

Обзор за период 29 октября- 3 декабря 2018.

Мировые тренды

Одной строкой

Брексит. Беспорядочный.

Общая картина

Замедление мировой экономики докатилось до США, что давит на акции. Это приводит к бегству капиталов, поддерживая длинные облигации. Короткие ставки продолжают расти на увеличении займов со стороны США, что приводит к укреплению доллара. Датирование сланцевой добычи в США и замедление мировой экономики обвалило цены на нефть, утащив за собой вниз прочие товары.

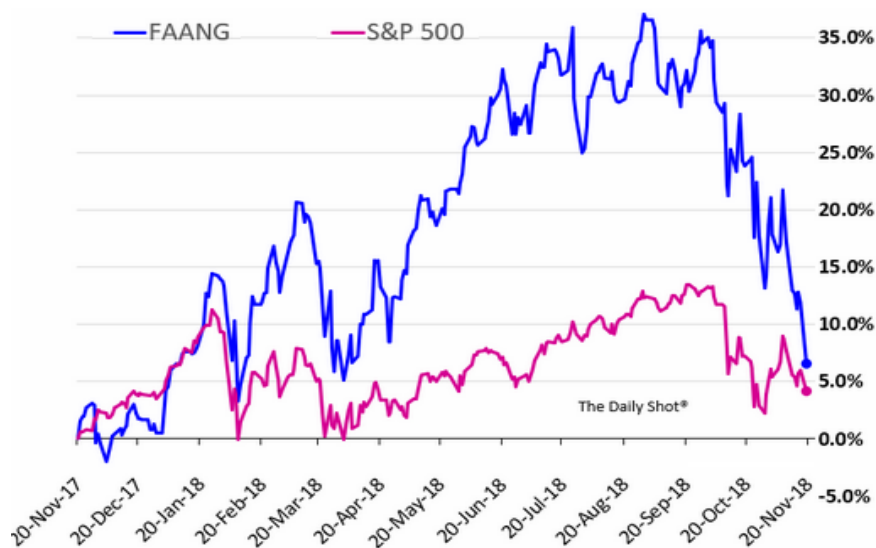
Сектора

Акции

В ноябре нового минимума не обновили, чего многие опасались месяц назад.

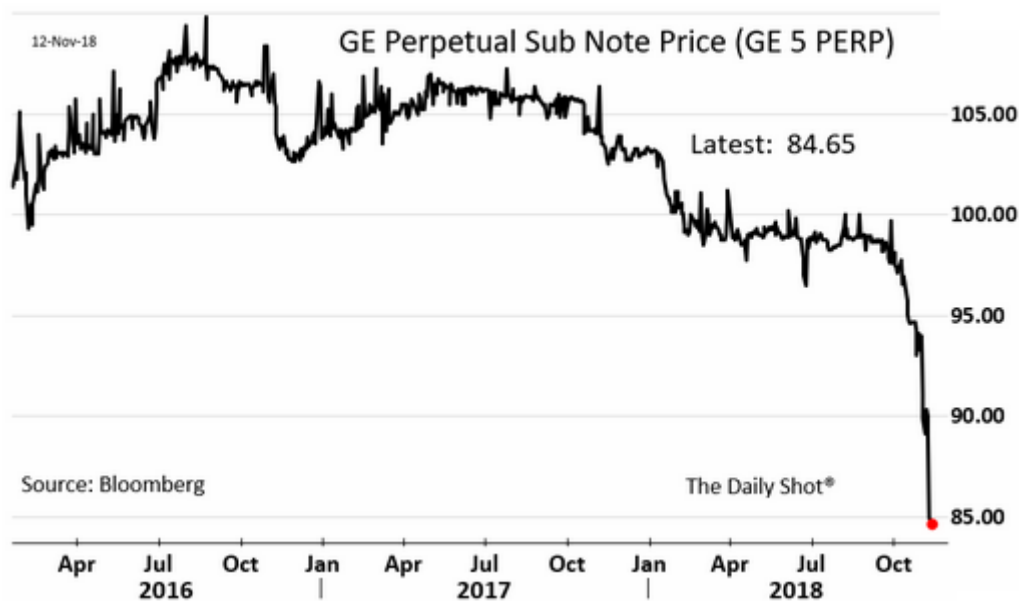


Вторая волна падения началась из-за проблем у технологического сектора. Прежде всего у Apple, где возникли сомнения по поводу спроса на смартфоны вообще, и на айфоны в частности. Препятствие мотор рынка индекс FAANG окончательно сдулся до нормальных участников.



И не в последнюю очередь из-за опасений санкций со стороны Китая, который в отместку может ограничить присутствие конкурентов на своей территории.

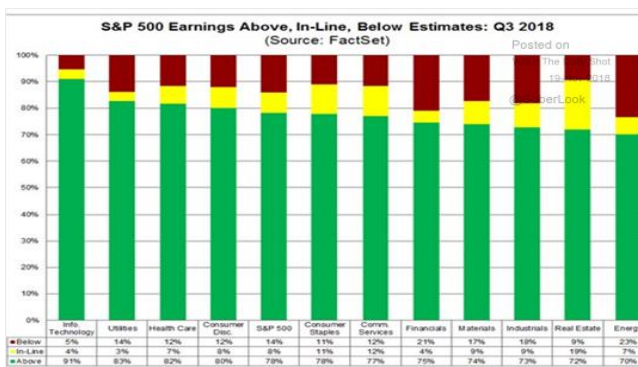
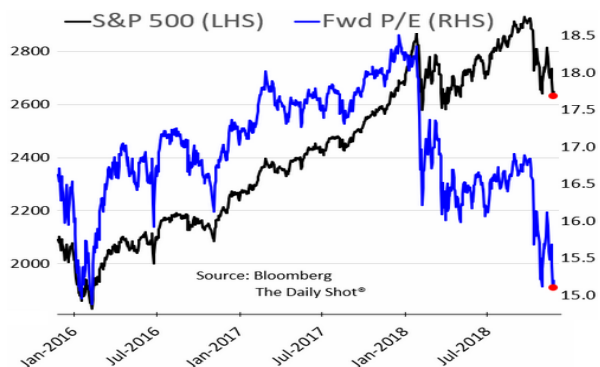
Также в снижении поспособствовали такие монстры GE и GM. Рыночная капитализация General Electric почти вдвое меньше объема его долгов. Дело дошло даже до исключения из списка DOW.



