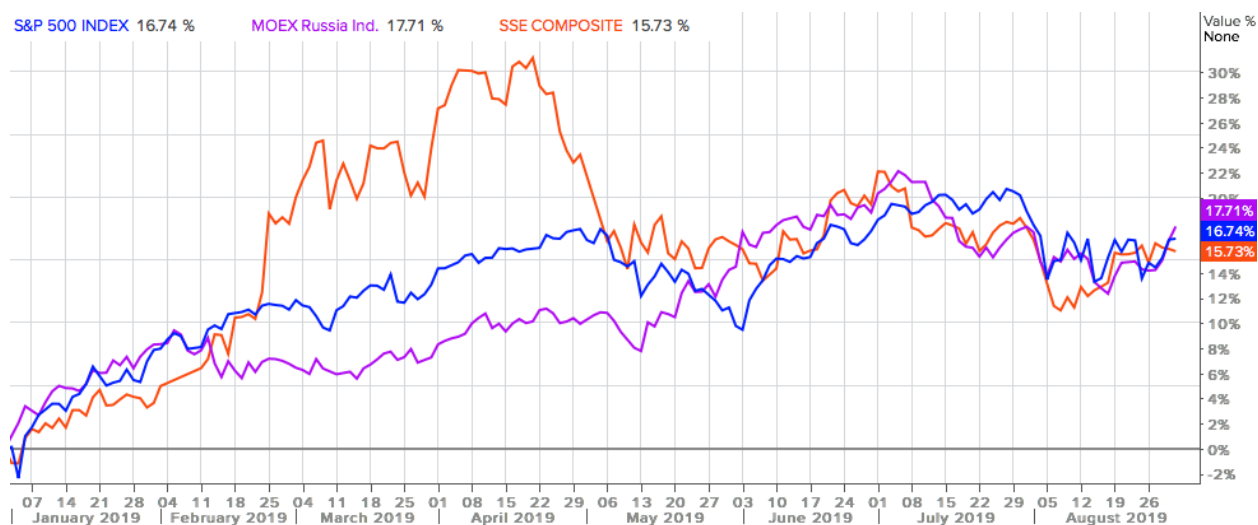


Еженедельный обзор рынков

Пн, 2 сентября 2019

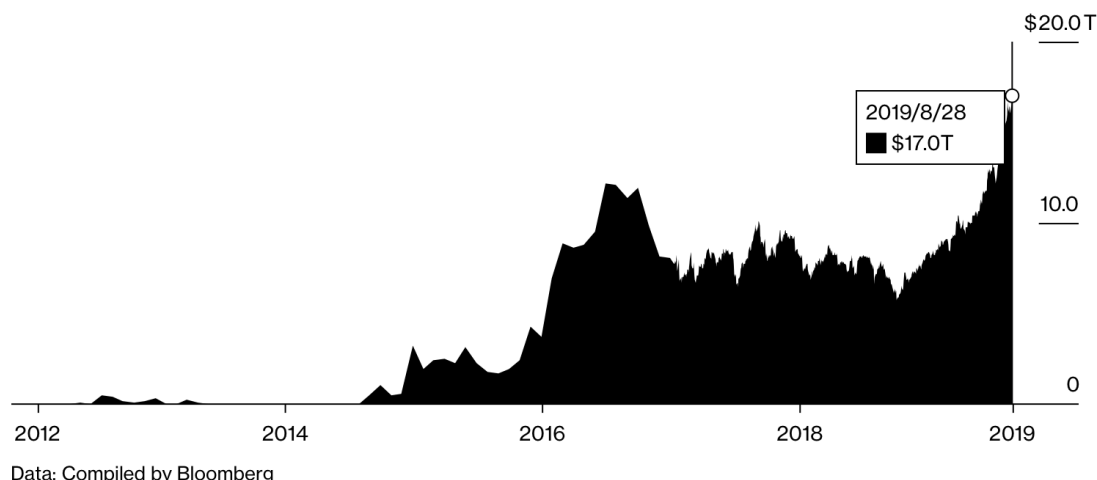
События в мире

- Сегодня в понедельник, 2 сентября, американские биржи NYSE, NASDAQ не работают по случаю Дня труда. Торги облигациями также проводиться не будут. Август для большинства активов и рынков выдался непростым, хотя потери на рынке акций оказались не такими большими. По итогам августа индекс S&P 500 потерял 1,8%, индекс Мосбиржи IMOEX остался на прежних уровнях, китайский индекс SSE Composite просел на 1.6% в местной валюте. Золото как прокси защитный инструмент подорожало на 7,4% за месяц. Доходности гособлигаций США снижались.



