

Торговые идеи февраля: Замедление экономики уже есть, волатильности всё ещё нет



Автор прогноза: Николай Корженевский,
аналитик компании AMarkets, автор и ведущий
программы «Экономика. Курс дня» на телеканале «Россия 24»



Ключевые моменты:

- Валюты развитых стран остаются без трендов, но за этим скрывается фундаментальное ухудшение позиций доллара.
- Инструменты развивающихся стран, наоборот, живут в режиме повышенной волатильности; валюты ЕМ в феврале наверняка продолжат рост.
- Затяжной период шатдауна в американском правительстве сам по себе не окажет влияния на рынки, но поднимет вопрос суверенных рейтингов США.

Начало года ознаменовано восстановлением аппетита к риску. Рынки отыграли потери декабря, когда уж слишком нервных инвесторов охватила паника, и вместо рождественского ралли мы получили рождественский обвал. Пожалуй, даже более важным было продолжение – падение ликвидности до аномально низких уровней на новогодние праздники. Да, в этот период всегда проходят очень небольшие объемы, но 2019-й оказался выдающимся. Как результат, торговля началась с очень резкого движения в большинстве валютных пар. Мы рекомендуем ни в коем случае не забывать про этот эпизод, анализируя перспективы на 2019 год. Ключевой тенденцией останутся уход ликвидности и сопутствующий рост волатильности.

ВМЕНЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ В EURUSD.



Источник: Reuters, CBOE

Конечно, мы ни в коем случае не хотим сказать, что колебания по три-четыре фигуры станут нормой. Но нужно понимать, что текущий “боковик” в основных парах закончится очень резкими движениями. В какую сторону, пока сказать очень сложно. В феврале-марте рынки, скорее всего, останутся в нынешнем режиме: утомительное отсутствие тренда в EURUSD и восстановление валют, связанных с риском: фунта, канадца, австралийца и новозеландца. Пожалуй, даже интереснее выглядят инструменты развивающихся стран, в первую очередь, рубль и мексиканский песо. Об этом мы подробнее поговорим далее в обзоре.

Сейчас хочется сконцентрироваться на среднесрочных перспективах и детально разобрать причины такой вялой динамики в долларе (и EURUSD). Почему это важно? Потому что доллар не растет, когда для этого есть все условия и предпосылки. Долларовые доходности – и реальные, и номинальные – теперь уже максимальные среди валют стран с развитой экономикой. Они даже больше, чем в Австралии и Новой Зеландии, некогда “деревнях с самыми высокими ставками”. К этому важнейшему фактору в конце 2018-го прибавился еще и тотальный уход от риска. Однако к дополнительному спросу на доллар это не привело: да, американец укрепился к валютам развивающихся стран, но это произошло скорее механически ввиду выхода последних на локальных рынках, а не тотального бегства в USD.

Причина этого – обострение проблемы “двойного дефицита” США. Под данным термином понимают синхронное наличие дефицита бюджета и дефицита текущего счёта платёжного баланса. Уникальность американской экономики состоит в том, что из-за структурных особенностей ухудшение там происходит одновременно и в фискальной, и во внешнеторговой части. Потому альтернативное название данного явления для Соединенных Штатов – “дефициты-близнецы (twin deficits)”.