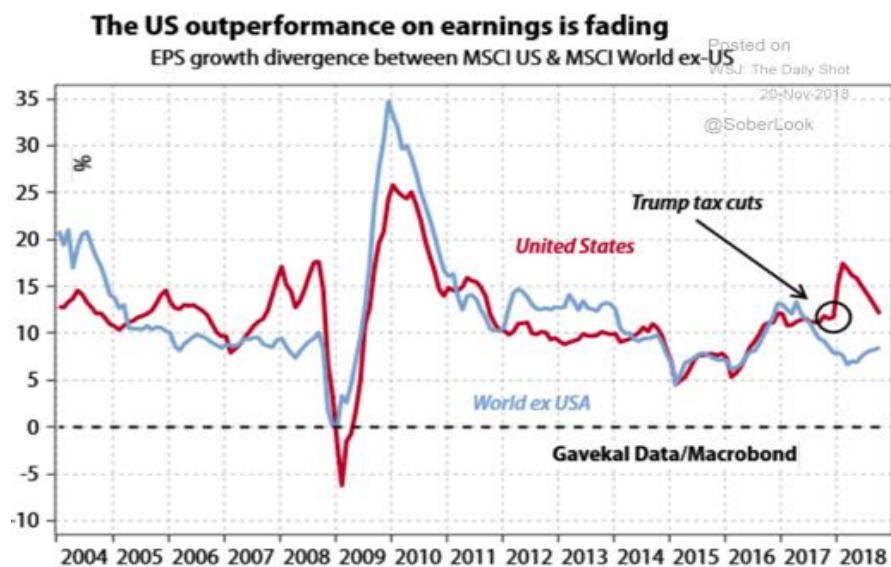
Каких-то локальных и особенных временных проблем у этих конгломератов не было. Они шли ко дну давно и неотвратно благодаря феноменальной управленческой политике чуть ли не с конца 80-ых. Ведь потратить столько денег надо постараться. Среди особых перлов надо выделить взятие кредитов для выплаты дивидендов.

Тем не менее, к середине ноября падение S&P выдохлось.

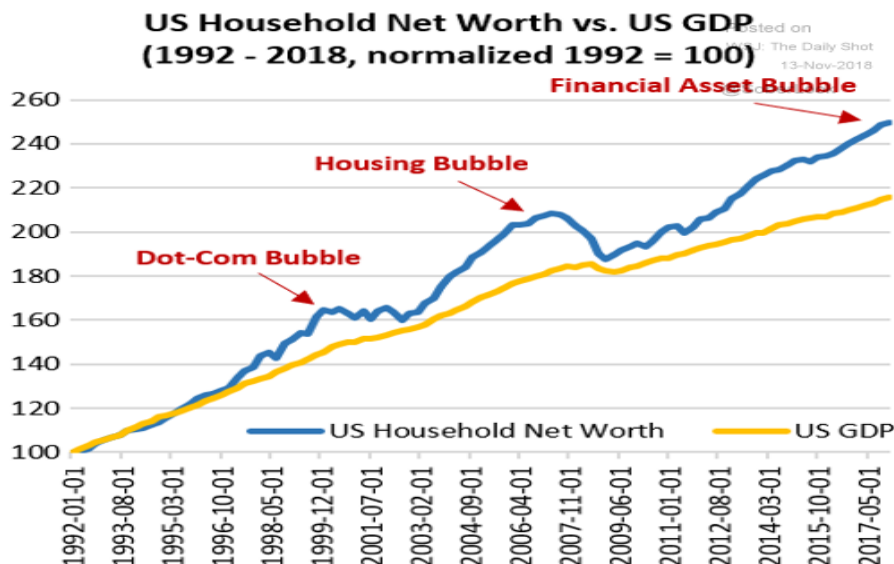
Новостной фон в целом соответствовал такой динамике без ухудшений. Главный раздражитель на текущий момент - торговые трения с Китаем - в ноябре на получили усиления, несмотря на постоянные угрозы количественного увеличения взаимных санкций. Мировая экономика хотя и продолжала замедляться, но при этом продолжала расти. Причем и в Америке и в Китае наблюдаются весьма немалые темпы. Цены на акции в сравнении с доходами на них продолжают оставаться невысокими в исторической перспективе.



С другой стороны и возврата к прежним максимумам также не происходит. Это указывает на сохраняющиеся диспропорции и проблемы в мировой экономике в текущей ситуации. Колебания с октября в диапазоне 2600-2800 по S&P происходит аккуратно под линий восходящего тренда с января 2016 года, что ясно указывает на окончание этой трехлетней тенденции. Более того, текущие цены находятся на уровне, которые наблюдались еще до принятия налоговой реформы, т.е. даже такой мощный положительный фактор был проигнорирован. Тем более, что доходы компаний уже практически вернулись к уровням до реформы.

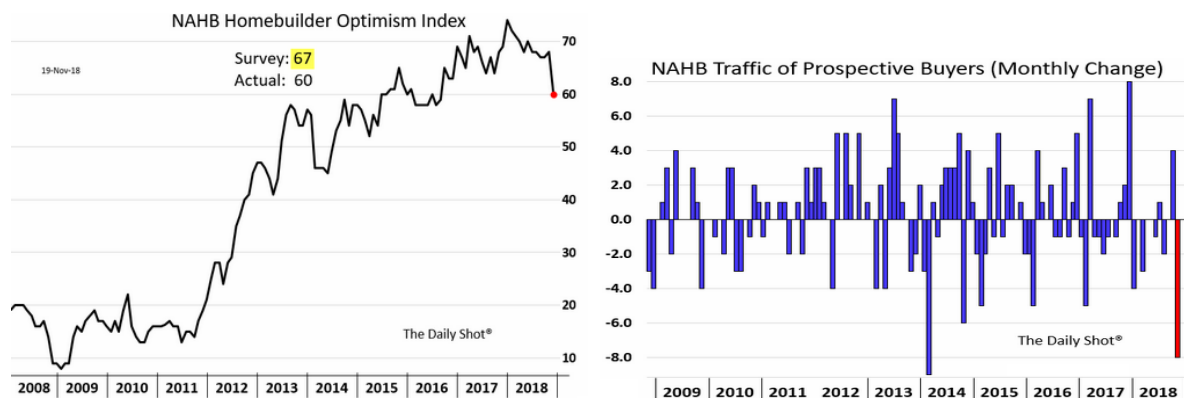


Стимула хватило только на пол года. Сдувание главного фактора роста в текущем году вернуло опасения об окончании волны роста с 2008 года. Многие аналитики справедливо указывают, что по многим косвенным параметрам мы находимся в конце фазы роста экономического цикла, который и так уже подзадержался. Так суммарная капитализация активов домохозяйств значительно оторвалась от ВВП.

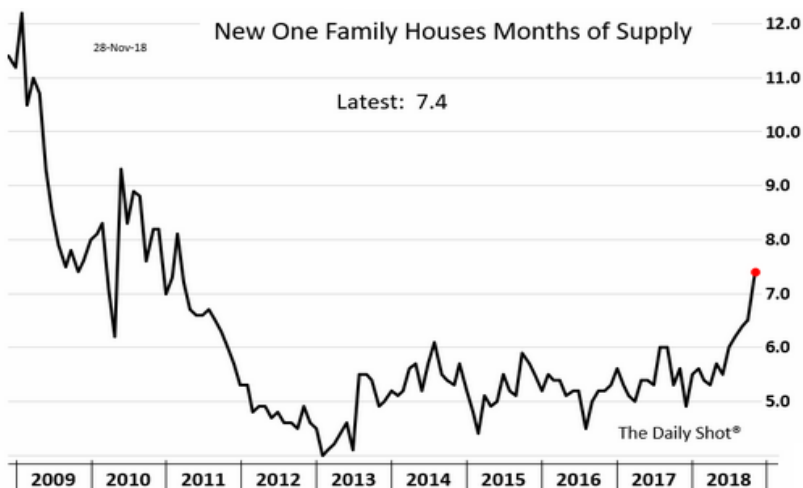


Тревожные весточки приходит от такого важного сектора экономики, как строительный, который дает в учетом косвенных влияний до 40% ВВП. Еще недавно он был чуть ли не главной движущей силой американкой экономики, систематически показывая все более и более высокие цифры как по физическим показателям, так и по финансам.

