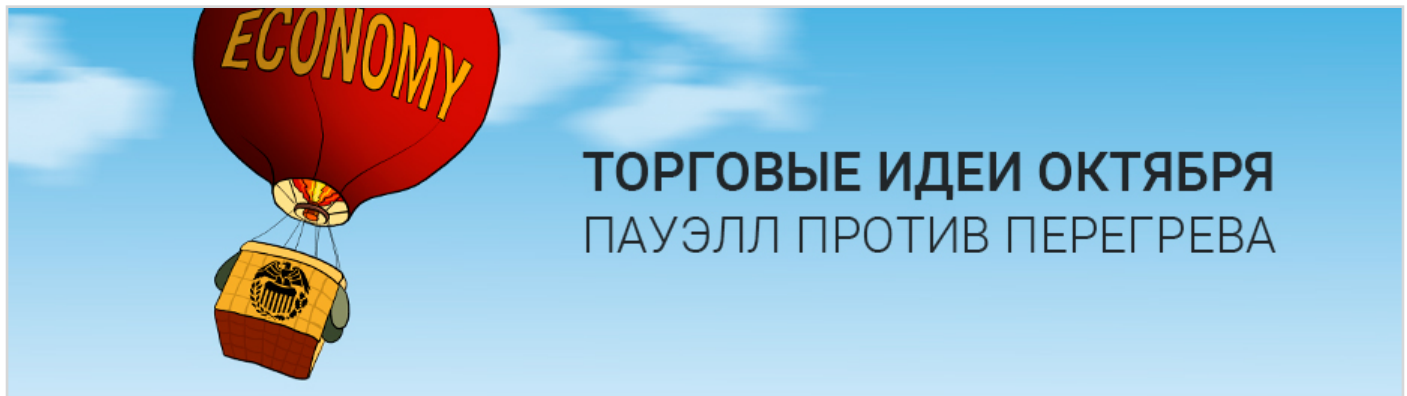


Торговые идеи октября: Пауэлл против перегрева



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

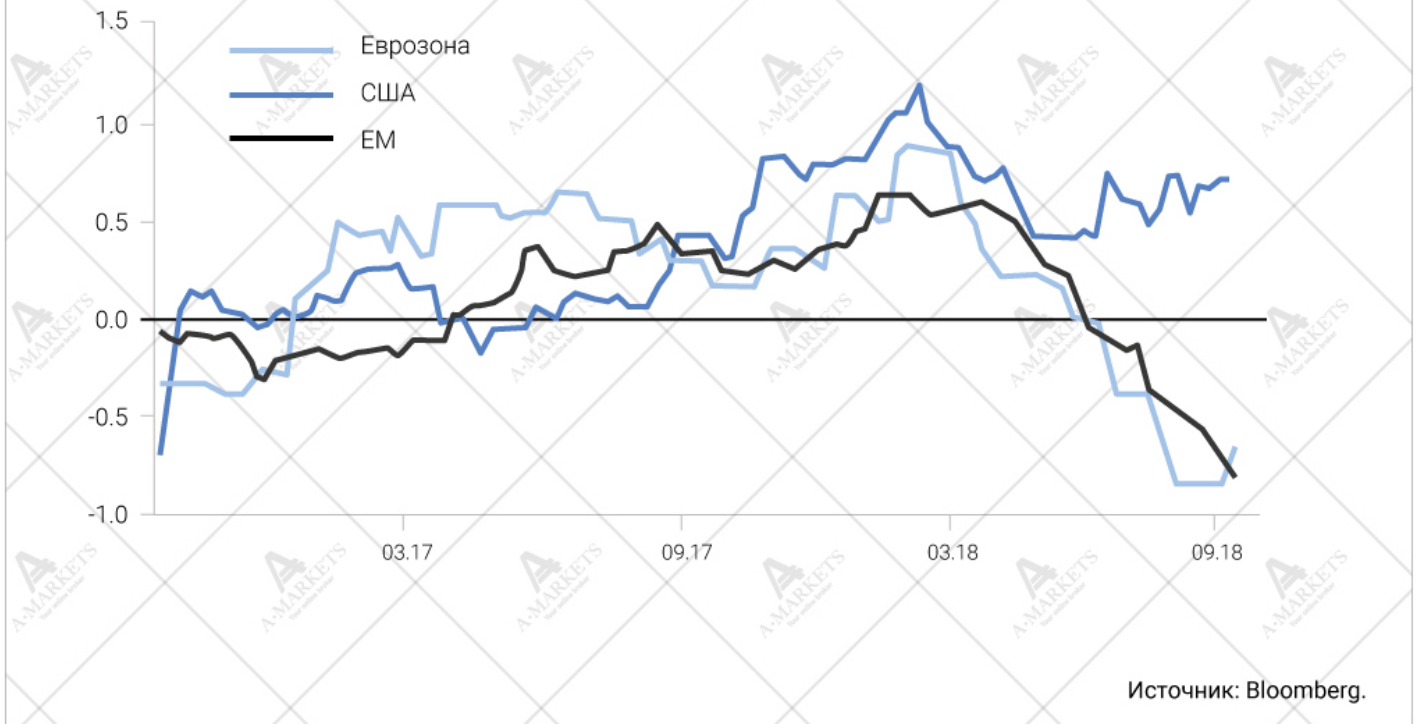


Ключевые моменты:

- У Федрезерва есть все поводы ужесточать политику быстрее и сильнее, чем ожидают рынки. По нашему обновленному прогнозу, ставка по федфондам достигнет 3.5-3.75% в 2020 году; не исключаем достижения отметки в 4%.
- Ликвидность продолжает сокращаться по мере того, как центробанки останавливают печатный станок. Следующий в очереди на выбывание – ЕЦБ. Марио Драги, вероятно, успеет и повысит ставки до истечения срока полномочий главы регулятора.
- Проблемы развивающихся рынков продолжатся, волатильность не исчезнет. В 2019 году появятся новые «турции» и «аргентини».
- Более высокие долларовые ставки оказывают серьезное давление на драгоценные металлы. Золото рискует опуститься ниже отметки в \$1000.

На первый взгляд, в мировой экономике не происходит серьезных изменений. Перегретая экономика США рвется вперед, а Европа и развивающиеся рынки плетутся позади. Соответственно распределено и инфляционное давление: его больше всего в США, меньше всего в Европе, а в EM картина смешанная. Два этих коротких предложения хорошо описывают общую макроэкономическую ситуацию последних 3-6 месяцев. Вот только при ближайшем рассмотрении открываются более интересные детали.

ИЗМЕНЕНИЕ КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗА ПО ТЕМПАМ РОСТА ВВП, П.П. ЗА ПОСЛЕДНИЕ 6 МЕС., СКОЛЬЗЯЩИМ ОКНОМ.



