

## Торговые идеи апреля: Стресс все накапливается



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



### Ключевые моменты:

- Подписанный Трампом бюджет несет в себе колоссальные риски. Не исключено возникновение «негативной петли» в фискальной политике.
- Администрация США начала открытую торговую войну. Ответные действия Китая далее будут иметь ключевое значение.
- Еще один источник тревоги – долларовые ставки LIBOR, которые взлетели без каких-либо очевидных причин.
- Доллар должен значительно ослабнуть, чтобы платежный баланс США мог перейти в новое равновесие.
- Ралли в рискованных активах находится в зрелой стадии, и мы переходим к стратегии продаж на росте. Этот принцип относится к высокодоходным валютам и валютам развивающихся рынков.

По итогам марта нужно обсудить сразу несколько больших вопросов, которые совершенно точно будут влиять на рынок в ближайшие месяцы, или как минимум представляют собой значительный среднесрочный риск. Первая история – налоговая реформа и бюджет в США. Та вещь, которую раньше можно было интерпретировать по-разному, теперь приобретает все более и более уродливые формы. В конце марта Дональд Трамп подписал законопроект о финансировании расходов правительства до 30 сентября. Теперь мы точно знаем, что в этом фискальном году дефицит американского бюджета превысит 3% ВВП, в следующем – будет больше 5%.

Мы не будем останавливаться на политических деталях бюджета, хотя они весьма забавны. Трамп вообще, похоже, поставил подпись, чтобы не опоздать на гольф в субботу. Но экономически документ смахивает на катастрофу. В оставшиеся полгода казначейство израсходует 1.3 трлн долларов, первичный дефицит – свыше 600 млрд. И это при растущей экономике, причем темпы роста уже превышают потенциальные. Ключевой вопрос, который задают себе инвесторы: а что будет дальше, когда наступит рецессия? Где окажутся уровни дефицита, и кто будет финансировать всю эту вечеринку?

## ОФИЦИАЛЬНЫЙ ПРОГНОЗ ПО ДЕФИЦИТУ БЮДЖЕТА В США.



Источник: Комитет по ответственной бюджетной политике, Бюджетное управление Конгресса.

И тут нужно вспомнить о второй большой проблеме: торговые войны. Европа и Азия уже скупают практически все, что позволяют им их собственные производственные возможности. Страны-экспортеры сырья, конечно, немного увеличат спрос, но прирост несопоставим с аппетитами казначейства. Какое-то время спасать ситуацию мог бы Китай, но задача администрации – сократить дефицит торгового баланса. При растущих потребностях бюджета это можно было бы сделать двумя путями: допустить ослабление доллара или административное сокращение импорта. И США, похоже, идут по второму пути.

В последние месяцы в Штатах активно расследовали торговые практики Китая по трем «фронтам»:

1. по статье 201: стиральные машины, солнечные панели,
2. по статье 232: сталь, алюминий, уран,
3. по статье 301: интеллектуальная собственность и трансфер технологий.

По состоянию на сегодня решения по всем трем уже приняты. Общая сумма импорта, который может быть затронут ограничительными мерами, составляет 60 млрд долл., или 12% от импорта США из Китая. Самым опасным было расследование по интеллектуальной собственности, и именно из него истекает львиная доля этих 60 млрд в ограничениях.

Пекин уже ответил, и достаточно спокойно. Будет ужесточен режим импорта по товарам из Соединенных Штатов на 3 млрд долларов. Разумеется, это ничтожная сумма. Пекин явно не хочет поддерживать военные настроения американской администрации, и предпочитает действовать в соответствии со старой восточной рекомендацией: гляди на воду, и однажды ты увидишь, как проплывает труп твоего врага.

## ТОРГОВЛЯ США И КИТАЯ.



Источник: Министерство торговли США.

Вообще, любой ответ Китая, который сводится к импорту конкретных товаров, будет только предупреждением. Даже если случится отмена заказов у Боинга – это все пыль в глаза. Две действительно болезненные вещи, которые может сделать КНР в ответ – девальвация юаня и/или сокращение инвестиций в американские облигации. И тут мы возвращаемся к гигантскому бюджетному дефициту в США. Кто-то должен профинансировать расходы. Пекин мог бы наращивать свои инвестиции в казначейские облигации, но не в условиях торговой войны. Здесь скорее есть риск сокращения покупок, что будет тяжелым ударом по рынкам.