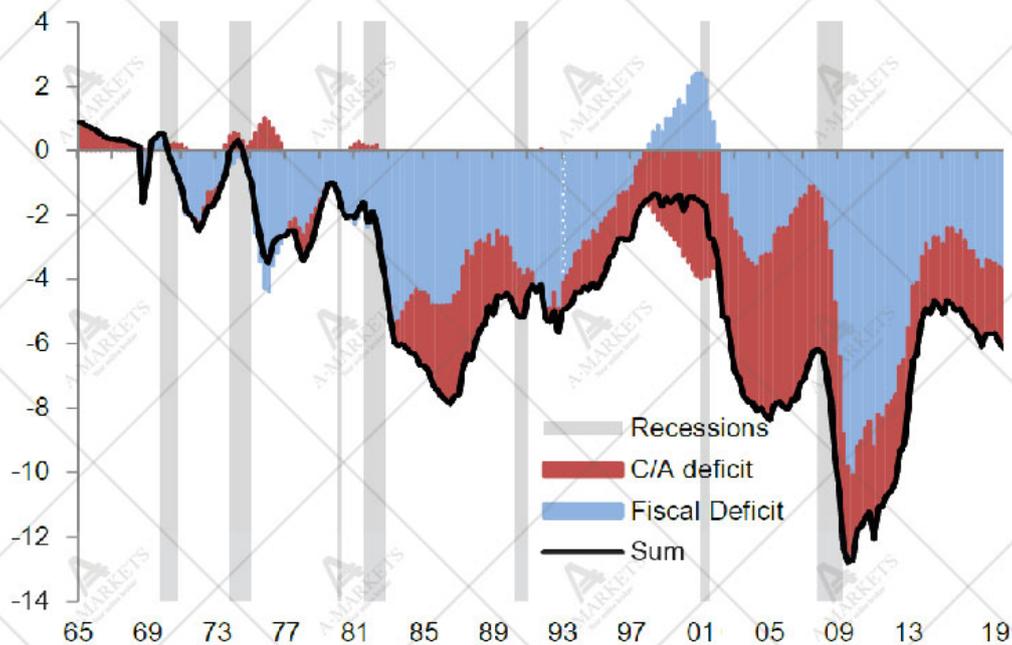
ДОХОДНОСТЬ СУВЕРЕННЫХ 10-ЛЕТНИХ ОБЛИГАЦИЙ.



Не все знают, но вообще это понятие возникло в контексте обсуждения неожиданного укрепления доллара, которое произошло с 82 по 86 гг. прошлого века (доллар тогда прибавил 36% против корзины, хотя это укрепление было быстро утрачено после заключения договора в отеле Plaza). Данная ситуация активно обсуждалась в академическом сообществе, а сам термин был предложен Мартином Фельдстейном.

Вообще с момента отмены золотого стандарта в 1971 г. наблюдалось пять эпизодов резкого увеличения "дефицитов-близнецов". По итогам двух доллар значительно вырос, по итогам трех – сильно упал. Так что само по себе обострение дефицитов ещё ничего не означает. Важен контекст, в котором оно происходит. Мы не будем излагать всю теоретическую часть, которая используется для анализа влияния на рынок, а остановимся только на приложении этой теории к сегодняшнему дню.

“ДВОЙНОЙ ДЕФИЦИТ” США.



Источник: J.P. Morgan.

Первый фактор – этап экономического цикла. Сейчас рост в Америке замедляется, но до рецессии пока далеко. Ещё действует инерция капитальных инвестиций; рынок труда очевидно перегрет. В такой ситуации рост бюджетного дефицита практически гарантированно выльется в увеличение частного спроса, что автоматически приведёт к росту дефицита текущего счёта. Собственно, сейчас мы наблюдаем именно взаимное усиление дефицитов. Во время рецессии такой спирали нет; дополнительный спрос, связанный со смягчением фискальной политики, лишь компенсирует падение совокупного спроса в экономике. Это сглаживает цикл, а также позволяет не так сильно смягчать монетарную политику. Но в нынешних реалиях это только усложняет финансирование дефицитов.

Второй фактор – ответ монетарной политики. По нашим оценкам, для полной нейтрализации налоговой реформы для доллара, потребуется рост ставки ФРС на 200-250 б.п. и/или увеличение относительной доходности 10-летних казначейских нот в реальном выражении на 100-125 б.п. В текущей ситуации это представляется мало реальным развитием событий, поэтому хотя бы какую-то часть потерь валюта должна взять на себя. Если предположить, что ставки останутся неизменными, индекс доллара в модельной оценке снижается на 7-8%. В реальной жизни, конечно, будет наблюдаться некая комбинация снижения двух этих вариантов восстановления равновесия, но большая часть бремени, по нашим оценкам, ляжет именно на USD.

И третий фактор – с каких уровней двойной дефицит начинает расти. Это, пожалуй, единственная относительно хорошая новость для доллара. Нынешние 5% ВВП – показатель сопоставимый с предыдущими эпизодами, что во многом объясняется устранением дисбалансов в торговле энергоносителями. И это обстоятельство выгодно отличает США от, например, Великобритании накануне Brexit'a. Дефицит одного лишь текущего счета Соединённого Королевства составлял порядка 6% ВВП. Как только иностранные инвесторы прекратили финансировать потребности Британии, потребовалась “корректировка стоимости” фунта с уровней выше 1.45 до примерно 1.2, чтобы восстановить спрос. В случае с США ситуация изначально мягче, но всё равно требует падения курса доллара.



