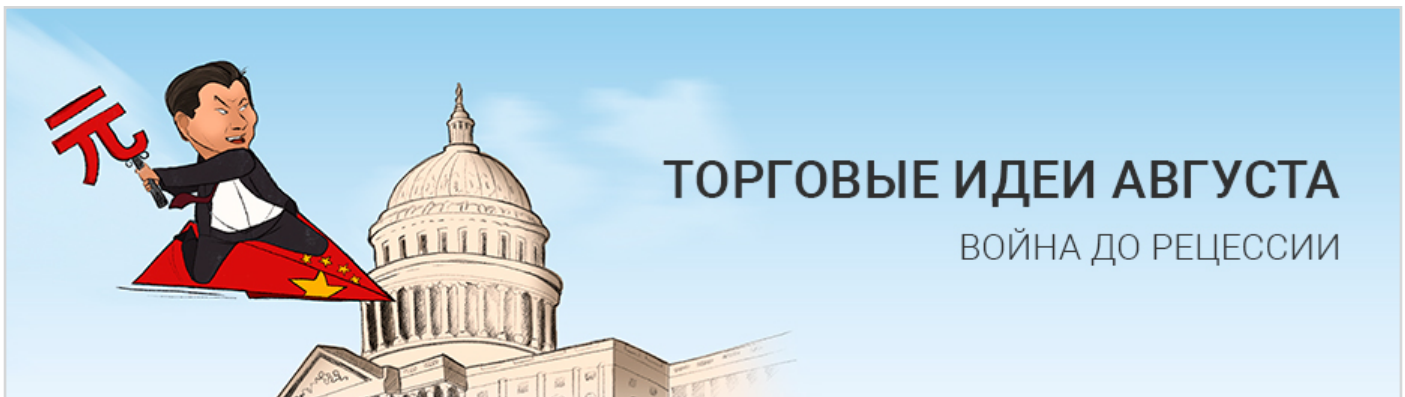


Торговые идеи августа: Война до рецессии.