Во-первых, удивительна та стойкость, с которой экономика США и рынки страны реагируют на ужесточение монетарной политики. Конечно, в любом цикле есть стадия, когда динамика ВВП позволяет противостоять встречным ветрам (включая и более высокие ставки), и США сейчас переживают именно такой период. Однако во многом сегодняшняя ситуация сформирована налоговой реформой Дональда Трампа. Строго говоря, он проводит исключительно мягкую фискальную политику, и денежно-кредитным властям придется это компенсировать.

Судя по фондовому рынку, смягчение фискальной политики имеет больший экономический эффект, нежели ужесточение политики монетарной. Это подпитывает ожидания более быстрого роста ВВП и увеличения прибыли корпораций, что, в свою очередь, провоцирует непрекращающееся ралли в американских акциях (на сегодняшний момент оно официально является самым длинными за всю историю наблюдений). Появились и ранние признаки фундаментального ущерба, который политика Трампа наносит доллару.

'DOL-PLOT' ПО ИТОГАМ СЕНТЯБРЬСКОГО ЗАСЕДАНИЯ ФРС И РЫНОЧНЫЕ ОЖИДАНИЯ ПО СТАВКЕ.



Источник: FOMC, Bloomberg.

Степень разбалансированности политики лишь начинает проявляться, но последствия ясны. ФРС придётся компенсировать бюджетные вольности, которые в ближайшее время никуда не исчезнут. Теперь мы ожидаем, что Федрезерв будет постепенно пересматривать план своих действий. Представители регулятора уже давно утверждают, что рынки недооценивают степень грядущего ужесточения. В последнее время некоторые из них также заявили, что нынешняя ситуация требует ограничительной монетарной политики, что подразумевает рост ставок ФРС выше нейтрального уровня.