В сухом остатке всё это означает необходимое устойчивое снижение USD, как минимум, на 5% в течение 2019 года. Ситуация осложняется тем, что волатильность на фьючерсе будет выше, поэтому краткосрочные движения могут быть и в пользу американца. Мы интерпретируем эту ситуацию как повод играть против доллара, но только после его локального укрепления. Очевидно, что, например, в паре EURUSD никакого локального укрепления давно не было, поэтому и покупать от этих уровней нерационально. Наоборот, в случае, скажем, фунта или даже рубля уже состоялись быстрые движения вниз, и их было рационально откупать.

Повторим, что такое подробное описание вопроса “дефицитов-близнецов” связано с нашей убежденностью в важности этой темы. Именно побочные эффекты от налоговой реформы Трампа не позволяют доллару укрепиться в последние месяцы, и именно они являются причиной, по которой мы ждем хороших точек входа в короткую позицию по USD. Все прочие, казалось бы, важные темы, – информационный шум. Устанавливать тренд будут экономические дисбалансы и ответ, который на них даст ФРС.

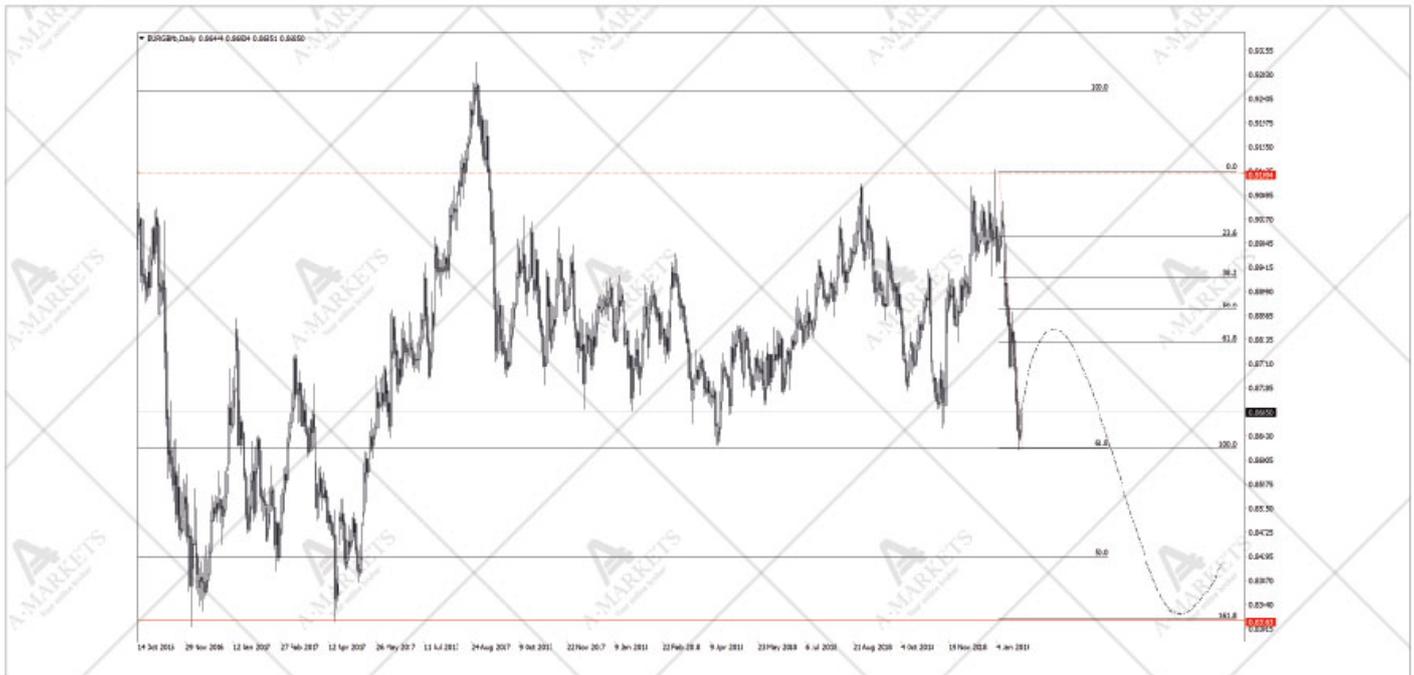


А истории вроде закрытия работы американского правительства – в первую очередь, пугалки для СМИ. Американский истеблишмент хорошо осознаёт негативные последствия таких склок и не позволит им зайти слишком далеко. Единственный рискованный аспект заключается в реакции рейтинговых агентств на такие события. S&P уже понизило оценку кредитного качества трежерис с AAA до AA+ (это произошло 5 августа 2011 г.) Теперь о подобном риске заявило и агентство Fitch. На момент написания данного обзора в Белом Доме была достигнута договорённость возобновить работу правительства, однако это временное решение, и уже к концу февраля федеральные ведомства могут вновь оказаться без финансирования. В случае каких-либо рейтинговых действий реакция доллара, по нашим ожиданиям, будет ярко негативной.

А в отсутствие подобных форс-мажоров основные темы на валютном рынке наверняка останутся теми же, что и в январе. Во-первых, это дальнейшая постепенная покупка высокодоходных валют. Во-вторых, это восстановление фунта по мере роста вероятности проведения второго голосования по Brexit, или вообще перевода данного вопроса в разряд “подвисших”. Заседание ФРС, назначенное на 29-30 января, также вряд ли принесёт много новой информации. Глава Федрезерва Джером Пауэлл уже всё сказал: регулятор следит за данными и готов реагировать на изменение рыночной ситуации. Для общего спокойствия этого пока достаточно.

EURGBP: медвежья консолидация

Мы будем продавать EURGBP по 0.8860 с целью 0.8316, stop-loss на 0.9015.