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

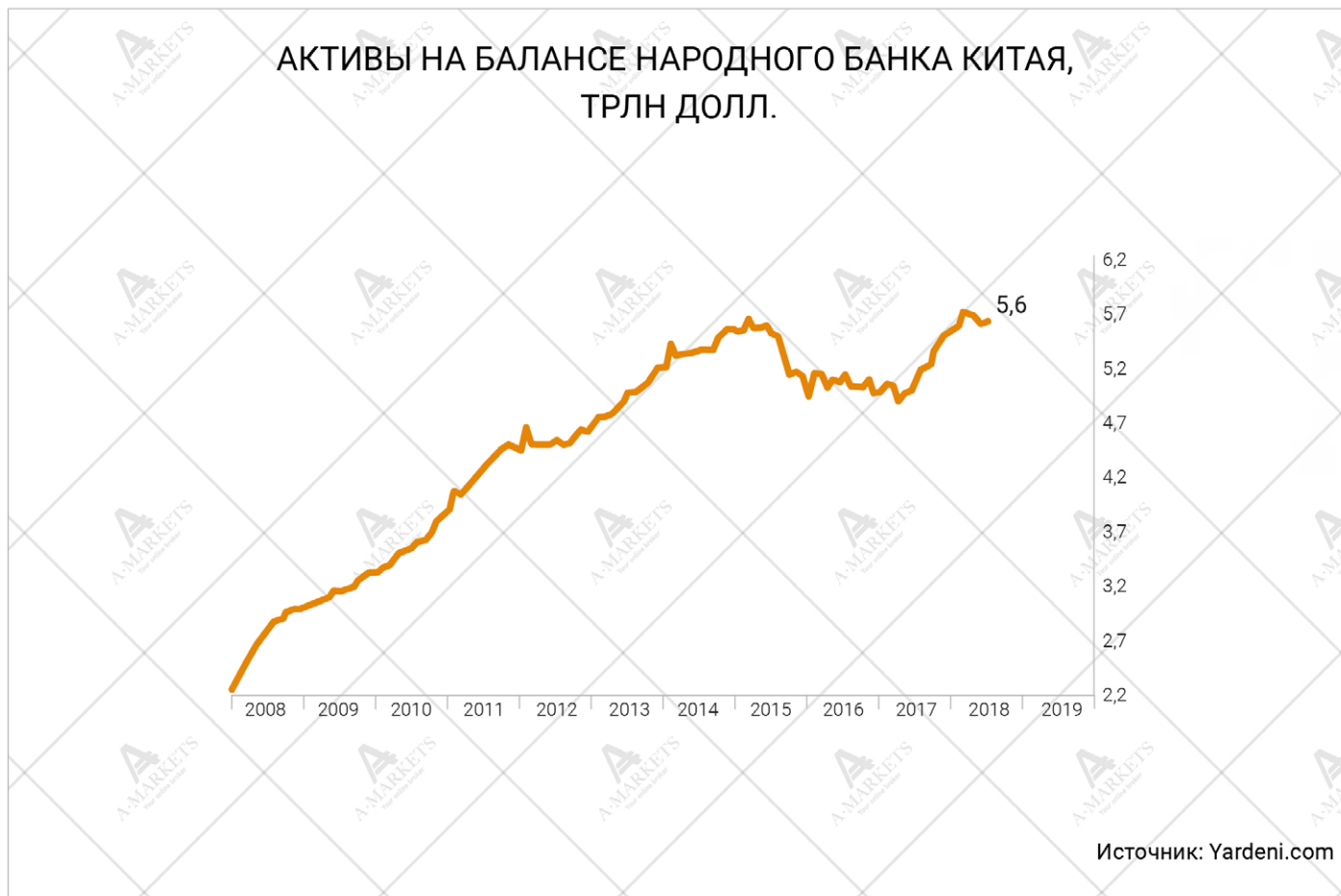


Ключевые моменты:

- Торговые войны уже спровоцировали ребалансировку экономики Китая. Ключевые глобальные риски теперь лежат в этой плоскости.
- Турция – отличный пример плохой макроэкономической политики. Важно, чтобы это не стало образцом для подражания для Италии.
- Рост в США в III кв. начнет ускоряться, ФРС продолжит быструю нормализацию политики, а Трамп – введение новых пошлин.

США наконец-то добрались до болевых точек Китая. Это заметно как по макроэкономическим данным и поведению финансовых рынков, так и по реакции руководства страны. Бросается в глаза статистика по кредитной активности и нехарактерной слабости промышленности. На рынках главная история – юань, который, возможно, готовят к изменению валютного режима.

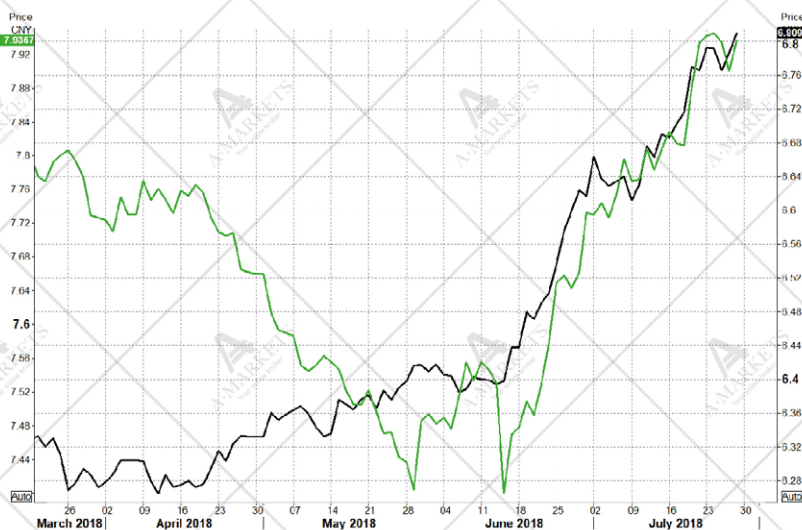
Народный Банк Китая в прошлом месяце заявил, что обладает возможностью предотвращать избыточную волатильность и при этом сохранять валютные резервы страны. Формулировки утверждений несколько отличались в тональности от обычных сухих штапмов коммунистического ЦБ. Параллельно регулятор проводил смягчение монетарной политики, при чем опять-таки нетрадиционное.



По сути, в июле НБК запустил свою версию LTRO. Центробанк готов предоставлять среднесрочные займы, если банки, в свою очередь, будут расширять кредитование компаний и наращивать скупку корпоративных бондов. Это практически полный аналог программы ЕЦБ, запущенной в 2011 г. Целью европейского механизма тогда, правда, являлся суверенный долг, т.к. именно в этом сегменте происходили кризисные процессы. Для китайцев важны корпоративные бумаги, но общий подход одинаковый.

Народный Банк Китая не желает сам выступать покупателем долга, но расширяет свой баланс для насыщения потребностей системы в свежей ликвидности. Это заметно отличается от политики предыдущих лет, когда основным инструментом являлся уровень резервных требований. И изменялся он зачастую абсолютно механически, чтобы компенсировать интервенции на валютном рынке. Теперь же регулятор подбрасывает в топку дров.

ДИНАМИКА USDCNY (ШКАЛА СПРАВА) И EURCNY.

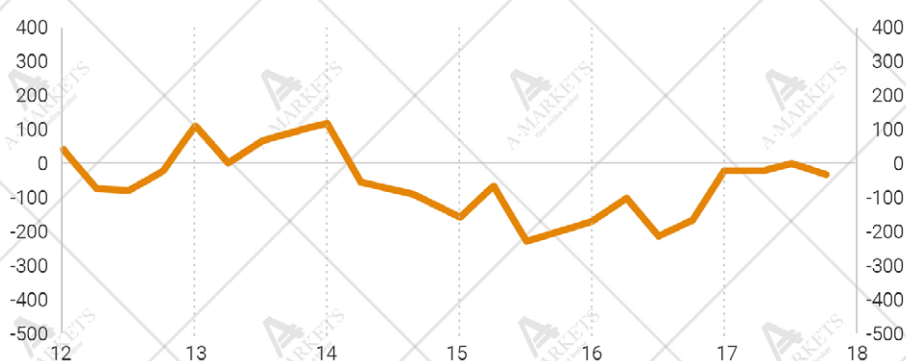


Источник: Reuters.