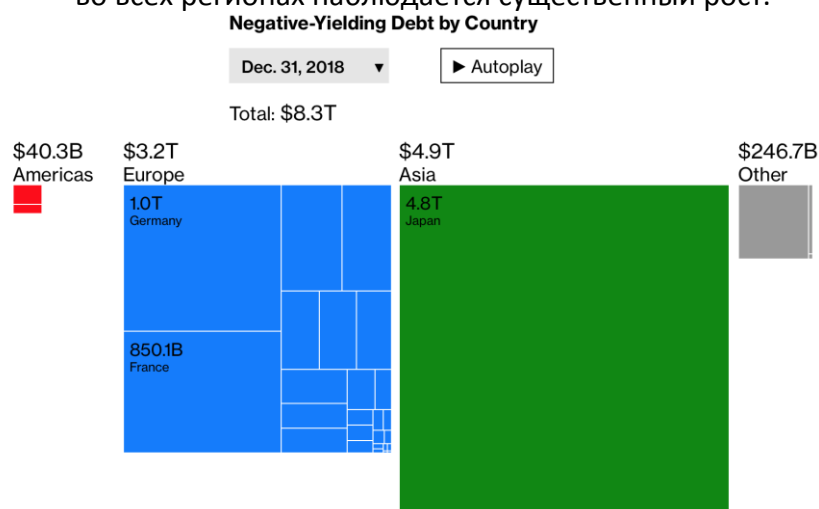
- Ниже приведем череду графиков, иллюстрирующих «новую нормальность» на финансовых рынках, обострившуюся в августе.
- Объем государственных и корпоративных облигаций с отрицательной доходностью продолжает активно расти, достигнув в конце августа рекордного уровня в \$17 трлн. [По оценкам агентства Bloomberg](#), примерно 30% всех ценных долговых бумаг в мире с инвестиционным рейтингом сегодня имеют отрицательную доходность. За 2019 г. произошел двукратный рост объема облигаций с отрицательной доходностью: если в конце декабря 2018 г. их объем составлял \$8,3 трлн., то в конце августа 2019 г. объем таких облигаций вырос до \$17 трлн.

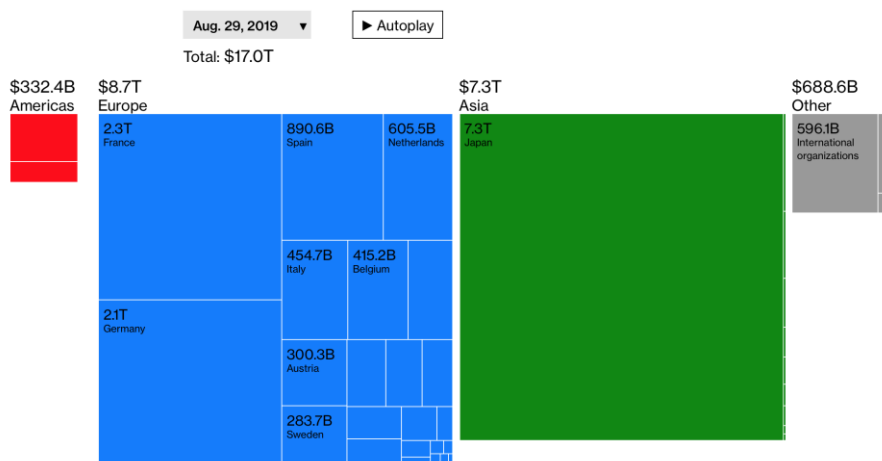
Market Value of Negative-Yielding Bonds in the Bloomberg Barclays Global-Aggregate Index