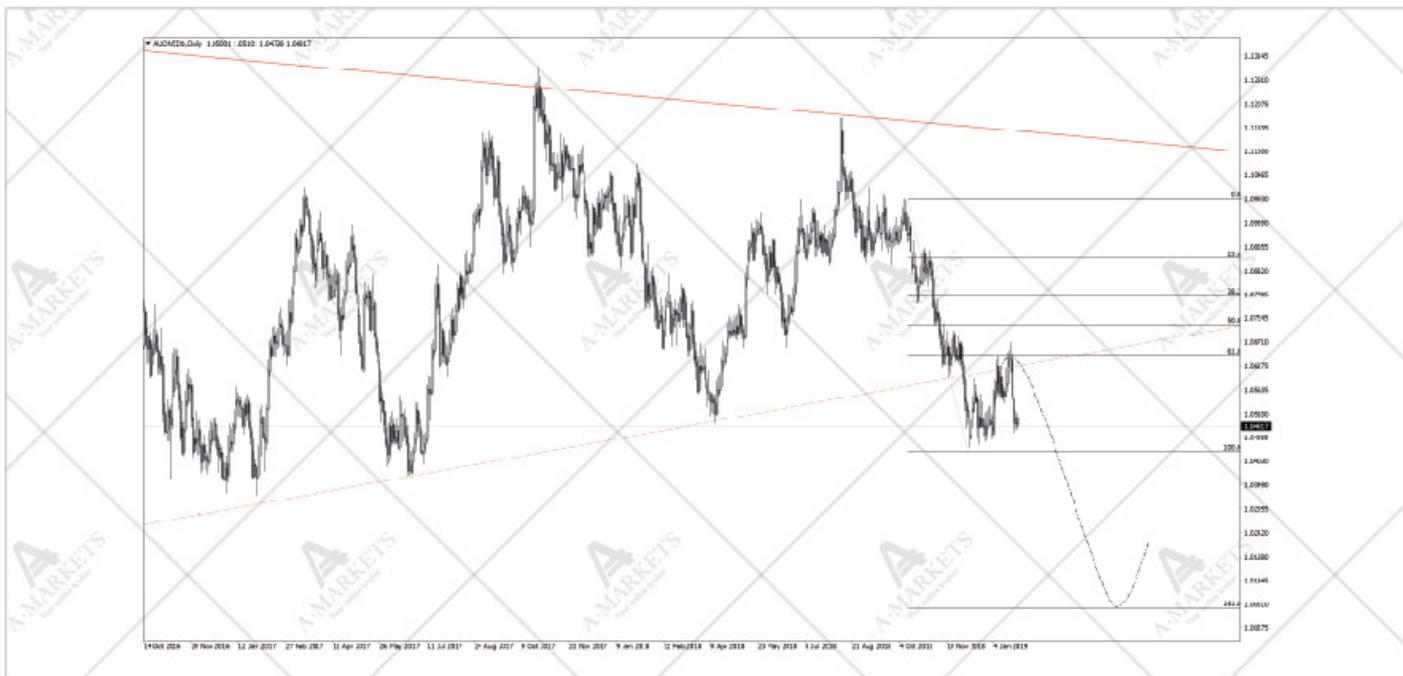


Локальным, но важным событием января стало голосование по договору о Brexit в версии Терезы Мэй. Проект провалился с оглушительным треском. Степень неприятия в парламенте оказалась настолько высока, что принципиально изменила перспективы выхода Британии в целом. Теперь наиболее вероятными являются сценарии, которые раньше считались практически невозможными. Первый – это “подвешивание” вопроса, на что, правда, требуется согласие Брюсселя, но на что уже совершенно точно готовы британские парламентарии. Второй – проведение повторного референдума. С точки зрения традиций это, конечно, предательство демократии, но на практике процесс развода с ЕС оказался настолько сложным, что есть возможность наступить на горло морали. И третий – разумеется, “выпадение”, а не выход Соединённого Королевства из союза.

Техническая картина в парах с фунтом говорит о том, что последний вариант всё же не является базовым сценарием. Британец восстанавливается широким фронтом. В GBPUSD ключевым сопротивлением является отметка 1.34. Преодоление этого уровня открывает весьма существенный потенциал роста. Однако мы воздерживаемся от сделок в этом инструменте из-за крайне высокой неопределённости краткосрочных перспектив доллара. Более удобный вариант – EURGBP. Там есть такой же понятный уровень критической поддержки, он расположен на 0.86. Более того, с октября 2017 года рынок, по большому счёту, находится в вялой и затяжной консолидации после резкого роста кросса. Завершением этой консолидации должен стать уход котировок в район 0.832; максимальная цель – 0.8196.

AUDNZD: на пути к многолетним минимумам

Мы снова открываем короткую позицию в AUDNZD по 1.058 с целью 1.01, stop-loss на 1.074.