Проблема в том, что побочные эффекты все равно заденут валютный рынок. Юань уже начал падать по отношению ко всем валютам, и этот процесс будет некоторое время продолжаться. Наиболее быстрое снижение курса обычно наблюдается, когда регулятор только начинает нестандартные программы. Этап «стремительной девальвации», в целом, уже завершен. Но плавное снижение курса будет продолжаться еще некоторое время, по мере накачки системы ликвидностью. В нынешних условиях это вполне ожидаемая реакция. Если страна сталкивается с ограничениями во внешней торговле, самое простое, что она может сделать – ослабить свою валюту. Тогда долларовая выручка падает, но из-за подорожания доллара в юанях компании зарабатывают столько же.

И здесь же ахиллесова пята такого подхода. Известно много примеров развивающихся рынков, когда ожидания новых волн девальвации сводили на нет все потенциальные положительные эффекты от таких мер. Классический пример здесь – Аргентина, и любопытный читатель может изучить историю песо вплоть до последних шагов правительства по либерализации валютного рынка. При этом страна настолько привыкла к долларизации, что даже сейчас спекулянты устраивают атаки на национальную валюту.

ДИНАМИКА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛА В ПЛАТЕЖНОМ БАЛАНСЕ КИТАЯ.



Источник: Национальное статистическое бюро КНР.

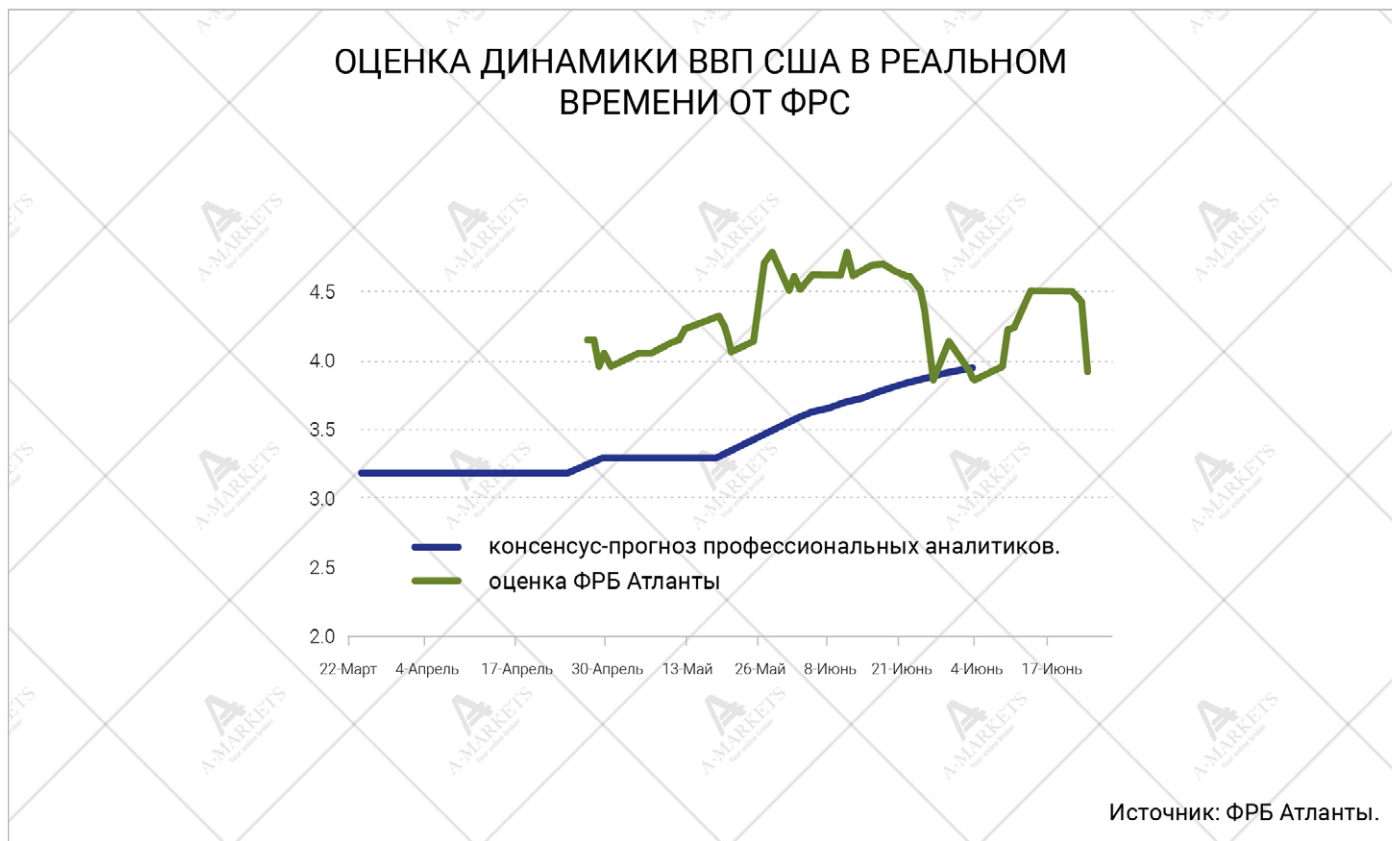
Ситуацию такого рода нельзя допустить в Китае. Единовременное ослабление юаня в ответ на недружественные действия США – это одна история. Но что, если американская администрация продолжит вводить все новые пошлины? Означает ли это, что НБК должен периодически допускать девальвации? Рынок не должен придти к положительному ответу, иначе можно ожидать значительный отток капитала и дестабилизацию финансовой системы.