Но все переменялось от одного единственного отчета, который откатил индекс оптимизма девелоперов NAHB до уровней 2015 года. Такого обвала не было более пяти лет.



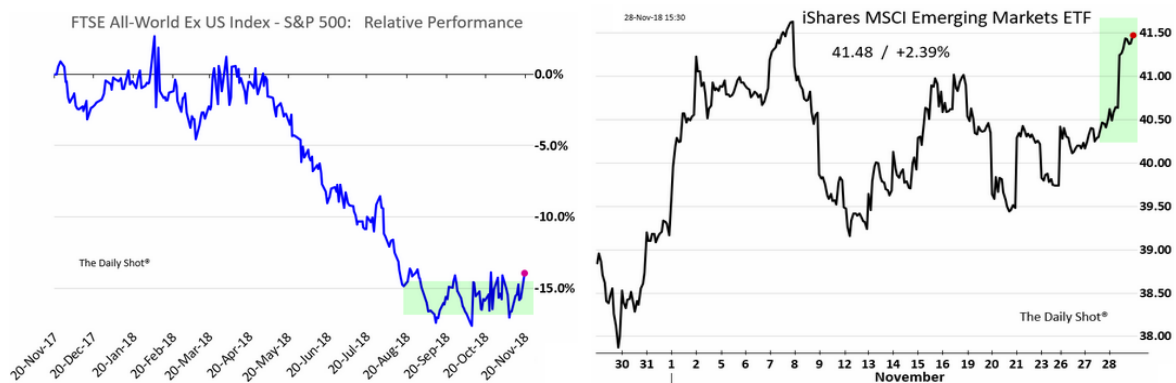
Вслед за ощущениями (NAHB индекс настроений) гурьбой пошли плохие отчеты уже в физических и денежных показателях. И всего за один месяц выяснилось, что вдруг на рынке образовалось затоваривание, пусть пока и только по одному из сегментов.



Аналитики справедливо указывают на повышенные ипотечные ставки, которые не могут игнорировать рост прочих ставок. Но непонятно, почему еще летом этого никто не замечал.

Суммируя, если ранее падали только перегретые сектора S&P, вроде чисто фондового FAANG, что воспринималось как здоровая очистительная ~~жизна~~ коррекция, то теперь речь уже идет о торможении экономического роста. А это не шутки. Если плохие строительные отчеты повторятся (пока есть надежда, что это искажения отчетности из-за ураганов), то коррекцией уже не обойдемся. Это будет полноценный спад.

А пока Америка утратили свой статус лидера мировой экономики с самыми высокими темпами роста среди экономически развитых стран, который у нее был на протяжении последних лет. Отметим, что статистика пока этого не отражает. Зато это видно по фондовым индексам, которые начиная с осени по динамике перестали опережать конкурентов.



Из последнего графика видно, что развивающиеся страны начали обгонять Америку и даже вернулись к историческому максимуму. Там процесс обвалов закончился еще летом и уже начались восстановления. А страны G7 только начинают этот путь. Особенно хочется здесь отметить Бразилию, которая на волне выборов давно рвет верхи.

Переходя к прогнозам, отметим, что инвесторы среди главных рисков по опросам и с большим отрывом указывают торговую войну с Китаем.



Пока еще главные залпы здесь не сделаны. Обе стороны избегают полномасштабного конфликта, справедливо понимая, к каким разрушениям это приведет. Но противоречия, приведшие к этой ситуации только нарастают, что еще раз показал последний американский торговый дефицит. На момент написания обзора встреча G20 принесла временную договоренность перемирия сроком на 90(!!!) дней, в течении которого Китай должен резко нарастить покупки американских товаров и значительно уменьшить профицит своего торгового баланса. Надо будет проанализировать это соглашение более подробно. Но пока есть существенные сомнения, что будет такая добровольная капитуляция Китая. Поэтому угрозы дальнейшего снижения акций сохраняются при относительно стабильной текущей ситуации с фундаментальной точки зрения.

Валюты

Долларовый индекс еще несколько прибавил в ноябре.

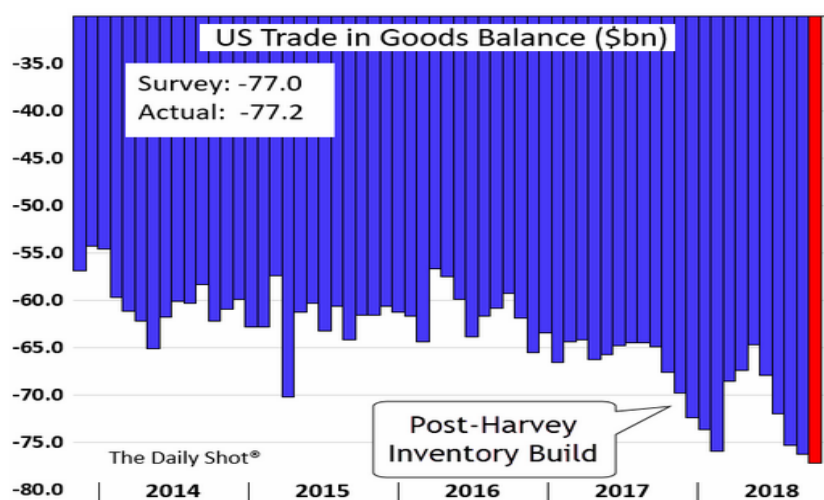


В основе роста доллара лежит проводимая ФРС политика роста ставок, что создает высокий процентный дифференциал с его главными конкурентами по G7 - Европе и Японии. А также более высокие темпы роста экономики.

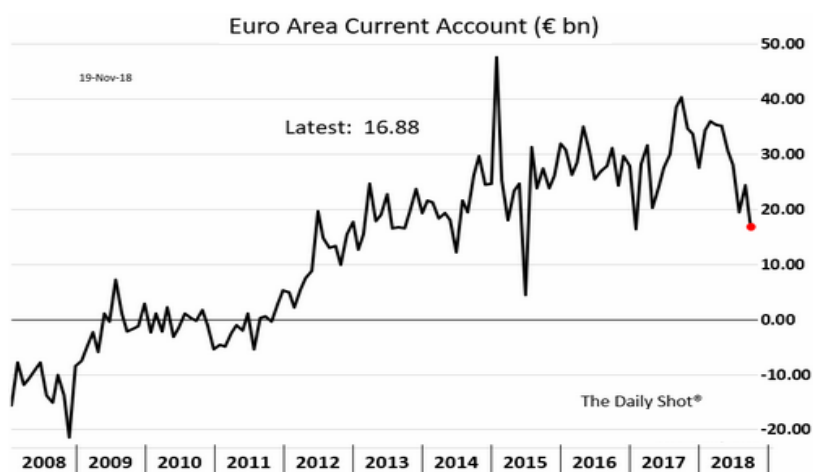
С другой стороны на доллар давит все более растущие проблемы бюджетного дефицита и огромного долга, который ввиду его размера просто не на кого переложить.

Поэтому рост ставок во многом обусловлен растущими американскими заимствованиями, а не только силой американской экономики. Кроме того и Япония и Европа в текущем году также начали проводить постепенное ужесточение своих монетарных политик, хотя пока они еще остаются уверенно стимулирующими.

