соевый комплекс пошел в разнос. После того Китай отказался от американской сои, цены по разные стороны Тихого океана стали различаться значительно. Отличные возможности для арбитражеров, если, конечно, есть возможность свободно перемещаться по обе стороны.

Удачной торговли.

Бобрик П.П. [pbobrik@univer.ru](mailto:pbobrik@univer.ru)

В обзоре использовались материалы компаний МФД, aftershock, Финам и Daily Shot, Вести финанс.