Отчасти, конечно, новые программы центробанка подстилают под ней соломку. Кроме того, в стране все еще закрыт счет движения капитала, поэтому можно надеяться на какие-то меры ручного регулирования. Однако, как показывает опыт 2014-2016 гг., эти меры эффективны лишь частично. Китай уже настолько интегрирован в мировую экономику и финансовые рынки, что проблемы страны уж точно не пройдут мимо. В первую очередь, пострадают сырьевые площадки и развивающиеся рынки.



Собственно, промышленные металлы и нефть уже сдали позиции. Роль китайского фактора в падении цен на товары, на наш взгляд, была первостепенной. Конечно, котировки должны были дисконтировать и более медленный рост в мире, и появление новых рисков для глобальной экономики. Однако физический спрос на сырьевые активы также растет заметно медленнее ввиду неопределенности в экономике КНР. У страны нет никакого желания больше инвестировать и больше производить, если непонятно, какие рынки сбыта будут доступны завтра, и на каких условиях.

На валютном рынке эффекты тоже уже проявили себя в достаточной степени. Главные жертвы – корейская вона, южноафриканский рэнд, чилийский песо, тайский бат и собственно юань. Это инструменты, которыми рядовые пользователи торгуют достаточно редко, а потому торговая война кажется пока темой из заголовков. Те валюты, которые более популярны, – в первую очередь, евро – пока не демонстрируют однозначной связи с новостным потоком.



Влияние торговых войн на наиболее ликвидные инструменты происходит опосредованно, через ожидания относительно динамики ВВП и ситуации с платежным балансом. При чем в ближайшие месяц-два более важными, на наш взгляд, будут именно перспективы роста. По состоянию на конец июля есть все основания полагать, что политика администрации пока совершенно не вредит американской экономике. Темпы роста ВВП во II кв. будут близки к 4% в годовом выражении. Параллельно, появляются признаки растущего инфляционного давления, хотя и весьма эпизодические. Так, ценовой компонент в составе индекса PMI показывает рекордный рост за всю историю наблюдений.

А вот в остальном мире все не так радостно. Европа пока дрейфует в пределах ожидавшегося замедления после роста на крейсерских скоростях, а вот Китай уже начинает бороться за выживание. Мы, конечно, ни в коем случае не желаем «хоронить» экономику КНР, но степень вызовов, которые перед ней стоят, нельзя недооценивать. Как уже было упомянуто выше, пока власти дают весьма адекватный ответ, но злоупотреблять текущей политикой нельзя, а для внедрения принципиально новых решений может не хватить времени.

ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ВАЛЮТ К ЦЕНАМ НА СЫРЬЕ И ФОНДОВЫЕ АКТИВЫ.



Источник: Goldman Sachs Investment Research

И уже эта смесь экономических траекторий создает фундаментальный фон для форекса, а не торговые войны сами по себе. В июле доллар в целом продолжил укрепление против основных валют, так как ФРС теперь воспринимается как самый агрессивный центральный банк. Более того, ужесточение политики в США продолжится при реализации самых разных сценариев. С текущей ситуацией все понятно: сохранение высоких темпов роста и постепенное зарождение инфляционного давления приведет к еще двум повышениям ставки в этом году и трем (или даже четырем) – в 2019 г.

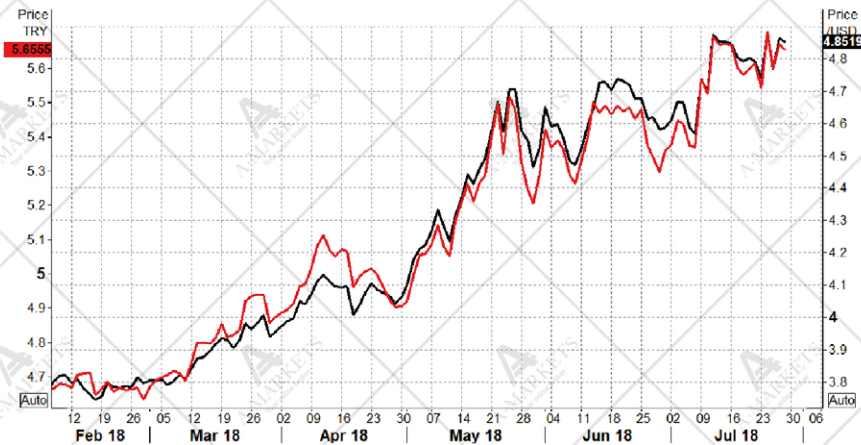
Но давайте предположим, что торговые войны выходят на качественно новый уровень, и их обычные экономические последствия проявляют себя в полной мере: приводят к замедлению экономики США и всплеску импортных цен. Но ведь Федрезерв все равно обязан уделять внимание в первую очередь именно ценовой стабильности, и продолжать повышение ставок, как это делал Волкер в 70-80 гг. прошлого века. Все остальные мировые ЦБ при этом будут как минимум держать ставки без изменений, а максимум – понижать их, и пытаться девальвировать