Наблюдаемая ситуация отрицательных ставок спровоцирована повышенным спросом на инструменты с фиксированной доходностью центральными банками и крупными институциональными инвесторами (пенсионными фондами, страховыми компаниями и другими участниками). У центробанков, похоже, не осталось обычных “патронов”, чтобы бороться с экономическим спадом, и поэтому они снижают процентные ставки даже до отрицательного уровня, чтобы разогнать инфляцию и простимулировать экономическую активность. Рациональный инвестор вряд ли будет держать такие облигации до срока окончания, чтобы получить отрицательный результат. Поэтому текущая ситуация напоминает [теорию большого дурака](#), только остается вопрос кто будет покупать бонды по еще более высокой цене.

- Ниже представлена инфографика, показывающая объем долгов с отрицательной доходностью по странам в конце 2018 года и августе 2019 года: во всех регионах наблюдается существенный рост.

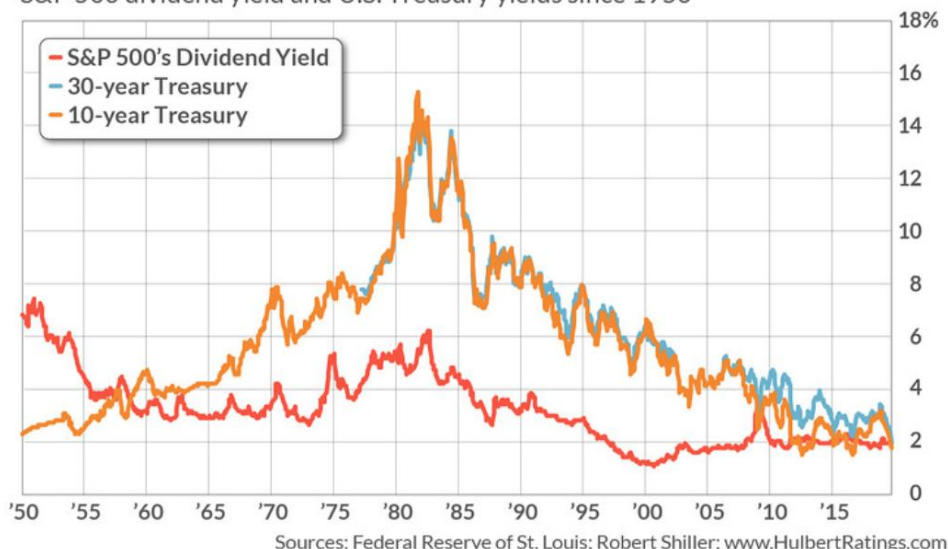




- 3) Облигации как инструмент с фиксированной доходностью предназначен обеспечивать инвестору гарантированный доход. Доходность 30-летних гособлигаций упала ниже дивидендной доходности компаний, входящих в индекс S&P 500. Доходность гособлигаций практически по всей кривой доходности меньше, чем дивидендная доходность, нарушая наблюдаемую в течение нескольких десятилетий связь между акциями и облигациями.

Partying like its 1958

S&P 500 dividend yield and U.S. Treasury yields since 1950



Избыточный спрос на активы, генерирующие отрицательную доходность, искажает базовые финансовые принципы. Если обратиться к истории, то с конца 50-х гг. облигации начали падать в цене, распродажа на долговом рынке растянулась на два десятилетия. Доходность гособлигаций выросла с 2% до 15% к 1981 году. Текущая ситуация, когда доходность госбумаг сравнялась с дивидендной доходностью, может предвещать повторение сценария конца 50-х годов и медвежьего настроения на рынке облигаций. Так ли это?

