

Торговые идеи мая. Лебеди расправляют крылья



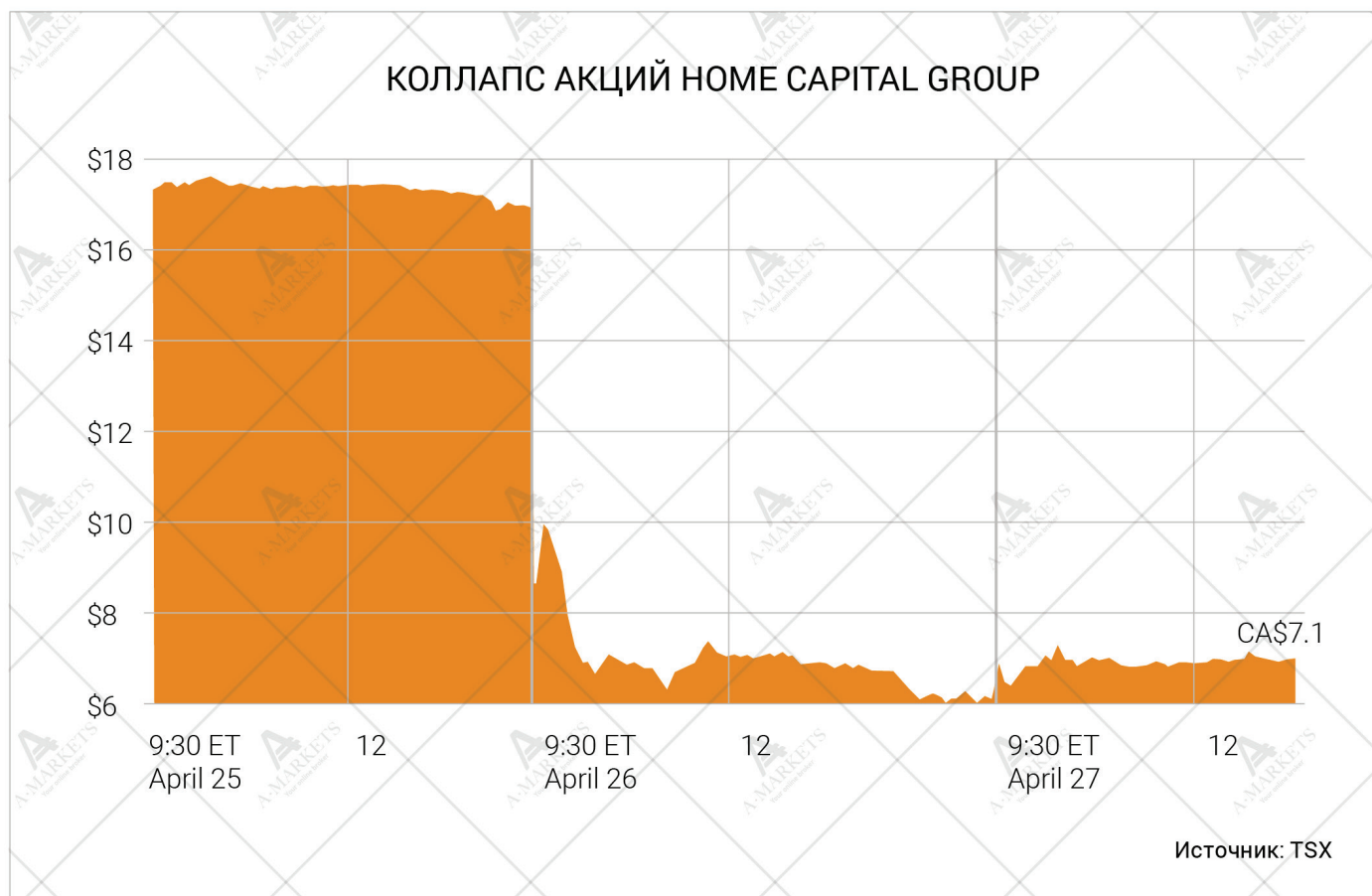
Автор прогноза: Николай Корженевский,
аналитик компании AMarkets, автор и ведущий
программы «Экономика. Курс дня» на телеканале «Россия 24»



Ключевые моменты:

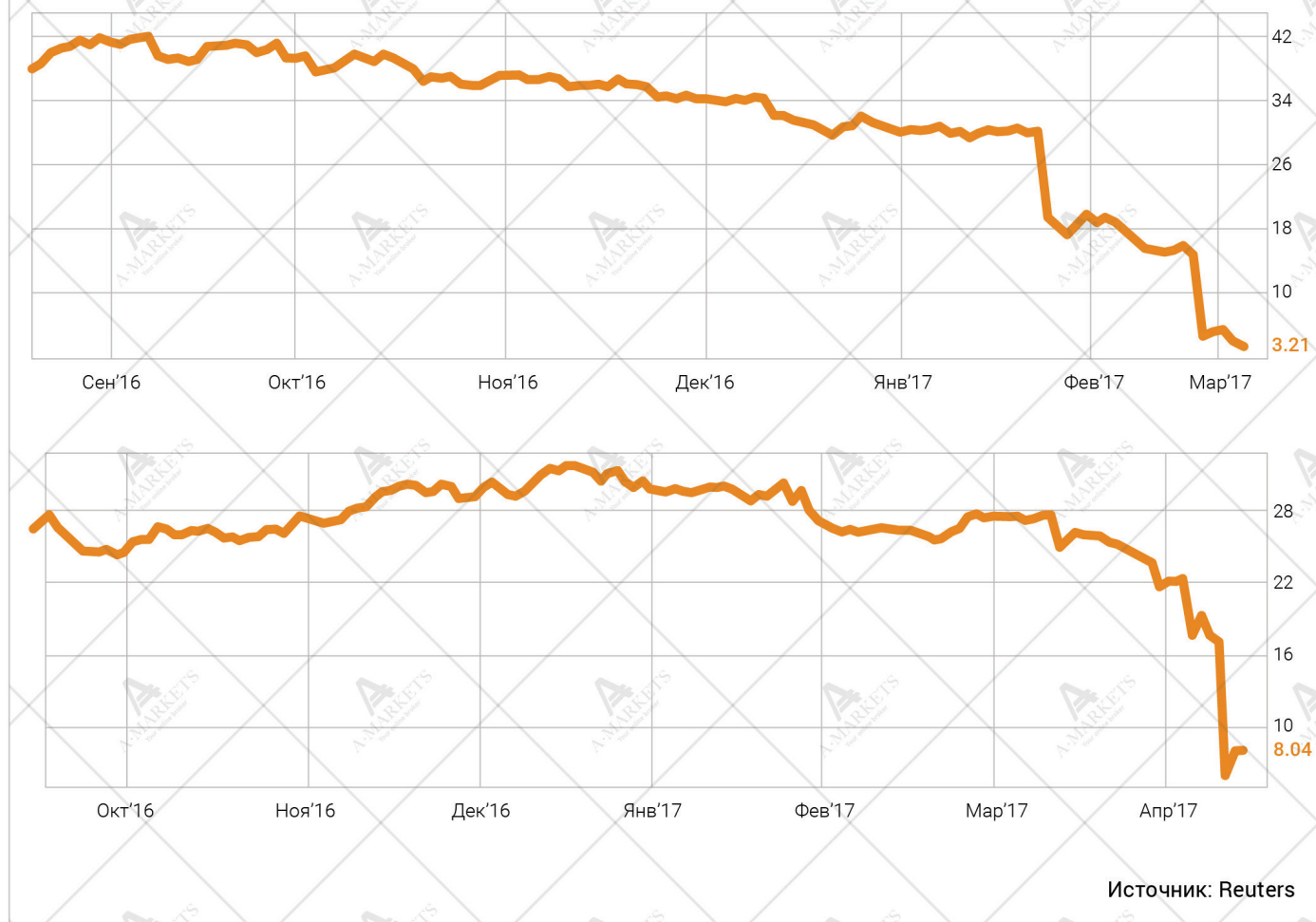
- Канада рискует стать эпицентром серьезного кризиса с глобальными последствиями. Страна внезапно принимает удары сразу на двух фронтах: торговля с США и рынок недвижимости.
- Рынок по-прежнему не включил в стоимость возможное начало ужесточения политики ЕЦБ. Спекуляции на эту тему могут усилиться после второго раунда выборов во Франции.
- Банк России нажал на педальку и стал быстрее снижать ставки. Тем не менее, слабость рубля проявится только ближе к завершению цикла смягчения.

Апрель стал тревожным месяцем, принесшим массу неопределенности. Большая ее часть, конечно, сконцентрирована в политической области, однако постепенно начинает задевать и экономику. Главное событие в этой части – неожиданное установление США пошлины в 20% на древесину из Канады. По сообщению источников, обсуждается также повышение тарифа на ввоз молочной продукции и, возможно, даже энергоносителей. Справедливости ради, отметим, что страну давно и последовательно обвиняют в протекционизме как раз в части сельскохозяйственной продукции. В действиях Трампа даже можно рассмотреть экономическую логику. И тем не менее, здесь также очевиден общий недружелюбный настрой Соединенных Штатов относительно мировой торговли. Что заставляет воспринимать все прочие договоренности (с Китаем, в частности) как временное перемирие.



Произошедшее – огромная головная боль для Канады. И случилось это весьма некстати. Ведь параллельно руководству страны нужно разбираться с другой бедой. На прошлой неделе де-факто рухнул монолайнер Home Capital Group. Это небанковская финансовая организация, которая занимается ипотечным кредитованием. В среду 26 апреля акции компании рухнули на 65% после сообщения о том, что она привлекла кредит в 2 млрд канадских долларов под 22.5% годовых. Кредитором стал Пенсионный фонд Онтарио. У тех, кто переживал на рынке 2008-й год, это должно вызвать массу ассоциаций. Когда-то в Штатах тоже был похожий бизнес под названием New Century. Он же стал одной из первых канареек, померших в ипотечной шахте.