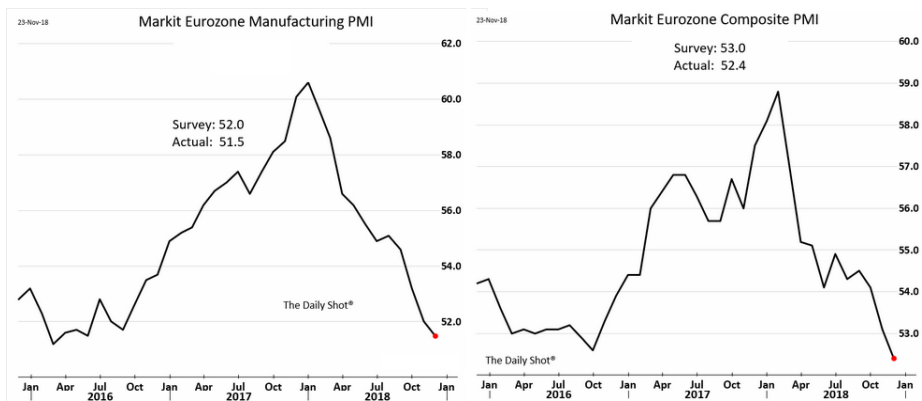
Суммируя, укрепление доллара происходит значительно слабее, чем это можно было бы ожидать исходя только макроэкономических соотношений с Европой и Японией. С некоторой натяжкой можно даже говорить об отсутствии динамики по долларовому индексу с начала лета. Тем более, что очередной торговый баланс в очередной раз обновил многолетние минимумы, несмотря на все потуги Д. Трампа уже второй год подряд.



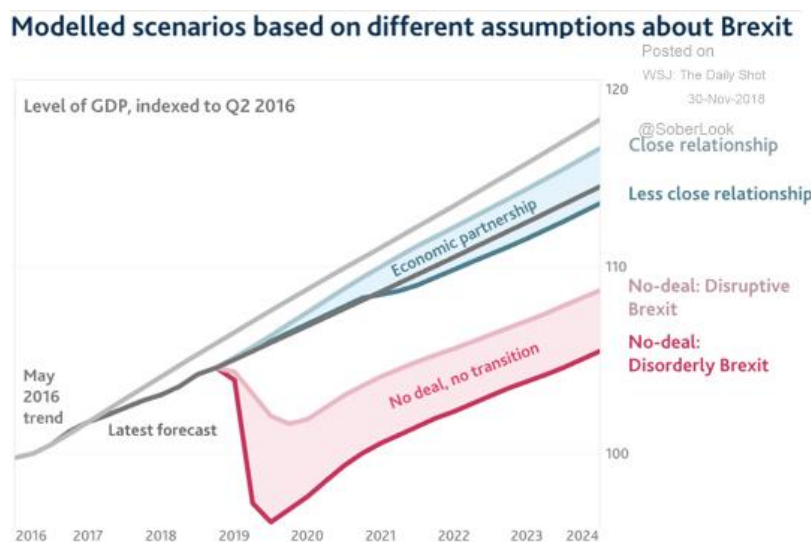
Отметим, что и в Европе и Японии также вышли плохие торговые балансы. Но если в Японии это во многом объясняется нефтью и может быть исправлено из-за снижения цен на нефть, то в Европе ситуация фундаментальнее.



Европейские настроения и ожидания также ушли к минимумам.



Особо хочется выделить события, связанные с Великобританией, которая все никак не определится даже на концептуальном уровне, что же такое брексит. В результате получается ситуация с лебедем, раком и щукой. И вся интеллектуальная мощь еврокомиссии и европарламента не может ей в этом помочь. А ведь последствия могут быть очень серьезными.



Каждый в палате общин мнит себя стратегом и имеет свой план. В результате журналисты для удобства даже составили табличку с терминами и соответствующими им сценариями.

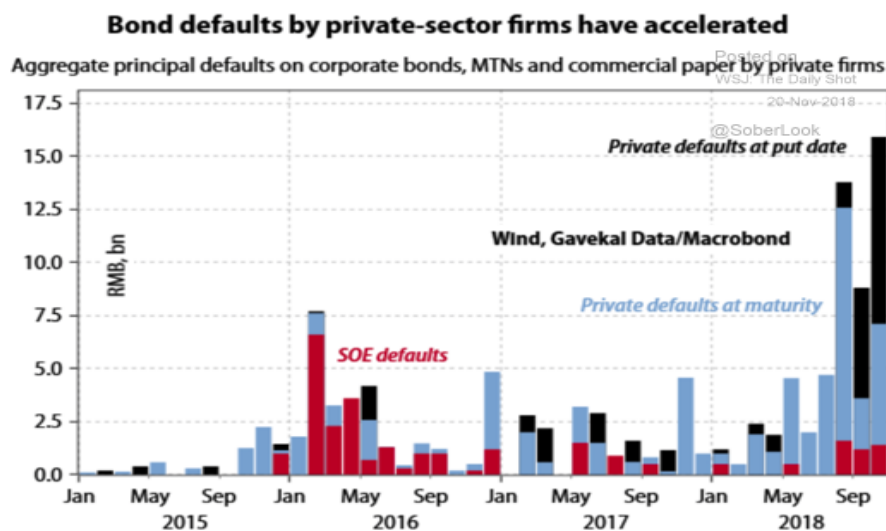
Scenario	Probability	Goods trade	Services trade	Immigration	Jurisdiction of ECJ	Payments to EU Budget
Baseline	50%	Free trade of goods	Bespoke deals for each sector	U.K. regains control but accepts free movement of skilled labour	Only in regards to goods trade	Yes, but limited
Soft Brexit	20%	Free trade of goods	Free trade of services	Free flow of people	No, EFTA court	Yes
No Brexit	5%	Free trade of goods	Free trade of services	Free flow of people	Yes	Yes
Hard Brexit	20%	Leaves the customs union, borders are implemented	Bespoke deals for each sector	Regains control	No	No
No Deal	5%	Defaults to WTO rules, borders implemented from March 30, 2019	No deal	Regains control	No	No

Source: Moody's Analytics
MOODY'S ANALYTICS October 2018 1

Из нее становится понятно со всякими мягкими, твердыми и даже отсутствующими брекситам. Однако после того, как несколько проектов (уже согласованных с разными Европами) палата общин доблестно прокатила, то в газетах появилось очень язвительное определение реального протекающего брексита - беспорядочный брексит.

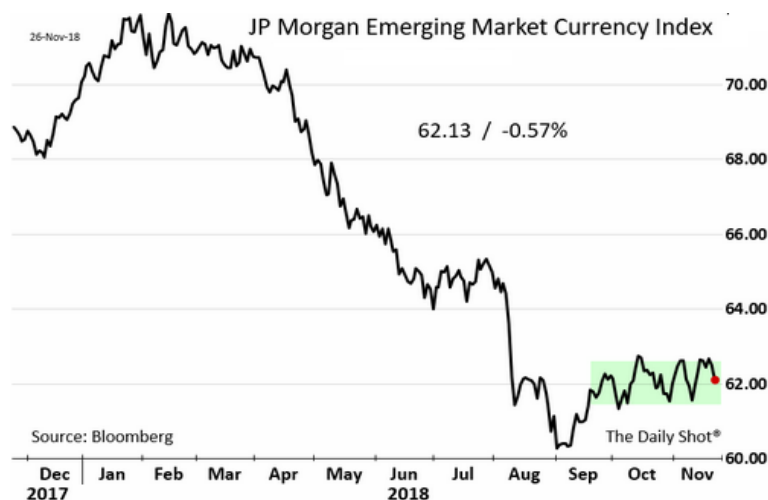
В сухом остатке фунт прижался к летним минимумам.