Расслабляться рано. Несмотря на пока спокойный ответ Поднебесной, эскалация отношений все еще совершенно реальна. Виновата опять политика. 6-го ноября в США выборы в Конгресс, и в преддверии этого события риторика президента и администрации будет только агрессивнее. Теоретически, могут возникнуть какие-то новые разбирательства; можно также расширить объем уже существующих санкций. Поэтому в ближайшие полгода отношения Соединенных Штатов и Китая определенно будут нависать над рынком тяжелой угрозой.

И, совершенно точно, в сложившейся ситуации это в том числе и угроза для доллара. Растущий дефицит текущего счета в отсутствии дополнительного иностранного финансирования – это приговор для валютного курса. Речь не идет о каком-то крахе USD, который часто любят предсказывать коллеги-экономисты. Скорее, мы вполне можем вернуться в 2008-й год, когда евро стоил больше \$1.5, а фунт стерлингов – больше \$2. И именно диспозиция, описанная выше, все эти месяцы мешает EURUSD нормально скорректироваться от взятых высот.

## ДИНАМИКА 3-МЕСЯЧНОЙ СТАВКИ USD LIBOR.



Что касается ставок, то здесь главное, конечно, LIBOR. На межбанке в Лондоне происходит настоящая вакханалия, очень напоминающая 2008 г. В начале января текущего года 3-месячная ставка находилась на уровне 1.69% и в целом соответствовала тому, куда Федрезерв хотел направить рынок. Но менее чем за три месяца ставка рванула к 2.3%, а обгонять ужесточение монетарной политики в США межбанк начал полгода назад. И это собственное движение спотового сегмента данного конкретного рынка.

Однозначного ответа на вопрос, с чем это связано, нет. Существует несколько теорий, и каждая из них способна лишь частично объяснить происходящее. Первая – у какой-то финансовой организации прямо сейчас наступает «кредитное событие». Или, по-русски, какой-то банк вот-вот лопнет. Мы считаем этот вариант наиболее маловероятным: на рынке деривативов все спокойно, и ликвидности в системе по-прежнему очень много. Вторая теория: взлет связан с реформой методологии подсчета LIBOR. Мы предполагаем, что это маловероятно, так как аномальное поведение наблюдается уже слишком долго. И тем не менее, полностью исключать эту версию уже нельзя.

Третья гипотеза заключается в том, что казначейство США вытолкнуло с рынка частных заемщиков (все те же банки). Пока администрация президента торговалась с Конгрессом по вопросу бюджета, министерство финансов вынуждено было финансировать львиную часть своих расходов с помощью краткосрочных бумаг. Поэтому те, кто хотел дать денег в долг на малый период, естественно, дали их правительству, а не конкретному банку. Доходности те же, а доллары печатает только казначейство. Соответственно, на межбанке стало меньше кредиторов, и ставки пошли вверх. Мы считаем, что этот фактор в любом случае присутствовал. Был ли он главным, станет понятно в ближайшие дни, так как закон о бюджете в Штатах подписан и вступил в силу.

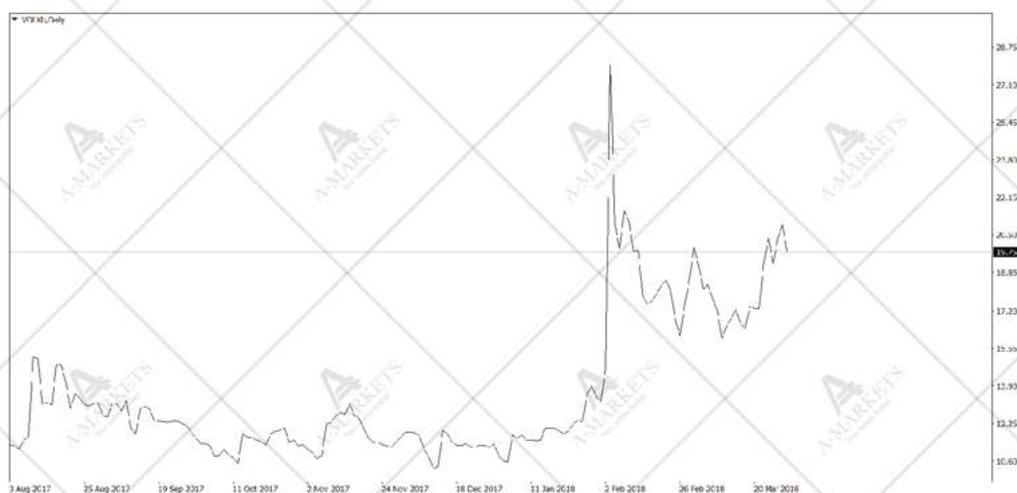


И последний вариант: во всем виноват Brexit. Действительно, если крупные банки будут перемещать часть бизнеса из Англии в континентальную Европу, нормальная работа рынка так или иначе нарушится. Возможно, именно это мы и наблюдаем сейчас. Подтверждает эту теорию ровно то же, что опровергает вторую: слишком спокойно «стоит» рынок деривативов. А потому мы склонны считать, что этот фактор в совокупности с заимствованиями казначейства были ключевыми для коротких ставок в последние месяцы.