Важно отметить, что сам нейтральный уровень (часто называемый “реальной процентной ставкой”) тоже подвержен пересмотрам. Это теоретическая концепция, с помощью которой определяется реальная процентная ставка, которая не будет ни стимулировать, ни замедлять экономику. Слово “реальная” означает, что она будет рассчитываться с поправкой на инфляцию.

ПЕРЕСМОТР УРОВНЯ НЕЙТРАЛЬНОЙ РЕАЛЬНОЙ СТАВКИ (R*, ПО МОДЕЛИ ЛАУБАХА-УИЛЬЯМСА).



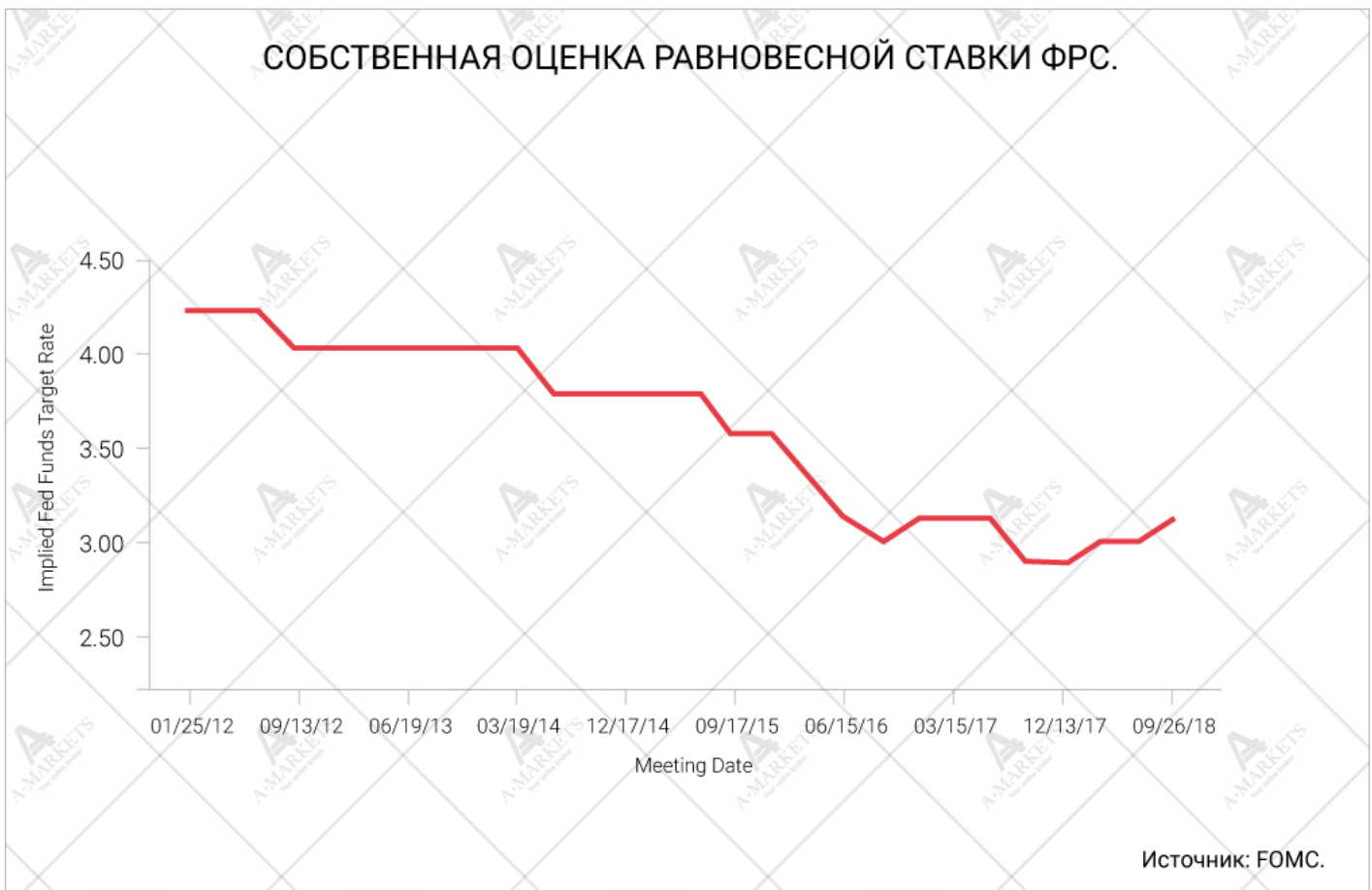
Источник: ФРБ Нью-Йорка, Goldman Sachs.