Китайский юань, вопреки ожиданиям, практически не изменился с октября, кружась под уровнем 7,0. А ведь там очень много тревожных индикаторов. Например, резко выросли дефолты за последний квартал.



Можно только отметить крайне сузившихся диапазон колебаний юаня, что указывает на повышенное влияние народного банка Китая. И на накопленный потенциал для резкого движения. Например, в случае нового пакета санкций.

Валюты развивающихся стран даже укрепляются против доллара с осени.



Т.е по товарным валютам ситуация аналогичная фондовым индексам.

Облигации

По длинным американским бумагам продолжается долгосрочная нисходящая тенденция, но приблизительно с октября наметилась коррекция и даже незначительный рост.

Фьючерс на US 30Y T-Bond ▲ 140,28 +0,75 (+0,54%)



Последние два месяца американские бонды все больше становятся прибежищем для бегущих капиталов, которые спасаются от начавшей замедляться экономики. Ведь именно с октября фондовые индексы начали падать. Классический переток ликвидности между секторами в условиях набирающей силу дефляционной картины в экономике. Другими словами рост длинных бумаг с октября не от силы, а от слабости мировой экономике.

Отметим, что рост происходит несмотря на то, что привлекательность бондов, если их отхеджировать в евро или иены, сейчас отрицательная.

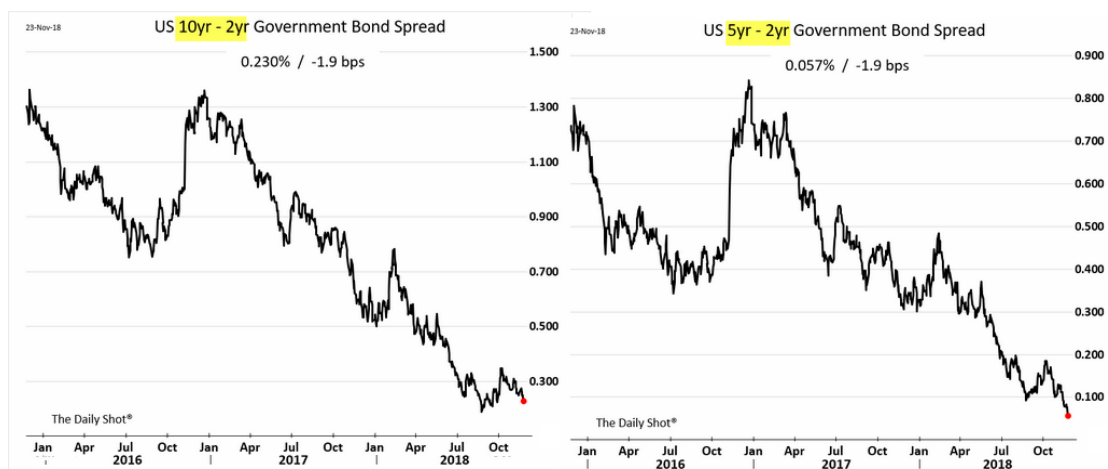


При этом короткие биллы, наоборот, продолжают падать как по линейке, что приводит к неуклонному росту ставок.

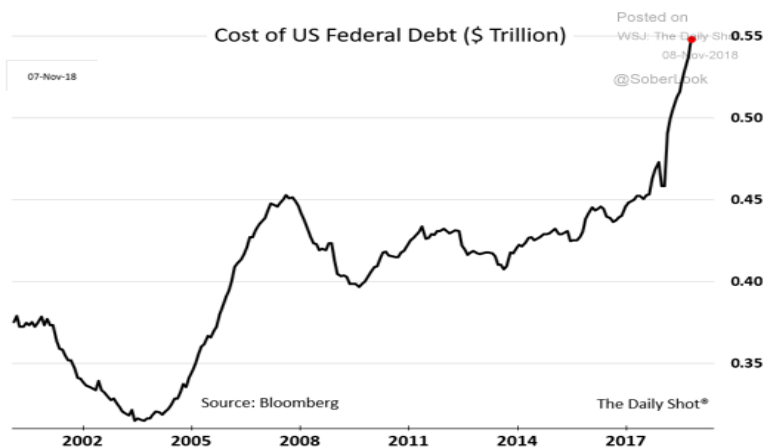


Аналогичная картина и в Европе по наиболее ликвидному трехмесячному LIBOR, где достигнут максимум ставок за 10 лет под 2,8%.

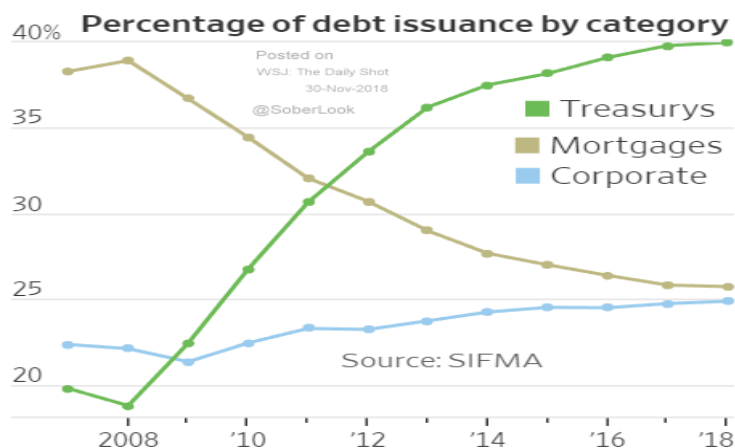
В сухом остатке после летнего отскока вновь начала выпрямляться кривая доходностей.



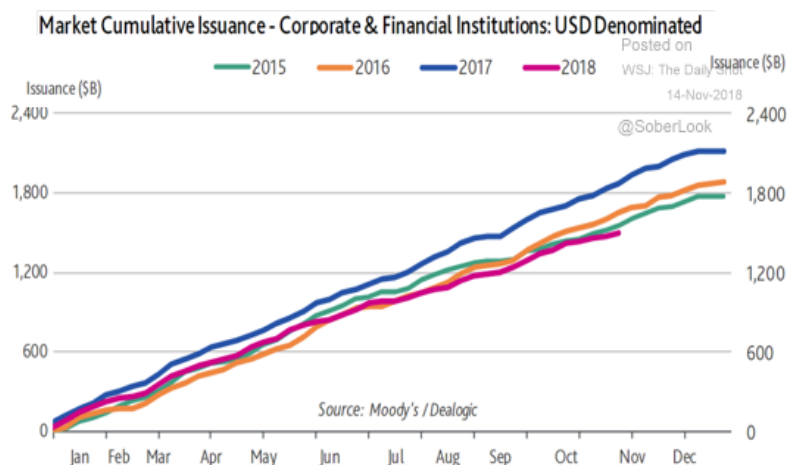
Официальная позиция ФРС по этому вопросу - рост коротких ставок происходит от разгона экономики - с октября получает оглушительный провал. Поскольку экономика замедляется, а ставки продолжают рост. Ведь именно эмиссией коротких бумаг и затыкают дыры дефицитов. А стоимость обслуживания долга из-за роста ставок сейчас пошла ракетой вверх.