Рынок постепенно осознает, что такой сценарий при Трампе становится реальным. Он, конечно, крайне маловероятен: шанс подобного развития события мы оцениваем не более чем в 5%. Однако риск все же есть, и теперь он ненулевой. На этом фоне доллар заканчивает месяц вблизи локальных максимумов, и в августе может продолжить медленное, неровное укрепление. Параллельно, развивающиеся рынки создают проблемы сами для себя, и лето тоже наверняка завершат нервозно.

Для азиатского региона критической является тема слабого юаня. Чтобы оставаться конкурентоспособными, допускают ослабление валюты практически все, за исключением Банка Японии. Но есть еще и печальный опыт Турции, руководство которой взялось за разрушение ключевых институтов, несущих макроэкономическую стабильность. Центральный банк страны на последнем заседании вопреки ожиданиям сохранил ставки без изменений, что рынок интерпретирует как первое проявление новых полномочий президента Эрдогана.

ДИНАМИКА ТУРЕЦКОЙ ЛИРЫ К ДОЛЛАРУ И ЕВРО.



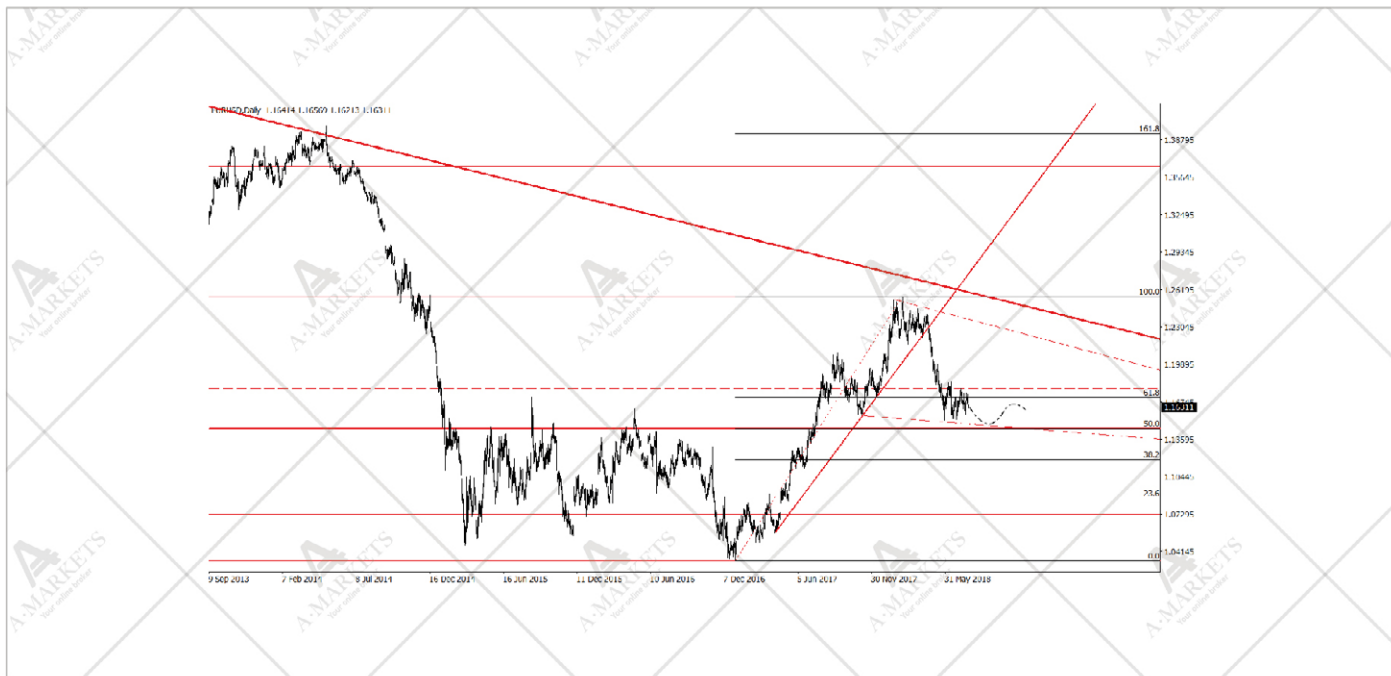
Источник: Reuters.