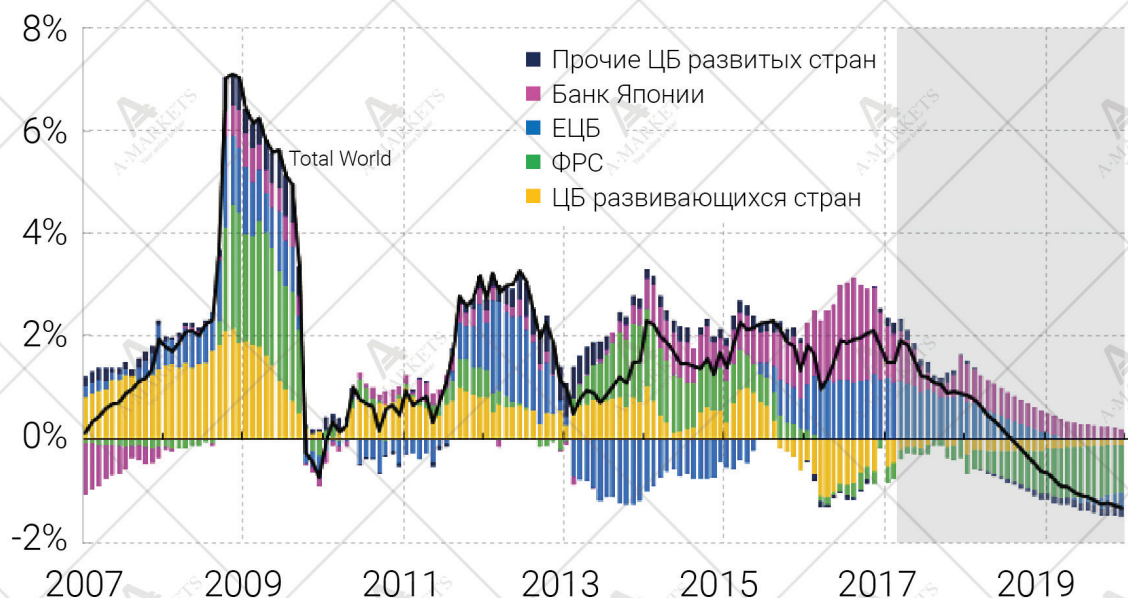
ДИНАМИКА АКЦИЙ NEW CENTURY FINANCIAL В 2006-2007 ГГ. (СВЕРХУ) И HOME CAPITAL GROUP В 2016-2017 ГГ



Пока рано говорить о том, что начинается полномасштабный кризис, однако мы определенно видим в канадских приключениях очень и очень серьезный риск. Страна оказалась в ситуации, когда есть значительные риски, связанные с торговлей, то есть под давлением реальный сектор, и колоссальное напряжение на финансовых площадках в связи с коллапсом Home Capital. Не стоит недооценивать и системное влияние этих факторов. Проводя параллель с тем же 2008 г., напомним, что тогда именно канадский рынок коммерческих бумаг (ABCP) «встал» первым, а уже после него произошла заморозка сегмента ипотечных бумаг в США. Еще один важный момент: канадский рынок недвижимости был действительно перегрет китайским капиталом. И в стране нынче слишком благодатная почва для подобных неприятностей.