Если мы правы в причинах, то текущий рост LIBOR не является предвестником каких-то ужасных событий. Однако любой рост ставок – это сигнал роста рисков в системе, даже если они связаны со сколь угодно техническими факторами. Изменение стоимости заимствований автоматически приводит к переоценке всех долговых инструментов, а также процентных деривативов.

Ситуация на межбанке бьет по тем же уязвимым местам, что и дефицит бюджета США, и торговые войны. Главное следствие – общий рост волатильности. Мы давно ожидали от рынков именно этого, и с февраля получили результат. Индекс VIX перешел в новый режим. Среднее его значение с 05.02 составляет 19 пунктов, против 11.5 пунктов до «слива» на рынке казначейских облигаций США. По мере сокращения ликвидности ввиду политики ФРС, волатильность будет увеличиваться и далее. Наши модели показывают высокий риск очередного скачка VIX в начале 2019 г., который может иметь уже системные последствия.

## ДИНАМИКА ИНДЕКСА ВОЛАТИЛЬНОСТИ VIX.



Источник: СВОЕ.

Пока же напряженная ситуация будет провоцировать лишь локальные коррекции. Однако активы, сопряженные с риском, вряд ли просядут: покупателей пока много. Самый главный вопрос, состоится ли долгожданная мощная коррекция. С одной стороны, взлет долларовой LIBOR и рост доходностей трежерис по всей кривой – классические предпосылки для некоторого укрепления валюты. С другой стороны, смягчение бюджетной политики в США по своему эффекту намного превышает ужесточение политики монетарной. Два этих фактора компенсируют друг друга, зажав доллар в районе 90 пунктов по индексу (DXY). Среднесрочно риски падения доллара сейчас однозначно доминируют.

Более высокий уровень системной волатильности также значительно сдержит (а местами и вовсе развернет) ралли в активах, связанных с риском. Высокодоходные валюты прекратили рост, и пока даже сползают ниже. Тем не менее, пока эти просадки наверняка будут выкупаться. Кроме того, общая тема слабого доллара будет заставлять инвесторов бежать в другие активы, и пробежать мимо доходных активов не смогут. Мы ожидаем еще одного рывка в ряде валют развивающихся стран, в т.ч. российском рубле.

## EURUSD: растущий тренд пока не сломлен

*Мы закрываем шорт в EURUSD, смотрим на рынок нейтрально.*



Наши ожидания коррекции в EURUSD постепенно растворяются. Чем более понятными становятся детали очередного американского бюджета, тем меньше у нас желания в принципе играть в покупку доллара. Как уже было написано выше, существуют краткосрочные фундаментальные силы, которые все же могут увести пару ниже. Это, в первую очередь, то, что происходит с долларowymi ставками (см. часть, посвященную LIBOR).

Технически, конечно, пара также находится уже в очень зрелой стадии роста. Растущий тренд 2017-го года пока не пробит (и даже толком не тестировался), но впереди очень мощное долгосрочное сопротивление. Какая-то здоровая коррекция должна состояться. Целью такого движения по-прежнему выступает область 1.17-1.18. Если данные уровни будут достигнуты, то там совершенно однозначно нужно занимать стратегическую длинную позицию с целями выше 1.3.

## USDJPY: технический трейд против доллара

Мы продаем USDJPY по 106.2, take-profit на 104.00/101.5, stop-loss 108.2.