Обратимся к статье К. Аснесса «Stocks vs. Bonds: Explaining the Equity Risk Premium» (2010), где исследуется вопрос взаимосвязи между дивидендной доходностью и доходностью американских гособлигаций. Ключевым фактором, влияющим на разницу между доходностью акций и доходностью облигаций,



является долгосрочная разница между волатильностью акций и облигаций (trailing 20-year volatility). Если волатильность рынка облигаций в течение последних двух десятилетий была выше волатильности фондового рынка, то гособлигации генерировали более высокую доходность по сравнению с акциями. Начиная с 1950-х годов волатильность на рынке облигаций на протяжении предыдущих 20 лет показывала рост относительно волатильности на фондовом рынке, такая тенденция сохранялась еще в течение 30 лет. Данная ситуация сопровождалась опережением доходности гособлигаций над дивидендной доходностью. В 1980-х гг. произошел разворот, волатильность за последние 20 лет на рынке облигаций начала падать относительно волатильности на фондовом рынке, что отразилось на сужении спреда между доходностью гособлигаций и дивидендной доходностью. На минувшей неделе доходность гособлигаций упала даже ниже дивидендной доходности. Поэтому учитывая текущую переоценку фондового рынка, вполне вероятно, что волатильность рынка акций относительно рынка облигаций останется высокой в ближайшие годы, даже если рынок облигаций упадет. Если это действительно так, то дивидендная доходность фондового рынка будет превышать доходность 30-летних облигаций еще некоторое время, что не будет свидетельствовать о предстоящем кризисе на долгом рынке.

- 4) Реальная доходность облигаций показывает какую доходность получит инвестор с учетом инфляции. Учитывая инфляционные ожидания, гособлигации после такого ралли с начала года выглядят еще более непривлекательными по доходности. Реальная доходность 10-летних гособлигаций США с учетом инфляционных ожиданий упала почти до -0,1% по сравнению с 2% в ноябре. Реальная доходность в последний раз была отрицательной в июле 2016 года.



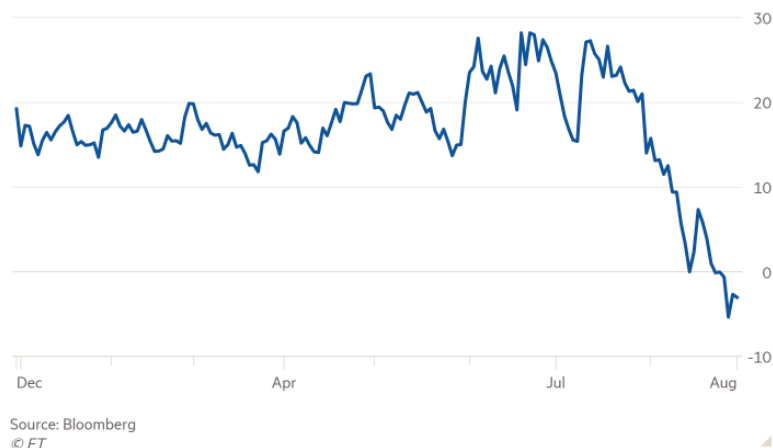
- 5) Кривая доходности представляет собой графическое отображение соотношения между доходностями разных выпусков облигаций одного эмитента в зависимости от срока погашения. Традиционно кривая доходности имеет положительный наклон: чем выше срок, тем выше доходность. В начале 2019 г. кривая по американским госбумагам стала «инвертированной» и на минувшей неделе достигла своего минимума с 2007 года. Исторически так сложилось, что



инвертированная кривая предшествовала каждой рецессии в США в течение полувека. Для некоторых инвесторов это отражает опасения, что ФРС не будет резко снижать процентные ставки, чтобы вывести экономику из состояния низких темпов роста.

Yield curve most inverted since 2007 crisis

Difference between two-year and 10-year Treasury yields (basis points)



Самые ожидаемые события в предстоящем месяце - заседания ЕЦБ и ФРС, которые состоятся 12 и 19 сентября, соответственно. Статистика по американской экономике, в частности темпы роста экономики во втором квартале на уровне 2% годовых и инфляция в размере 2%, не дает объективных причин ФРС снижать ставки. Однако рынки ждут от ФРС решительных действий в части снижения ставки.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Отказ от ответственности

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.