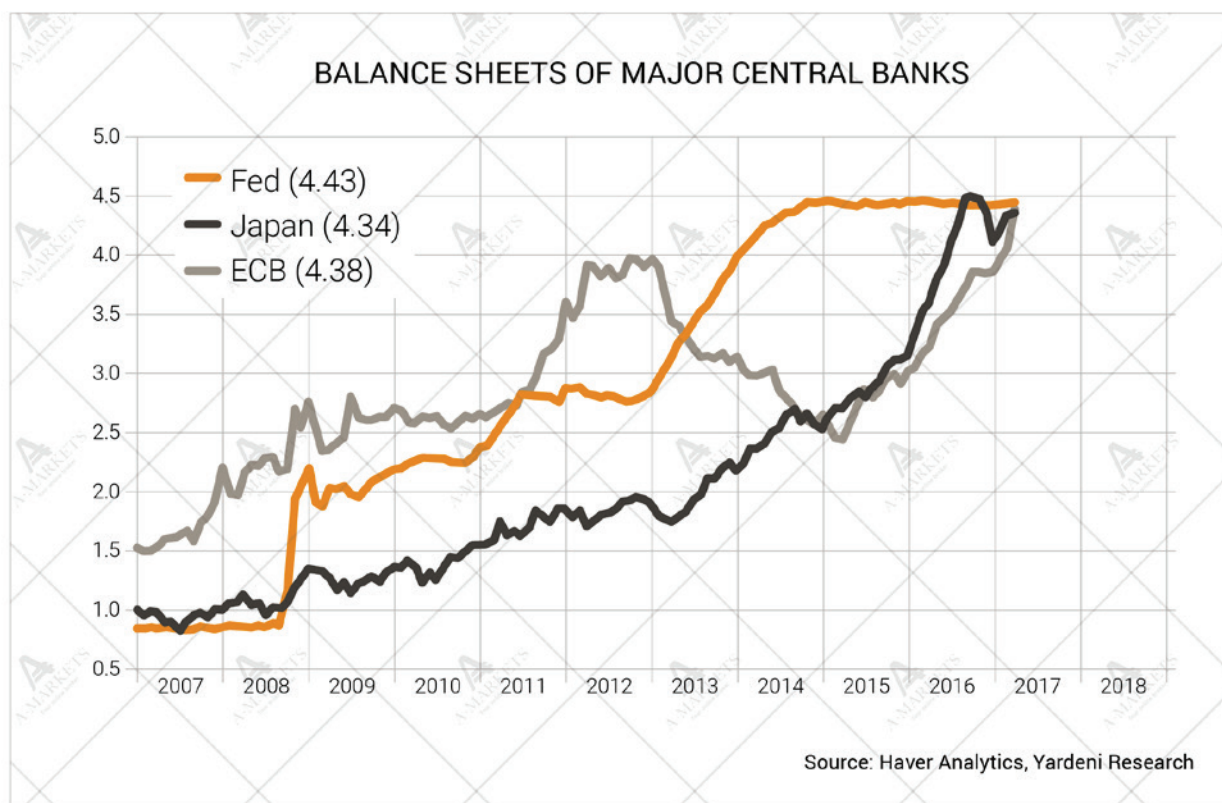
Мы рассматриваем канадские неприятности как раннее проявление накопившихся общих дисбалансов. Они характерны для большинства развитых стран, где практиковалась политика нулевых и почти-нулевых процентных ставок и уж тем более количественного смягчения. Тем не менее, это пока репетиция, пробитие первых брешей во вроде бы устойчивой финансовой системе. Мы по-прежнему убеждены, что в условиях сохраняющейся обильной ликвидности и при относительно низких ставках полноценный кризис не случится. Но уже в следующем году может начаться сокращение той самой ликвидности, и дирижировать этим процессом будет, конечно, ФРС. Все это заставляет считать, что стадия глобальной покупки риска завершается.