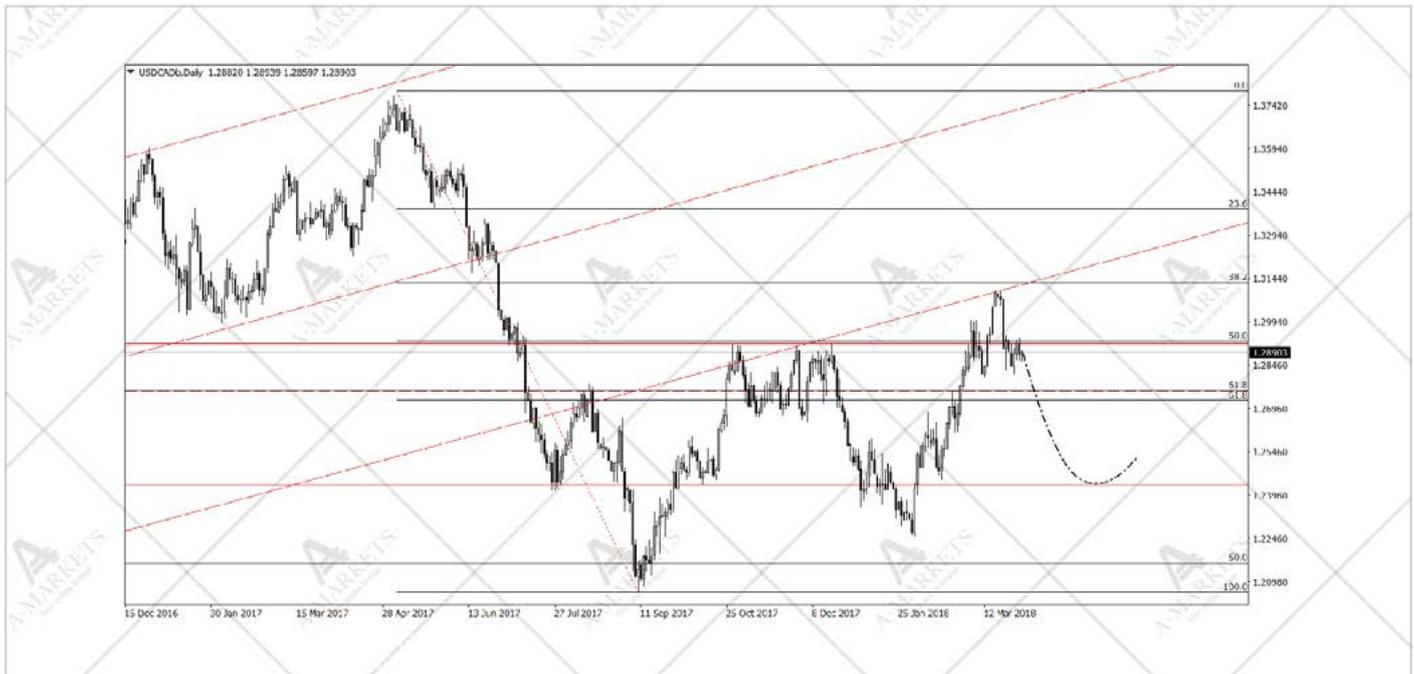


На фоне общего роста волатильности и ухода от рисков к иене вернулся статус валюты-убежища. Уже два месяца она убедительно укрепляется как против доллара, так и в большинстве кроссов. Мы напоминаем о постепенном изменении риторики Банка Японии, которого достаточно для того, чтобы как минимум поддержать валюту. Именно японская валюта является одним из наиболее разумных вариантов поиграть в слабый доллар, так как имеет малое отношение ко всем проблемным темам, описанным в основной части.

С точки зрения технического анализа, USDJPY сейчас корректируется от сильного диапазона поддержки в 104.00-104.60. Пара с высокой вероятностью протестирует его еще раз и, вполне возможно, сделает это успешно. Следующей целью выступает район 101-102 иен за доллар, и там уже разумно полностью закрывать короткую позицию. Ни рынок, ни монетарные власти круглую отметку в 100 просто так не сдадут.

## USDCAD: фундаментальный трейд против доллара

Мы продаем USDCAD по 1.29, take-profit на 1.244, stop-loss на 1.315.