Рост государственных заимствований Америки уже привел к ряду важных последствий. Де факто они начали вытеснять частные заимствования.

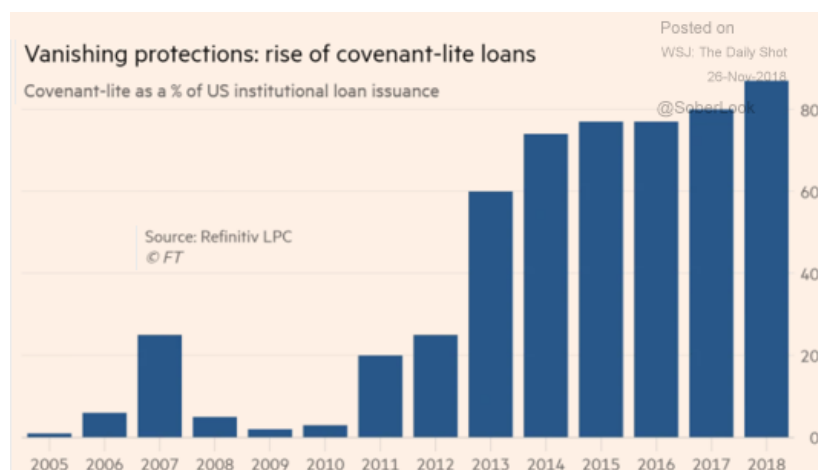


Даже в номинальном выражении в текущем году у частных займов самый слабый старт.



Аналитики пока склонны объяснять это явление замедлением мировой экономики. Это верно, не может быть единственной причиной.

В этой связи нелишне отметить, что в последние годы значительно снизились стандарты выдачи кредитов, что привело к резкому росту слабо обеспеченных займов.



Особенно грустно с размещением долгов у развивающихся стран, которые находятся сейчас в наиболее тяжелом положении. Объемы выпусков у них вернулись к низам с 2010 года.



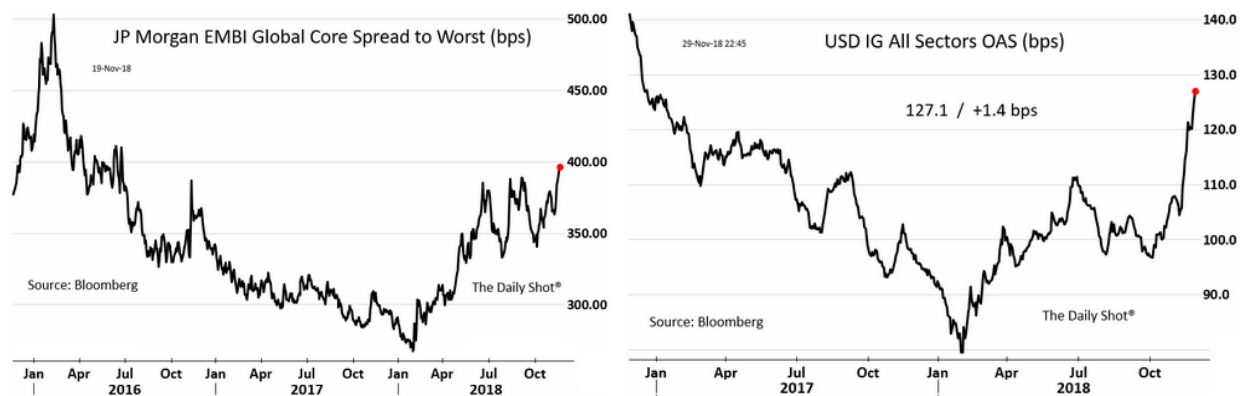
А ведь им сейчас особенно нужны деньги, поскольку в условиях замедления мировой экономики именно развивающиеся страны принимают на себя основные тяготы. Дело дошло до того, что даже нарастание активов японского европейского Центробанков начало замедляться и выходить на плато.



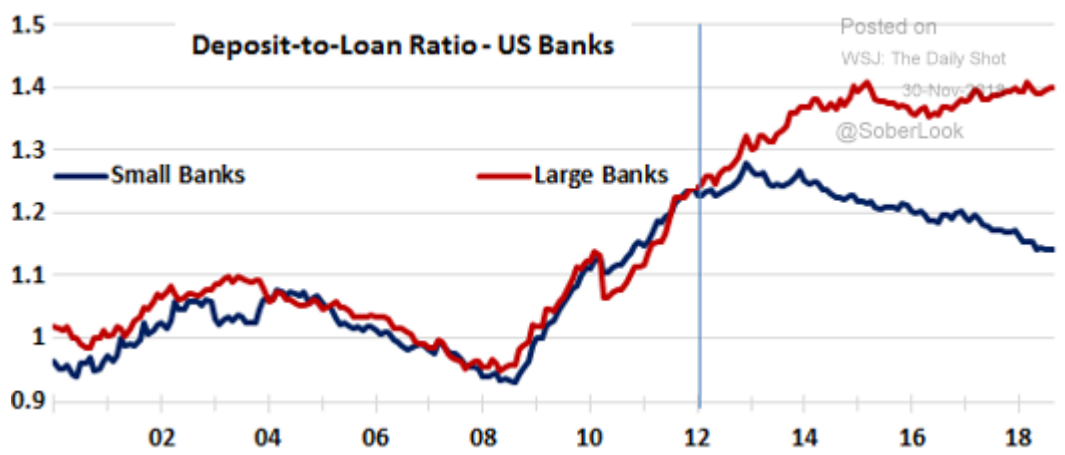
Хотя это было запланировано еще несколько лет назад и в некотором смысле является не столько следствие, сколько первопричиной снижения кредитной активности в частном секторе, но тенденции одинаковы.

Хочется выделить Японию, которая практически уравнила ВВП и активы Центробанка. Это первый примет такого рода в современной истории человечества.

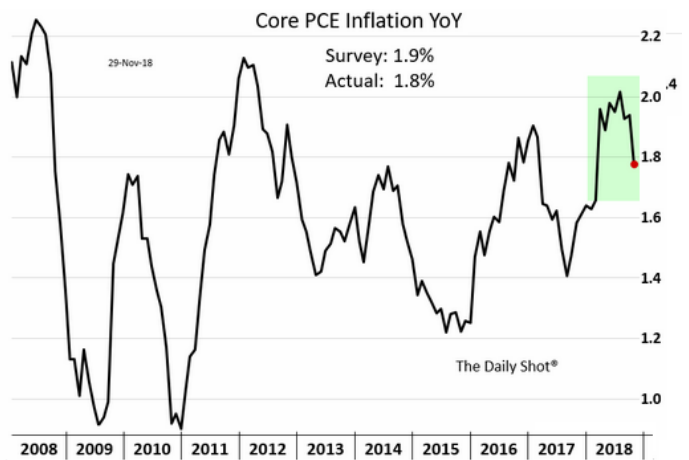
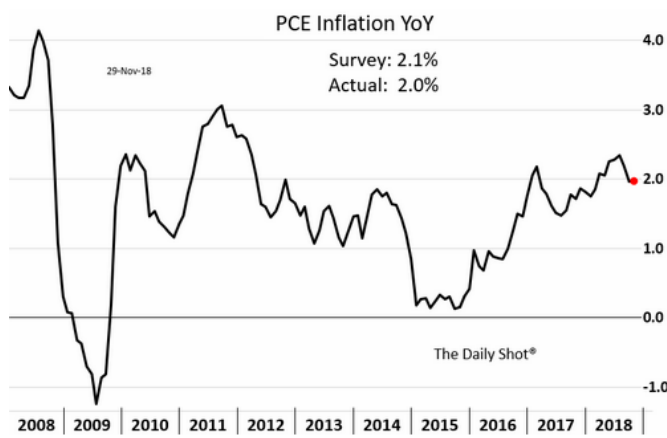
Поскольку занять в условиях американского пылесоса становится все более и более проблематично, то те, у кого и так были проблемы, сейчас получили их резкое обострение. На графиках это можно увидеть на росте спредов между высокодоходными (проблемными) и безрисковыми активами. Аккурат с начала осени и здесь резкий рост. Причем и в Америке. и в Европе.