ИЗМЕНЕНИЕ СОВОКУПНОГО ОБЪЕМА АКТИВОВ НА БАЛАНСАХ МИРОВЫХ ЦБ

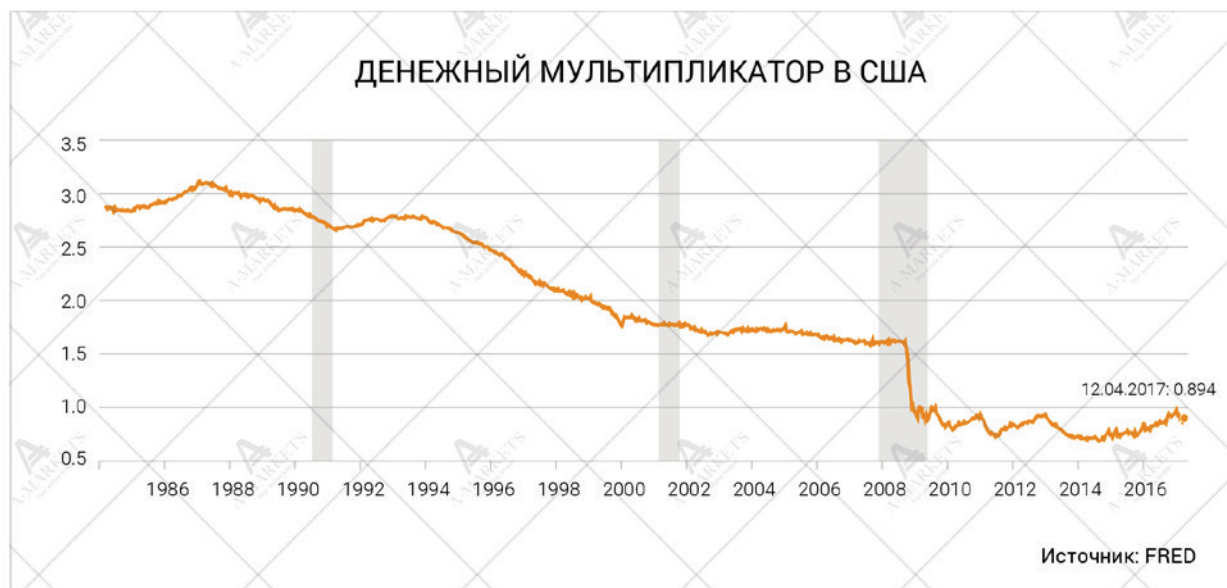


Источник: МВФ, Fulcrum Research

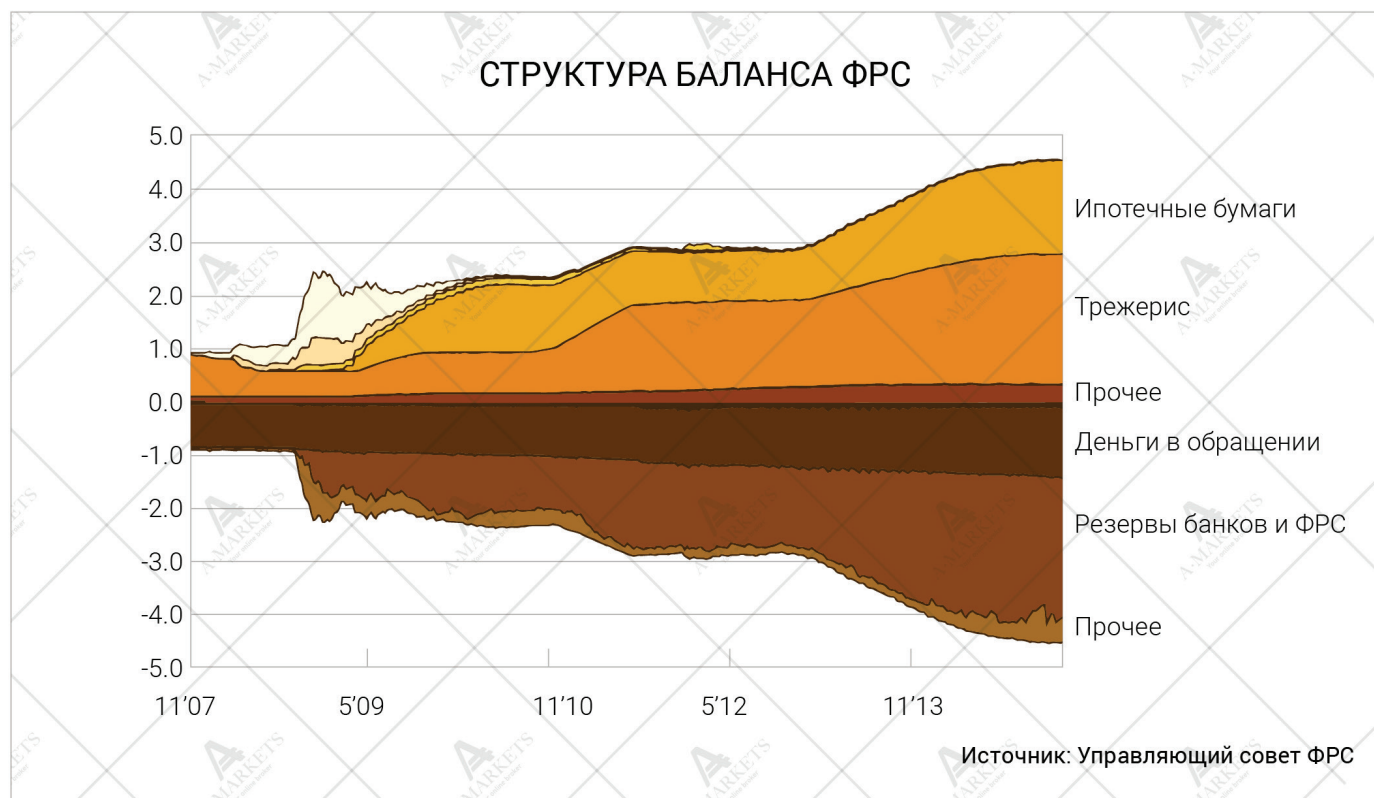
В тот момент, когда вы читаете эти строки, Федрезерв, скорее всего, заседает, и обсуждает именно вопрос управления балансом. Публичные высказывания на эту тему уже звучат, и управляющие должны выработать единую позицию в ближайшее время. Если они действительно решат начать манипуляции с активами, то Джанет Йеллен должна будет сначала предложить это для дискуссии в профессиональном сообществе. По традиции, происходит это на конференции ФРС в Джексон Хоул в августе, где собирается руководство ключевых центробанков. Именно там Бен Бернанке в свое время анонсировал количественное смягчение. И именно там удобно будет обсудить выход из него.