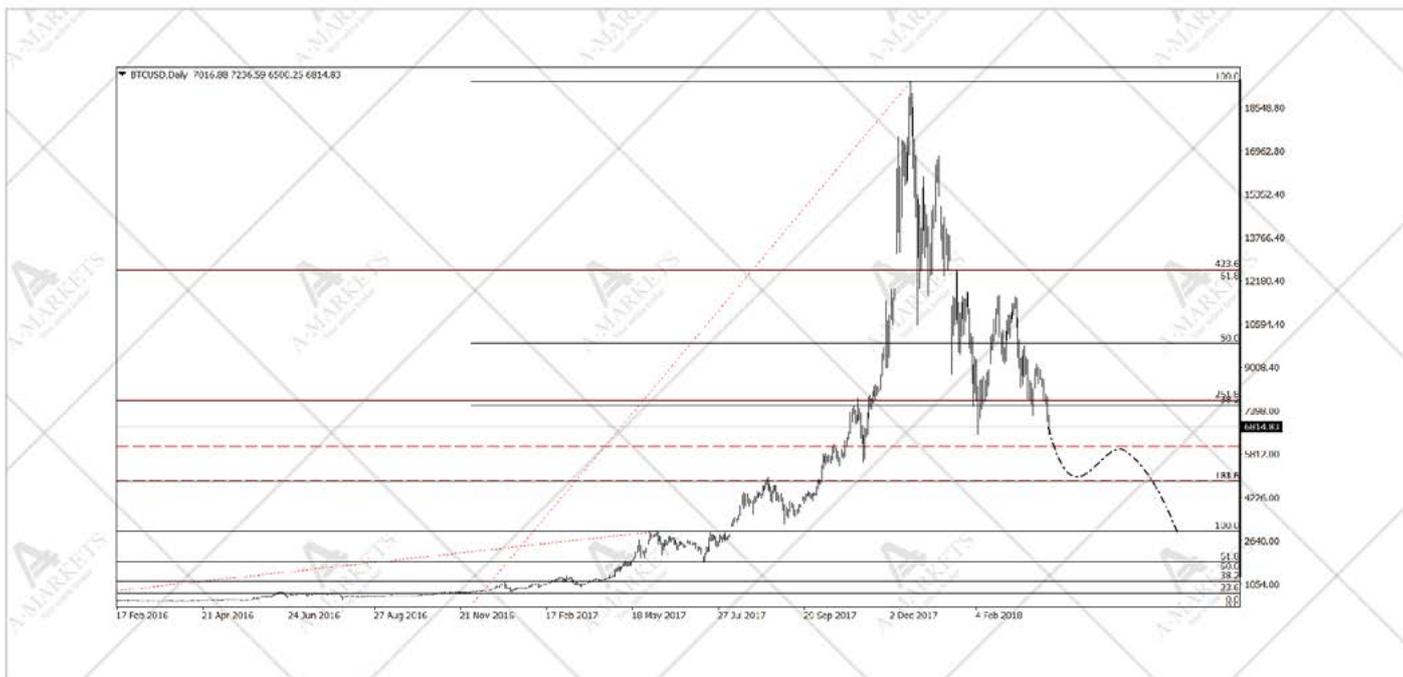


В предыдущих обзорах мы уже отмечали факт фундаментальной недооцененности канадца. За последние месяцы он сильно отстал от роста цен на нефть, которая всегда была для него одним из главных драйверов. Мешала валюте риторика Дональда Трампа, который грозился пересмотреть условия договора NAFTA. Данный риск можно считать незначительным на горизонте 2-3 месяцев. Во-первых, американский президент уже официально отложил на 30 дней любые действия по этому направлению. Во-вторых, Джастину Трудо, очевидно, удалось выторговать время на переговоры. Мы бы предположили, что Канада вообще по большому счету обезопасила себя от недружественных торговых настроений США, но вперед выборы в Конгресс, а значит, могут быть сюрпризы.

Динамика USDCAD также сигнализирует о том, что разумнее занимать короткую позицию. Пара протестировала теперь уже сопротивление в районе 1.314 и успешно развернулась вниз. Если предположить переход цены в симметричный коридор ниже, то следующей целью выступает уровень 1.242. Там же находятся и цели волновых моделей, причем сразу в нескольких их интерпретациях. О теме слабого доллара здесь уже отдельно не упоминаем, сказано об этом достаточно.

## Bitcoin: ну, как бабушка и завещала

*Мы воздерживаемся от любых операций с криптоактивами, оцениваем справедливую стоимость Bitcoin на уровне в \$300 в самом оптимистичном сценарии.*



Во-первых, наша постоянная оговорка: волатильность в криптовалютах слишком высока, чтобы пытаться совершать с ними какие-то спекулятивные операции. То, что инвесторов так манит, в конечном итоге всех их и похоронит. Мы считаем, что все криптоактивы прогнозируемы хуже, чем большинство других инструментов, связанных с вероятностными моделями.

Фундаментально тут тоже уже все сказано. Отметим только, что общие негативные настроения на рынках спровоцировали отток наиболее спекулятивных денег, что и привело к значительной коррекции в самых явных «пузырях». Технически отсюда тот же биткоин может упасть еще кратно. Среднесрочный рост сломлен, и остается только очень медленный долгосрочный тренд. Где он сейчас проходит, это тоже вопрос практически философский. Наши модели дают цифры в районе \$300, т.е. столько же, сколько другие собственные подходы к оценке данного актива.