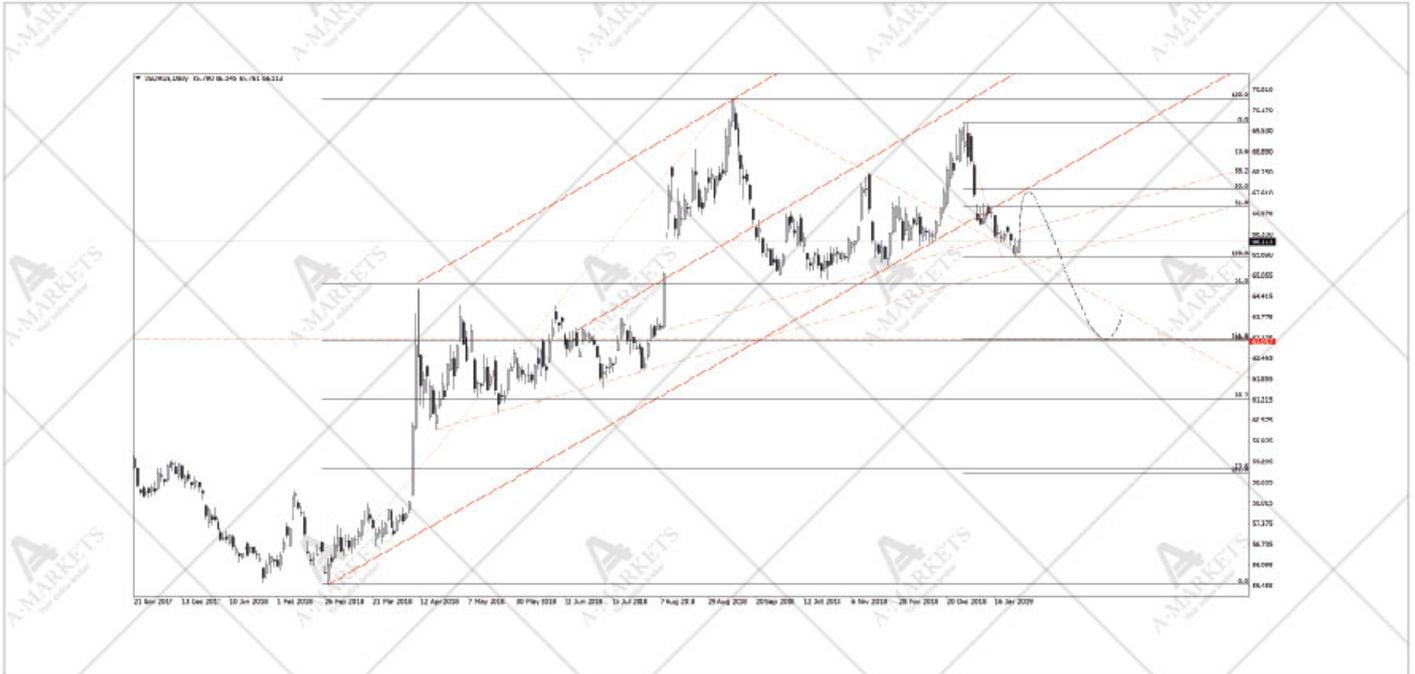


Короткая позиция в кроссе AUDNZD была одной из идей, которая была предложена как интересный среднесрочный трейд на 2019 год. Однако волатильность первых торговых дней значительно ускорила процесс; прибыль была взята уже в первые торговые дни января. Тем не менее, это, конечно, исключительная ситуация, и общая идея остается актуальной. С фундаментальной точки зрения, она сводится к большей уязвимости Австралии перед замедлением в Китае и вытекающего из этого расхождения в монетарной политике Резервного Банка Австралии и Резервного Банка Новой Зеландии.

С технической точки зрения, на рынке наблюдается консолидация вблизи многолетних минимумов. Текущие уровни достигались в середине 80-х, затем в середине 90-х и после этого в середине 2000-х. И каждый раз за этим котировки возвращались в район 1.3. Минимум по паре, как правило, достигается вблизи пика экономического цикла, а максимумы, наоборот, во время рецессии. И только в нынешнем эпизоде котировки остаются на таком глобальном минимуме уже в течение четырех лет. Причиной, по нашему мнению, является то, что центр замедления мировой экономики теперь находится в Китае, а не в США. И в ближайшие месяцы эта ситуация не изменится. Мы полагаем, что австралийский доллар в итоге будет слабее, и кросс уйдет к паритету. На то же указывает и техническая картинка.

USDRUB: способ отыграть необоснованный оптимизм поздней стадии цикла.

Мы держим короткую позицию в USDRUB от 68.8, повышаем цель до 63.1, понижаем stop-loss до 68.8 (точка входа).