Сразу оговоримся: на наш взгляд, нет никакого экономического смысла или необходимости сокращать баланс Феда. Инфляционное давление отсутствует, а долговой рынок итак постоянно нервничает из-за метаний в фискальной политике Дональда Трампа. Объем купленных активов составляет 23.7% ВВП, что в принципе ни в коем случае не является неким критическим уровнем. Однако у управляющих, похоже, есть навязчивое желание избавиться от части бумаг. Если это действительно произойдет, даже минимальные меры будут ощутимо сказываться на рынках. Например, по нашим оценкам, достаточно одного отказа от реинвестирования, чтобы спровоцировать одномоментный рост доходностей 10-летних трежерис на 0.2-0.3 п.п. Такая сильная реакция связана с тем, что денежный мультипликатор в США остается ниже единицы. Это подразумевает необходимость поддержания высокого баланса ЦБ.



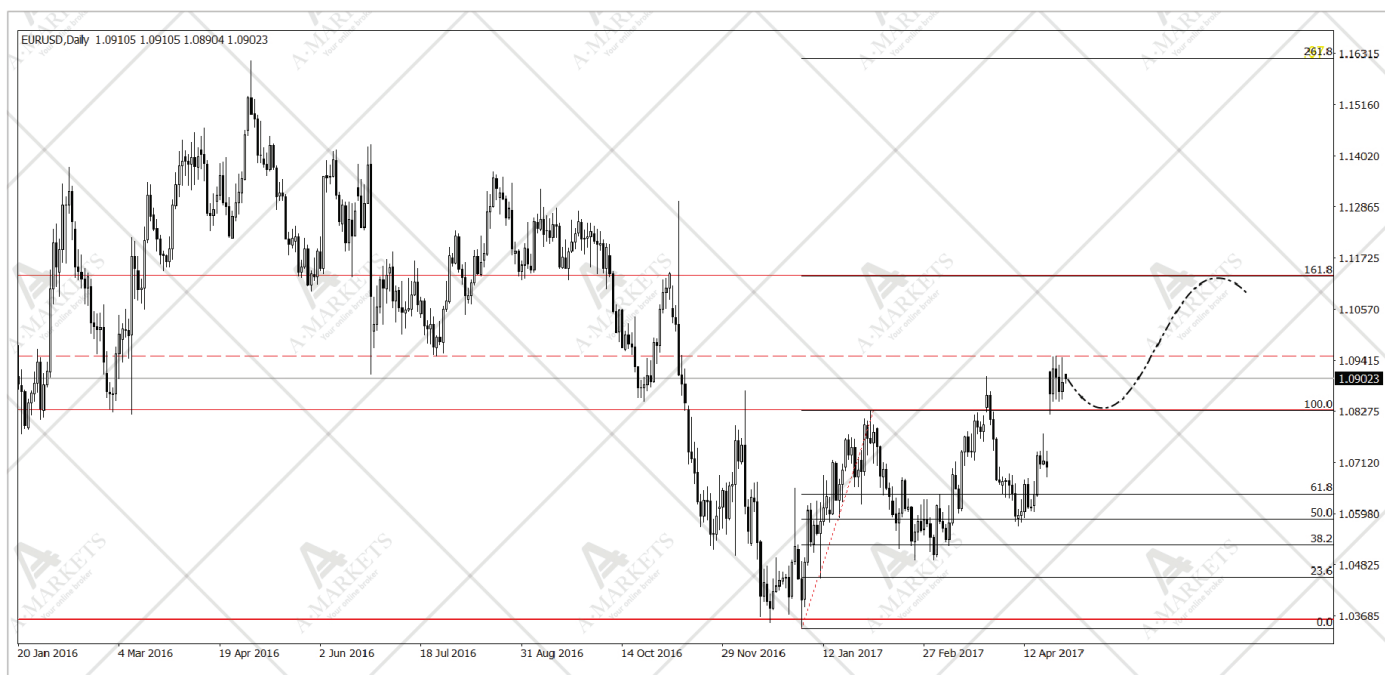
Регулятор может видеть некое пространство для маневра в том, что в системе устойчиво сохраняется избыточная ликвидность. С начала 2015 г. Она превышает 2.5 трлн долларов, и, возможно, ФРС считают, что здесь заложен потенциальный инфляционный риск. Теоретически, можно представить себе операцию а-ля «Твист», когда регулятор обменяет, скажем, свои ипотечные облигации на часть избыточных резервов. Вроде бы всем хорошо: с баланса уходит часть рисков, а значит и системные риски снижаются. При этом профицит ликвидности сохраняется, но банки меньше будут платить за услуги «депозитария последней инстанции».



Проблема заключается в том, что рыночное равновесие зависит не только от переменных запаса, но и от показателей потока. Переводя на русский, это означает, что такая «безопасная», на первый взгляд, процедура сильно изменит ожидания рынка и потоки капитала. Пока еще очень рано говорить о том, как именно отреагирует рынок, ибо даже приведенная выше схема – это только гипотетический сценарий, одна из возможных альтернатив. Отметим, однако, что эти сценарии не предполагают прямолинейное и штормовое укрепление доллара. Главным последствием мы видим резкий рост волатильности на всех рынках.