И хотя данная концепция вряд ли знакома рядовому читателю, мы хотели бы объяснить её практическое значение. Несмотря на погрешности, именно нейтральная ставка часто служит отправной точкой при проведении денежно-кредитной политики на практике. И после очередного пересмотра по итогам 2-го кв. 2018 г. оценка была резко повышена: с 0.1% до 0.9%, что эквивалентно более чем трем повышениям на 25 б.п.

Если добавить инфляцию в 2.3%, то номинальная нейтральная получится на уровне 3,2%. В ФРС уже пообещали довести целевой коридор до этого уровня (но рынок, кстати, до сих пор этого не дисконтировал). Однако раз управляющие заговорили об ограничительной монетарной политике, то ставки в итоге должны оказаться даже выше. В сентябре Федрезерв уже начал готовить рынки к более жесткой политике, слегка увеличив собственную оценку долгосрочной ставки (по итогам последнего заседания она составляет 3,00% вместо 2,875%).

Мы ожидаем, что ставка ФРС составит 3,5-3,75% ко второй половине 2020 года - либо с тремя повышениями ставки в 2019 году и двумя в 2020, либо с четырьмя и одним соответственно. Точный путь будет, в частности, зависеть от результатов промежуточных выборов. Если республиканцам удастся сохранить большинство в Конгрессе, ФРС сможет переформулировать свои прогнозы уже в декабре этого года, добавив четвёртое повышение ставки в 2019 году. А при условии отсутствия новых потрясений на развивающихся рынках (и особенно в Китае), к концу 2020 года ставка по фед. фондам достигнет 3,75-4%.

СОБСТВЕННАЯ ОЦЕНКА РАВНОВЕСНОЙ СТАВКИ ФРС.



Это положительно отразится на долларе, но нанесёт ущерб валютам EM. Эти страны брали кредиты, злоупотребляя чрезвычайно низкими ставками в США. Объём долларового долга развивающихся стран увеличился более, чем в два раза: с 1,7 триллиона долларов в 2007 году до около 4,5 трлн долларов в 2018 году. По мере увеличения стоимости заимствований и замедления роста наиболее слабые из развивающихся рынков сталкиваются с огромными проблемами. Ситуация в Турции и Аргентине широко освещалась в предыдущем выпуске этого обзора, там же детально были разобраны следующие кандидаты на кризис.

Переоценка уровня ставок в США также окажет поддержку доллару против валют G7, но здесь его рост будет не таким выраженным. Европа и Япония — это ключевые источники финансирования бюджетного дефицита при Трампе, для чего требуется относительно слабый доллар. Под “слабым” мы понимаем всего лишь не такой сильный, как можно было бы предположить, судя по разнице ставок. В прошлом месяце мы также отметили, что краткосрочные фундаментальные показатели были в пользу доллара. Несмотря на это, на настоящий момент курс евро по-прежнему составляет \$1,16.

КУРС ДОЛЛАРА ОТСТАВАЛ ОТ СТАВОК С МОМЕНТА ПРОВЕДЕНИЯ НАЛОГОВОЙ РЕФОРМЫ В США.