Даже в Америке наметилось расхождение между первоклассными заемщиками и мелкими банками.



Другим важным свидетельством замедления мировой экономики стало повсеместное падение инфляционных показателей.



Особенно выражено падение инфляционных ожиданий.



Аналогичная картина в Европе.



Надо что-то делать.

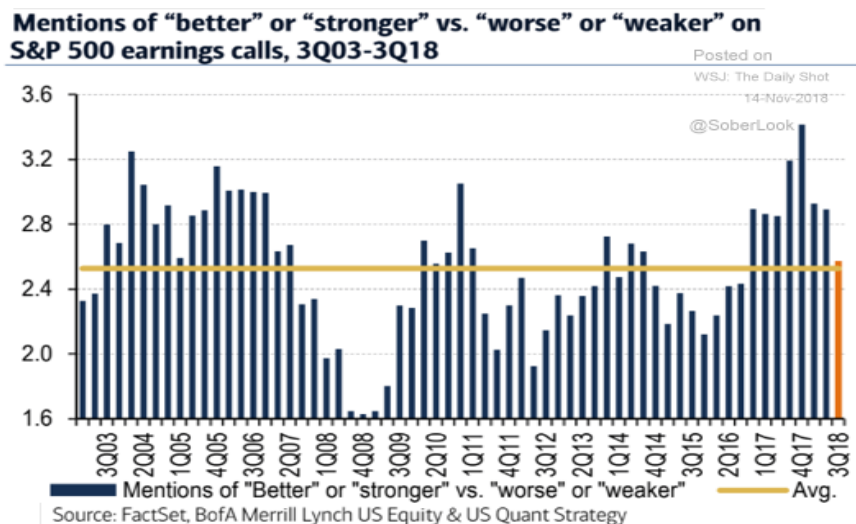
ФРС переобувается в прыжке

В сложившейся тревожной ситуации многие не без оснований обвиняют ФРС. Ведь именно из-за их политики кредитного сжатия сейчас стремительно стали ужесточаться условия для получения кредита.



Это гасит все начинания Д Трампа по налоговой реформе, что уже вызвало публичные препирательства по линии Д Трамп - Д. Пауэлл. Последний даже был назван предателем.

Опубликованные протоколы последнего заседания показали, что и в самом ФРС начали осознавать проблему. Даже формальное исследование частот употребления в протоколах тех или иных терминов показывает ухудшение.



В такой непростой ситуации ФРС - начал прогибаться. Хотя формально пока продолжают звучать слова про хорошее состояние американской экономики, высокий уровня занятости, откуда делаются прежние выводы о необходимости продолжения политики повышения ставок, но количественные ожидания начали проседать.

Квинтэссенция такой девальвации политики прозвучала из уст самого председателя ФРС. Дж. Пауэлл заявил, что

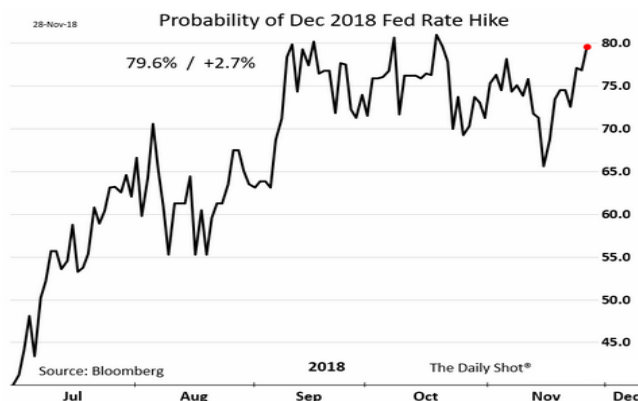
- 1) ключевая ставка уже близка к нейтральному уровню;
- 2) требуется время, чтобы оценить влияние на экономику от произведенных ранее монетарных ужесточений.

На последнем заседании ФРС были также выделены основные риски мировой экономики, число и качество которых значительно возросло по сравнению с прошлыми заявлениями. Риски снижения включают

- замедление глобального роста,
- рост доллара США,
- рост корпоративного долга,
- а также тарифы / торговую напряженность

Рынки восприняли всю эту информацию весьма позитивно. В момент S&P сильно вырос, доллар припал, доходности также начали падать. Но закрепить успех не получилось.

В сухом остатке вероятность повышения ставки на декабрьском заседании ФРС осталась очень высокой.



А вот общее число повышений до конца 2019 года снизилось с 3 до 2 повышений. И это является главным результатом ноября.

Товары

Товарные индексы также показывает падение. И тоже приблизительно с октября.



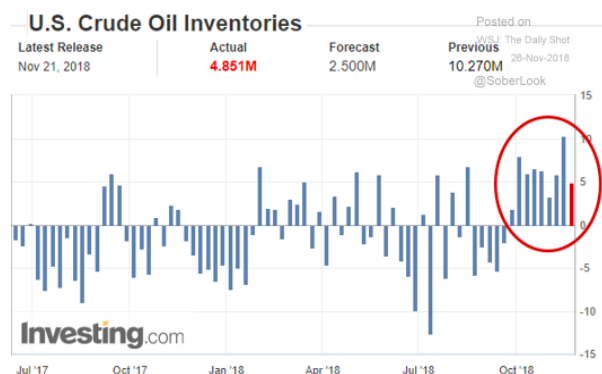
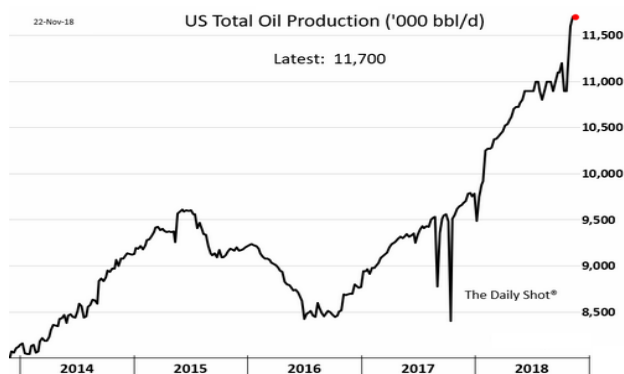
Еще одно свидетельство замедления мировой экономики.

Энергетика

Главную роль в снижении товарных индексов сыграла нефть, которая за октябрь и ноябрь упала с 87 до 57 и потеряла более четверти своей стоимости. Такого масштаба падение было только в 2014, когда среди прочего был разрушен ОПЕК. Тогда это движение было во многом рукотворно. И ряд факторов говорит о том, что и сейчас не без этого.