Эта тема имеет важнейшее значение для рынка сразу по двум причинам. Во-первых, Турция – один из ключевых развивающихся рынков, и потрясения в этой стране потянут общее отношение к ЕМ в целом. Инвесторы и так не спешат вкладывать деньги в пошатнувшиеся экономики, а Анкара своими действиями окончательно отбивает желание инвестировать в этот класс активов. Прямой корреляции лиры с другими валютами не наблюдается, но потенциал роста этого класса инструментов резко ограничен. Исключения единичны, и из более-менее ликвидных валют это, пожалуй, только мексиканский песо.

Во-вторых, турецкая администрация напоминает всем, что такое взаимодействие с непредсказуемым государственным руководством. И здесь мы хотим еще раз поднять тему Италии. В прошлом выпуске этого обзора детально объясняются риски, связанные с этой страной. И в сентябре, когда новое правительство в полной мере начнет работать, возможны самые разнообразные сюрпризы. Ключевой риск по-прежнему связан с бюджетом, но ранее высказывались и маргинальные идеи по другим вопросам. В условиях, когда ЕЦБ выходит из количественного смягчения, устроить кризис на долговом рынке Италии можно по самому пустячному поводу. Этот фактор также в августе будет ограничивать рост евро, подспудно поддерживая доллар.

EURUSD: тренд исчерпан, нужны новые фундаментальные драйверы

Мы вне рынка по EURUSD.

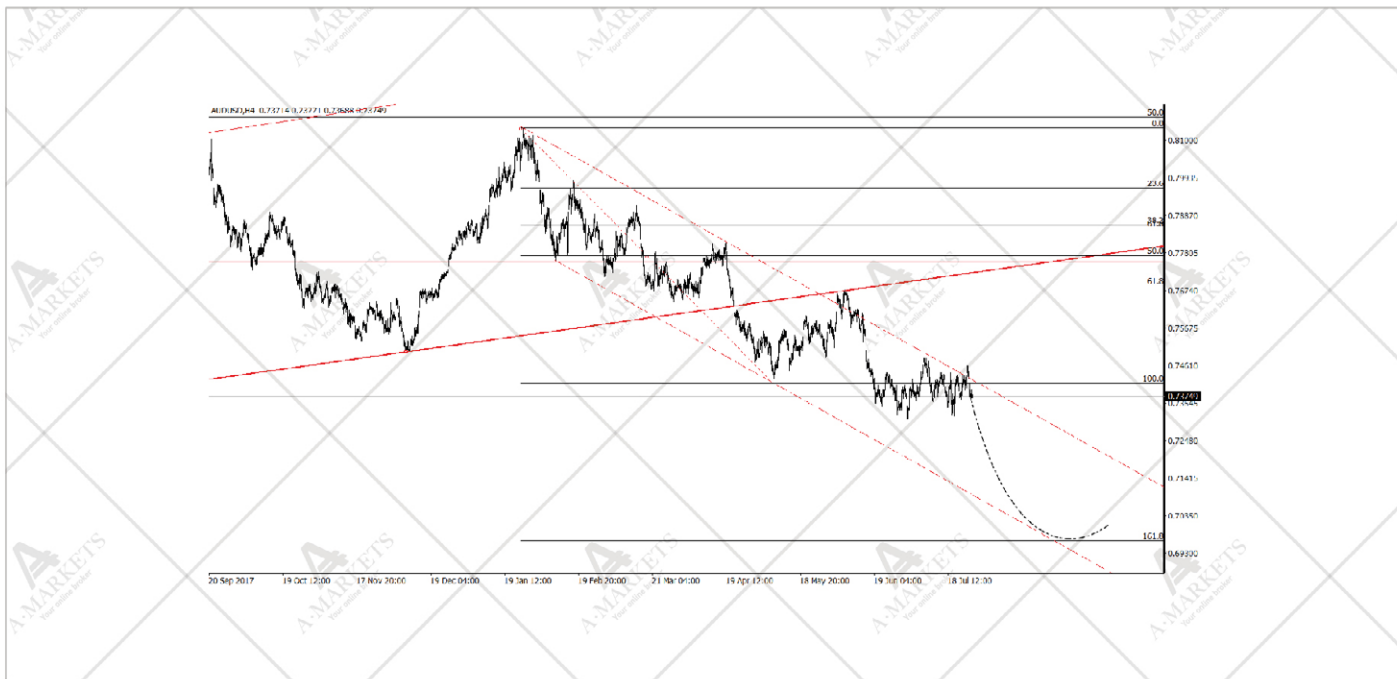


Основная пара завершает коррекционное движение вниз, амплитуда колебаний затухает. Мы полагаем, что в августе выраженного тренда на этом рынке не появится. Со стороны монетарной политики сюрпризов не ожидается: и ФРС, и ЕЦБ идут в соответствии с обозначенными ранее планами. На остальных фронтах неопределенности намного больше, но это также пока только связывает инвесторам руки. Позиционирование на рынке нейтральное, так что и здесь искать какие-либо идеи на август сложно.

С точки зрения технического анализа, EURUSD находится в коридоре 1.159-1.183, причем верхняя граница является намного более устойчивой. Спекулятивно все еще представляются привлекательными короткие позиции, если евро сумеет восстановиться выше 1.18. Пробитие 1.159 более возможно, и также будет поводом для спекулятивной продажи EURUSD с локальной целью 1.145. Максимальный коррекционный таргет вниз – 1.12, но при таком движении возникнут вопросы по поводу среднесрочных перспектив евро.