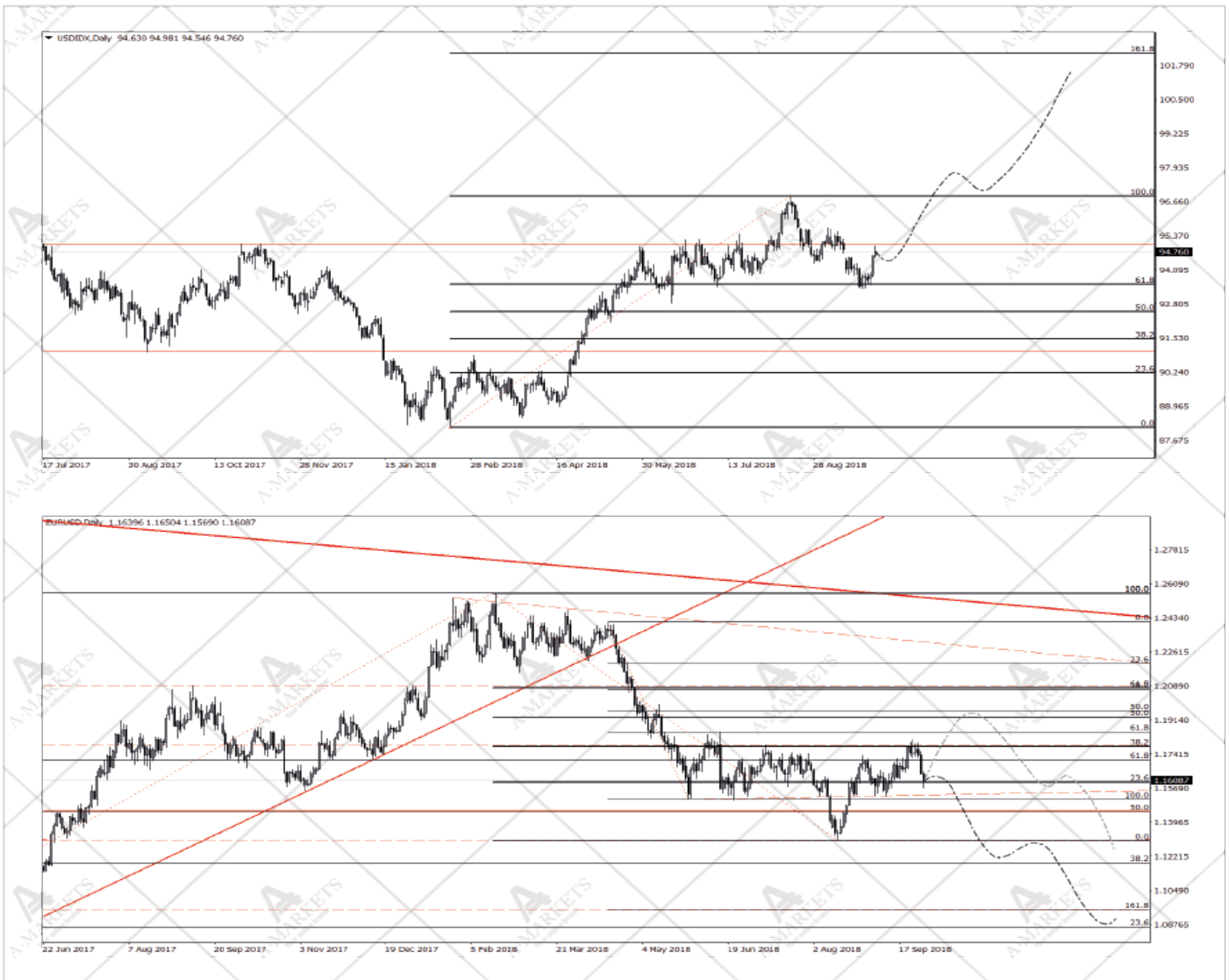


Источник: J.P.Morgan

Наконец, немаловажно, что золото — ещё один индикатор предстоящего роста долларовых ставок. Слабость драгоценных металлов сохраняется с февраля 2018 года, когда доходность по казначейским бумагам подскочила. Учитывая, что фундаментальное инфляционное давление не так заметно, политика Федрезерва и рыночные ставки будут основными движущими силами для золота и серебра в течение 2018 и первой половины 2019 года (если геополитический фронт не принесёт никаких сюрпризов, чего нельзя ни отрицать, ни предугадать). Вполне возможно, что стоимость золота к концу года упадёт до \$1100, а в 2019 году — до \$1000.

EURUSD и DXY: картина уже понятней, но пробоя по-прежнему нет.

Мы открыли шорт по EURUSD на 1.176, будем наращивать позицию на 1.1930 с целью 1.0955/1.074, stop-loss на 1.2020.