Так что в комментариях по итогам очередного заседания ФРС мы будем в первую очередь следить за риторикой по поводу баланса. В части ставок все более-менее понятно: скорее всего, состоится еще одно повышение в июне и затем в сентябре или декабре. Не исключены и три повышения до конца 2017 г., но, если Фед действительно хочет поэкспериментировать с балансом, придется умерить аппетит в части ставок. Именно таковы сейчас ожидания рынка. Так что даже четкий намек на ужесточение политики в июне не окажет сейчас существенной поддержки американцу.

EURUSD: ждет устранения политических рисков

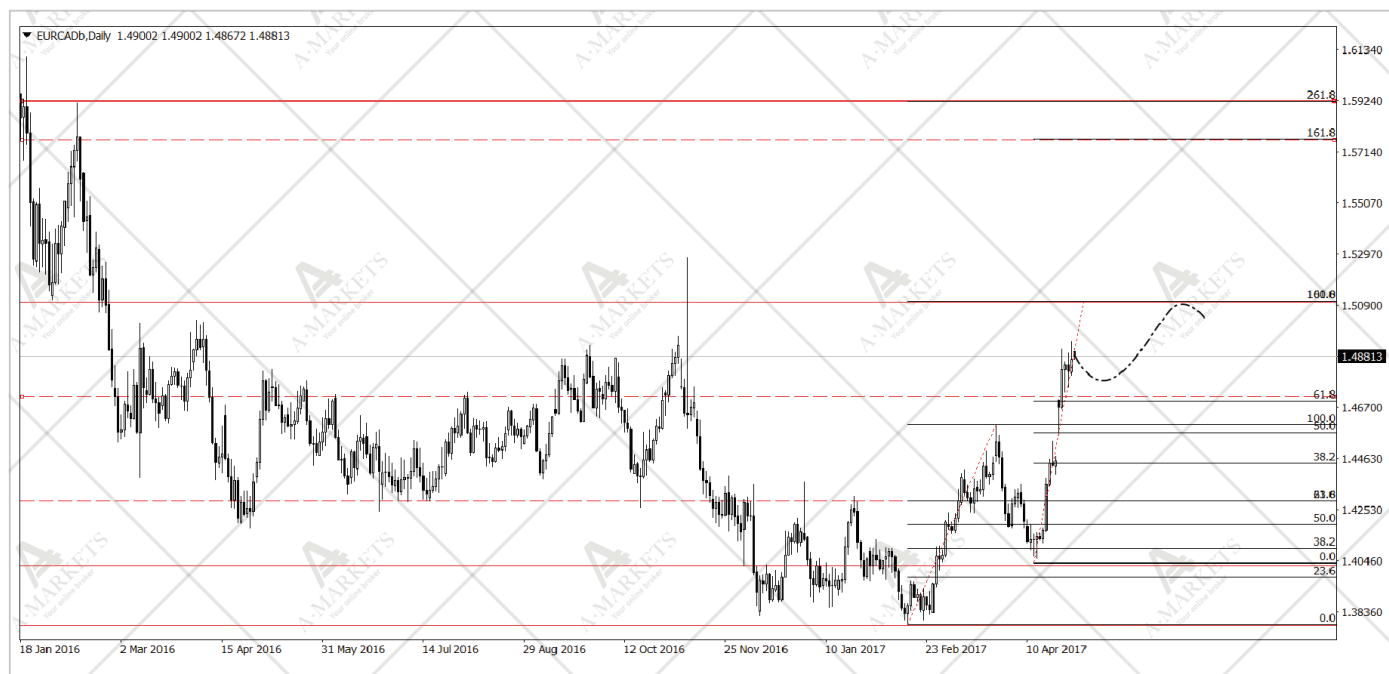


Евро продолжает свое коррекционное шествие вверх. Главным позитивным моментом для единой валюты стали, без сомнения, итоги первого раунда президентских выборов во Франции. Как мы и предупреждали в публикации предыдущего месяца, рынки закладывали в котировки некоторую вероятность победы Мари Ле Пен – уж слишком больно инвесторы обожглись в 2016 г. на Brexit'e и Трампе. И когда результат оказался благоприятным, евро «вырвали» вверх. Весьма точное совпадение итогов первого раунда с опросами позволяет надеяться на то, что и второй раунд закончится так же благоприятно. По прогнозам по состоянию на сегодня, Эммануэль Макрон должен получить 58-60% голосов, а Мари Ле Пен – 40-42%. Разрыв между ними достаточно велик и, что важнее, устойчив. Нет такого статистического брожения, как при том же Brexit, когда погрешность оценки превышала разницу между исходами голосования.