После изменения риторики Джерома Пауэлла под занавес 2018 года, все активы, связанные с риском, начали расти в цене. И хотя поддержки ФРС не хватит надолго, восстановление ещё не завершено. На валютном рынке имеют явное преимущество валюты развивающихся стран, среди которых особенно выделяются мексиканский песо и российский рубль. Мы ожидаем, что вся группа EM продолжит расти в феврале-марте, и поэтому использовали бы локальное снижение этих инструментов для спекулятивной покупки.

Шорт в USDRUB нравится нам и по фундаментальным соображениям. Он был включен в список наиболее интересных трейдов 2019 г. после явно неадекватной динамики котировок в декабре. В рубле остаётся достаточно много шорта, что гарантирует наличие топлива для дальнейшего движения. Следует учитывать, что локальные рынки не успели отыграть позитив от снятия санкций против компаний Дерипаски, а ведь это системная история, которая изменяет отношение к российским активам вообще. Самого словосочетания "снятие санкций" достаточно, чтобы инвесторы обратили внимание на инвестиции в рубле. Второй важный момент – стабилизация цен на нефть. По нашим ожиданиям, на протяжении первого полугодия энергоносители продолжат консолидироваться после болезненного обвала в 2018 г. На этом фоне мы ожидаем падения USDRUB до уровня 63.1.

Мы держим короткую позицию в CADNOK; закрыта позиция в USDCNY (stop-loss);

будем продавать EURUSD по 1.18 с целью 1.072 и stop-loss на 1.195.