AUDUSD: пересечение проблем мировой экономики и внутренних проблем Китая

Мы продаем AUDUSD по рынку с целью 0.712, stop-loss 0.747.

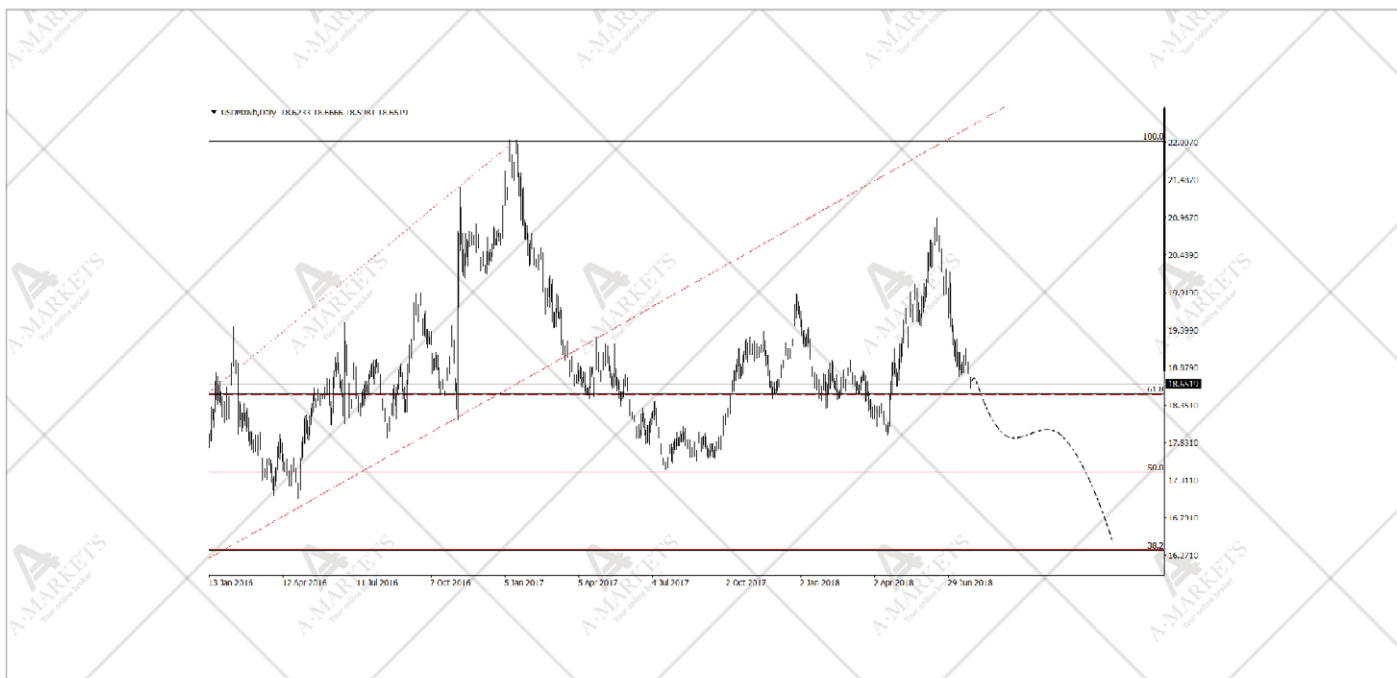


Австралийский доллар остается абсолютным аутсайдером среди инструментов G-10. Валюта не находит в себе силы для внятного восстановления даже в дни общей покупки риска. Последний месяц AUDUSD провела в режиме консолидации и подготовки к еще одному движению вниз. Обострение проблем в китайской экономике будет главным драйвером дальнейшего снижения австралийца, на который накладывается и общее замедление в мире, и падение цен на промышленные металлы.

Мы также обращаем внимание на кроссы с AUD. Практически по всему спектру инструментов очевидна выраженная слабость. Самые интересные – это AUDCAD, AUDMXN и AUDJPY (шорт к иене уже открыт). Первый представляет собой ставку на неадекватность оценки канадца и его относительную изолированность от проблем в глобальной экономике. Канада ориентирована в первую очередь на Соединенные Штаты, и вся Северная Америка в целом движется достаточно синхронно. Ровно та же идея заключается и в лонге по мексиканскому доллару, о чем речь пойдет ниже.

USDMXN: один из первых развивающихся рынков, который предлагает value

Мы держим короткую позицию в USDMXN с целями 18.3/16.34, добавим к позиции на коррекции к 19.00, stop-loss на 19.4.