Форма графика без откатов говорит о том, что никто не ждет более хороших цен. А значит, преследуется цель именно уронить цены, т.е. проманипулировать ситуацией. Да и сам Д. Трамп открыто в средствах массовой информации не скрывает, что есть и его заслуга в падении цен, вроде давления на Саудовскую Аравию. Например, по делу убийства журналиста Джамал Хашогги в здании саудовского посольства в Турции.

Но основным фактором давления на цены стала продолжающаяся уже несколько лет политика датирувания производства сланцевой нефти, в результате чего Америка резко нарастила внутреннее производство.



Особенно в центре континента. Вкупе с нехваткой трубопроводов, из-за этого цены там даже доходили до 13 долларов за баррель, хотя это вряд ли можно признать типичными ценами.

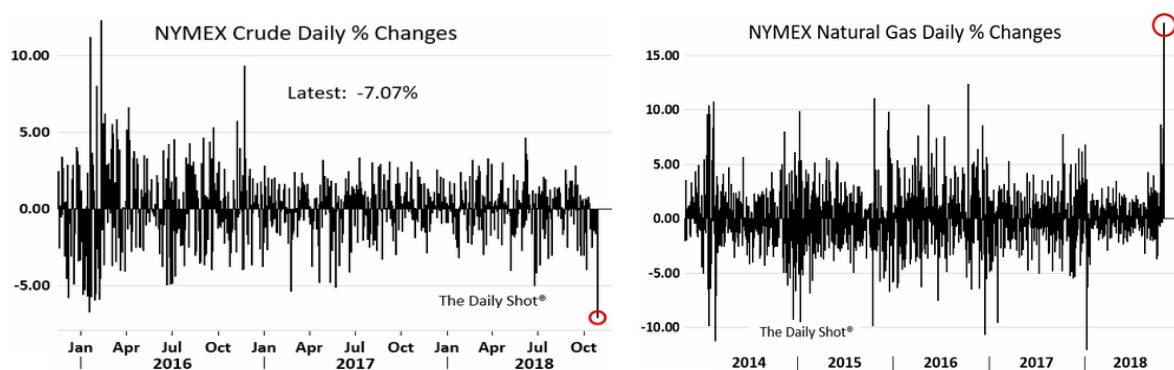


WSJ на неделе выдал очень сильное утверждение, что США уже стали нетто экспортером в пересчете на энергию. Правда я не очень верю этому выводу, хотя американское производство действительно очень быстро растет. Все-таки цены на газ в самих США рвут верхи, несмотря на все падение нефти. Такого не бывает при изобилии.

Но главная проблема в том, что нигде за пределами США сланцевой нефти нет. Даже в Африке с Украиной, где нет никаких проблем с экологами. Откуда я делаю простой вывод. Что нет сланцевой нефти, а есть лишь дотации на сланцевую нефть. Поскольку последние есть только в США, то и сланцевая нефть есть только там.

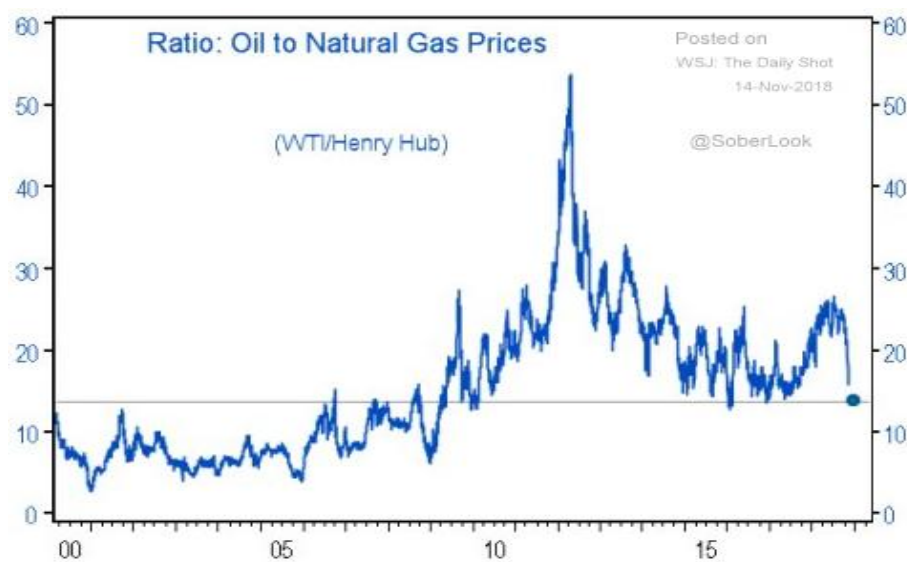
Откуда вывод. Рост добычи будет продолжаться до тех пор, пока будут дотации. Но это уже вопрос вне нефтегаза.

Интересным событием ноября было одномоментное падение нефти при резком росте цен на газ, когда однодневные изменения были рекордными за много лет.



Тогда отступился один крупный фонд, который играл на расхождении нефтяных и газовых цен. Это классический спред, и трейдеры действовали точно в соответствии со статистикой. Но на это раз не получилось. Манипулирование ценами от ФРС проехало катком по ним.

В результате спред нефть / газ вернулся к уровням прошлого десятилетия.



Некоторые даже видят в этом возврат к "нормальным" значениям, а всплеск 10 годов считают аномальным явлением. Жизнь рассудит.

Металлы

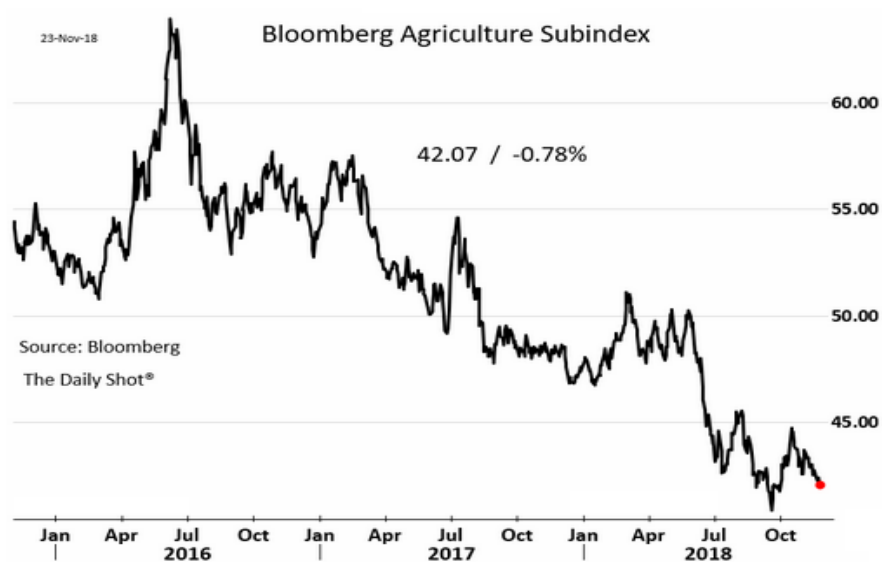
Металлы падают не столь стремительно, как нефть, но также сильно.



Еще одно свидетельство замедления мирового спроса.

Зерновые

Даже сельхоз товары попали под каток замедления мировой экономики.



Наиболее сильной культурой сейчас является пшеница, урожай которой в текущем году пострадали из-за погоды. Но влияние других круп будет оказывать негативное давление и на нее.

Удачной торговли.
Бобрик П.П.

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