В предыдущем обзоре мы писали, что разумно заново наращивать короткие позиции в евро на уровне 1.176, и в последние две недели такая возможность появилась. По-прежнему непонятно, удастся ли EURUSD достигнуть диапазона 1.192-1.196, что все еще является одним из вероятных сценариев. Однако теперь это движение обрело четкие признаки коррекции к снижению в марте-августе. В прошлом месяце неудачная попытка пробить 1.15 создала слишком много неопределённости, теперь эта неопределённость рассеивается.

Техническая картинка начинает сходиться с фундаментальной. Евро так и не продемонстрировал значимого укрепления, и тренд на понижение, вероятно, уже возобновляется. Повторимся, мы не исключаем еще одного рывка вверх по EURUSD в случае появления какого-нибудь мощного положительного заголовка (например, о том, что Италия приняла разумный план бюджета – а вдруг). Но мы бы использовали любой рост для наращивания коротких позиции, поскольку падение ниже 1.10 представляется теперь наиболее вероятным из всех вариантов дальнейшего движения. Долларовый индекс также подтверждает эту точку зрения. DXY показал хорошее восстановление, и пробитие 95.03 откроет потенциал для движения к 97; отметка в 102 становится главной среднесрочной целью.

AUDUSD: продолжает страдать из-за слабости Китая и металлов.

Мы продаем AUDUSD по рынку с целью 0.684/0.645, stop-loss на 0.731.



AUDUSD—пожалуй, самый стабильный и наименее волатильный тренд на всем FX пространстве. Наши читатели, конечно, уже знают, почему это происходит, и за последний месяц ничего не изменилось. Китай по-прежнему отбивается от все большего и большего количества проблем, главной из которых теперь являются торговые войны. Мы ожидаем, что Трамп в конечном итоге введёт тарифы на абсолютно все поставки из Китая и увеличит некоторые из ставок с 10% до 25% (как, собственно, и обещал). Есть также риск того, что США пойдут дальше торговых мер и введут санкции, связанные с предполагаемыми попытками вмешаться в предстоящие выборы.

Реакция китайской стороны становится серьёзной. Одним из наиболее показательных решений было неожиданное снижение тарифов на некоторые импортные товары. Снижение для них издержек «на входе», вероятно, было попыткой поддержать доходность местных компаний. Хотя торговые ограничения США ещё даже не вступили в силу в полной мере, китайский бизнес понимает масштаб опасности. Желающим поспекулировать на замедлении экономики КНР по-прежнему можно рассмотреть вариант шорта в AUD. Ну и, конечно, в качестве альтернативы можно продать и сам юань, но тут понадобится терпение.

XAUUSD (Золото): фундаментально интересная техническая картинка.

Мы открываем шорт по XAUUSD, будем наращивать позицию на 1245 с целью 1126/980, stop-loss на 1265.



Золото не перестает удивлять. Всего год назад казалось, что на пути у желтого металла не стояло ничего. XAUUSD вырвался из многолетнего понижательного тренда, за чем должно было последовать сильное и долгое ралли. Но не тут-то было: рост быстро выдохся, не дав ценам добраться и до 1400. К апрелю 2018 весь блок драгоценных металлов оказался под сильнейшим давлением, из которого он не выбрался по сей день. Тем не менее, стоит подчеркнуть, что долгосрочный тренд на понижение уже позади. Это, кстати, хорошо сопрягается с нашим фундаментальным прогнозом о том, что политика Трапа в конечном счете нанесёт серьёзный ущерб доллару, а золото станет “тихой гаванью.”

Но это история на 2020-й год и далее. А пока картина для драгметаллов остается мрачной. Как и в случае с DXY и EURUSD, непонятно, завершилось ли корректировочное движение. Правда, у золота, в любом случае, мало запала. Мы считаем, что диапазон 1200-1245—это хорошая возможность открыть шорт по XAUUSD. Спекулятивный спрос на золото низок, фундаментальный – полностью обеспечен физическими поставками. С другой же стороны, у нас растущие долларовые ставки, а золото не дает процентных доходов. Тройская унция, вероятно, подешевеет до \$1126; среднесрочная цель – \$980.

Мы закрыли нашу позицию по USDRUB на 69.9, открыли лог по USDZAR на 14.20, как указывалось в сентябрьском обзоре.