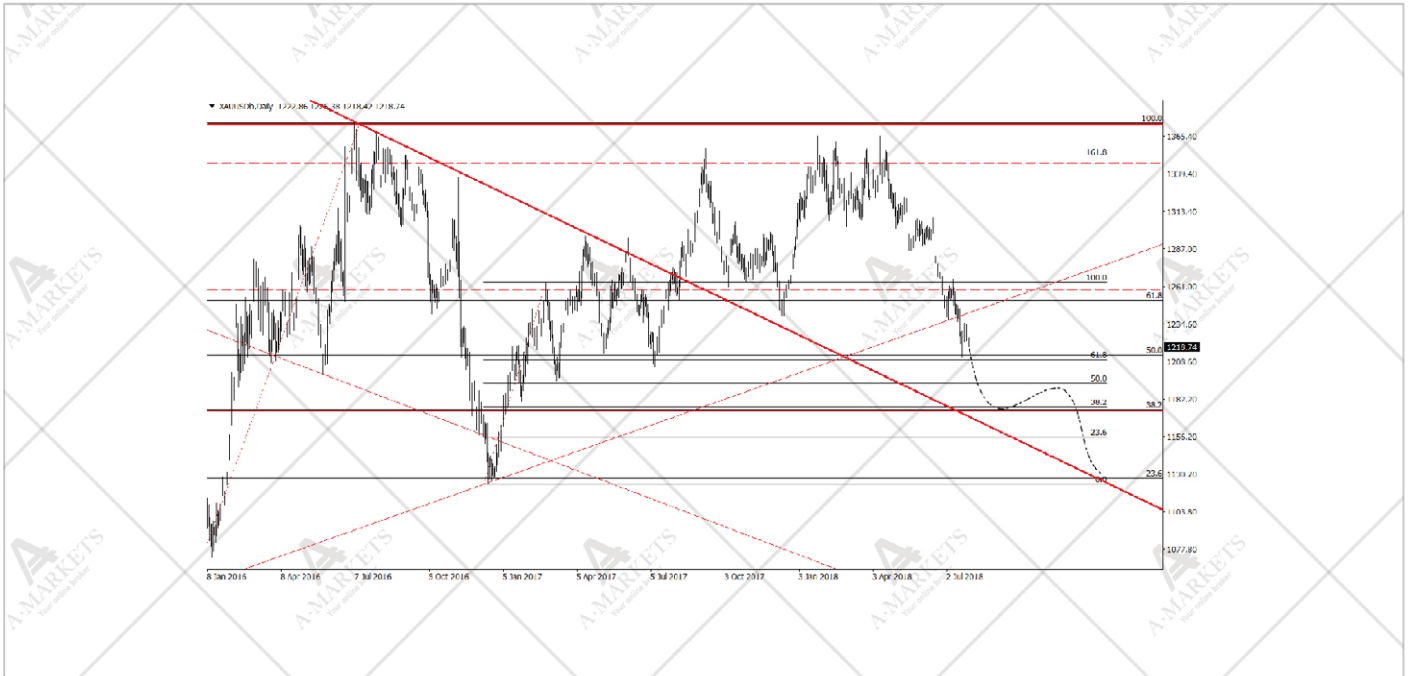


Мексика была одним из первых развивающихся рынков, который попал под горячую руку Дональда Трампа. Разговоры про установку стены на границе с США (и хорошо бы, чтобы эту стену оплатила сама Мексика), пересмотр NAFTA, а на последнем этапе – и введение пошлин на продукцию автомобильной отрасли – каждый из этих пунктов был достаточно тяжелым ударом по песо. USDMXN достигла исторического максимума в 22 пункта в начале 2017 г., но затем на рынке наступил перелом.

По состоянию на сегодня все-таки NAFTA оказывается наименее неприятным американскому президенту торговым объединением, а новые пошлины структурируются таким образом, чтобы максимально навредить Китаю. И инвесторы начали активно покупать фундаментальный дисконт, который образовался в мексиканских активах. Технически пара USDMXN нацелена как минимум в район 18.6-18.7, а затем, после коррекции, может взять курс на 16.4. Лонг в мексиканском песо можно занимать как в банальной версии против доллара, так и конструировать более сложные идеи, например, длинную позицию в MXN против короткой в TRY или AUD.

XAUUSD (золото): в режиме свободного падения

Мы держим короткую позицию в XAUUSD с целью 1130, подвигаем stop-loss к точке входа (1292).



Золото продолжает демонстрировать исключительную слабость. Из последних семи недель шесть были закрыты уверенным снижением, и одна – без существенных изменений. Глобальная причина продаж заключается в быстром росте американских доходностей, однако агрессия продавцов удивляет. Котировки уже достигли первой цели, обозначенной в нашем прошлом обзоре (1226 долл. за унцию), и не демонстрируют ни единого признака остановки.

Мы не считаем разумным открывать дополнительные короткие позиции на текущих уровнях, так как накопилось достаточно много спекулятивного шорта. В случае какого-то короткого ослабления доллара этот шорт будет вымыт, а котировки основного драгметалла вернуться в область 1240-1250 долл. за унцию. Однако там мы бы восстанавливали полный объем короткой позиции.

Мы также сохраняем короткую позицию в USDCAD, AUDJPY, длинную позицию в USDRUB.

Короткая позиция в S&P500 закрыта по приказу stop-loss, длинная позиция в EURUSD закрыта по 1.1705 ввиду значительного ослабления тренда.