Как только французский риск уйдет с радаров, инвесторы должны обратить внимание на ЕЦБ. Марио Драги уже вполне однозначно намекает на то, что политика в будущем должна быть изменена, конечно, оговариваясь, что пока она остается ультрамягкой и в ближайшее время существенных изменений не претерпит. Но все эти пояснения, на наш взгляд, – соломка, которую подстилают под нервные рынки. Как только с радаров пропадет риск победы Ле Пен, риторика управляющих ЕЦБ может стать значительно жестче. Мы полагаем, что вплоть до августа EURUSD продолжит свой коррекционный рост.

USDCAD: двойной удар по канадцу

Мы покупаем EURCAD на 1.486, будем наращивать позицию на 1.472 с целью 1.508, stop-loss на 1.467.



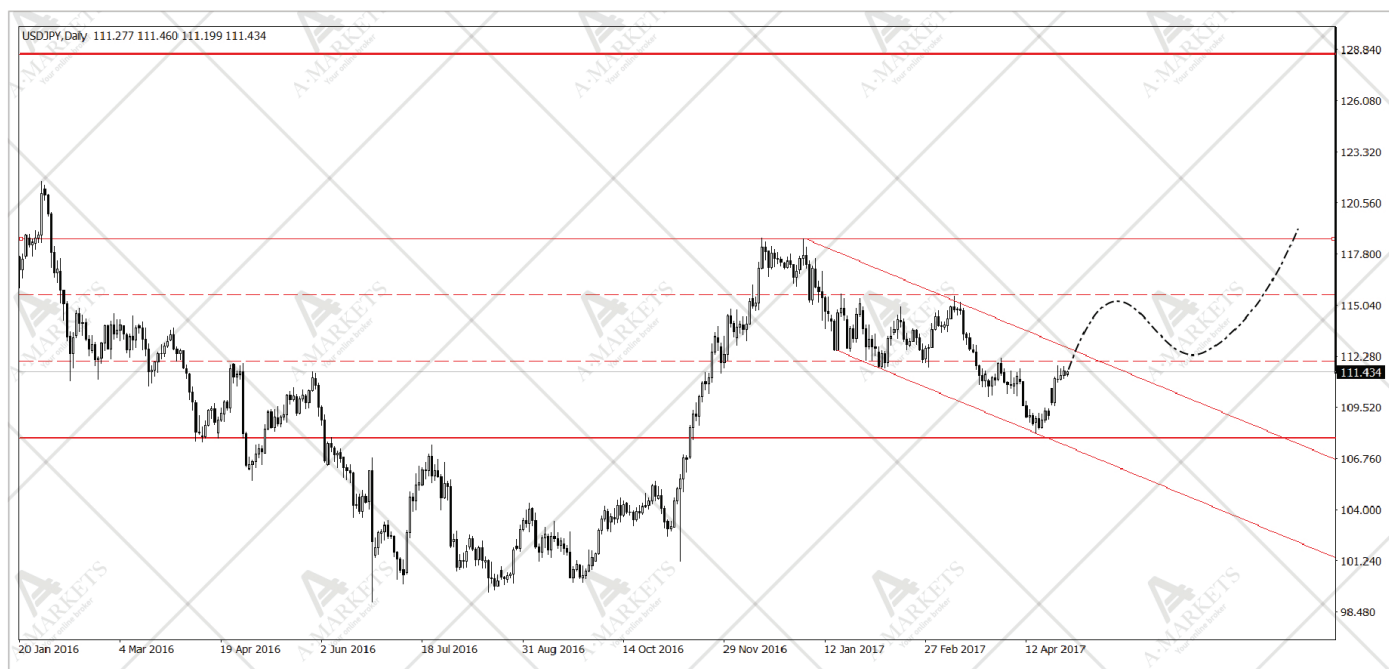
CAD уже стал жертвой зловключений, описанных в начале обзора. История с пошлинами на ввоз древесины в США сиюминутно не оказывает значительного негативного влияния на торговые условия Канады. Однако она значительно ухудшает ожидания ввиду возможных действий в отношении энергоносителей. Мы, конечно, считаем, что администрация Трампа не пойдет так далеко, но в принципе нет никаких значимых преград, которые не позволили бы убрать небольшую часть канадской нефти с американского рынка. И инвесторы уже начали включать это в стоимость, учитывая непредсказуемость американских властей.

Вторая часть – история с Home (Without) Capital. Вот это событие способно уже сейчас оказать давление на счет движения капитала, что является прямым негативом для канадца. Кроме того, непонятно, каким будет ответ центрального банка на обнаружившиеся проблемы. При прочих равных, регулятор может повременить с ужесточением политики, что также играет против луни (канадского доллара).

С технической точки зрения, канадец нарисовал неблагоприятную картинку по широкому спектру инструментов. USDCAD пробила ключевое сопротивление на 1.3585 и движется к последнему уровню обороны на 1.383. При уходе выше этого уровня остановки не предвидятся вплоть до отметки 1.433. Однако мы предпочитаем тактически подкупать EURCAD. Спекулянты могут открывать длинные позиции прямо по рынку, в районе 1.486 и добавляться на 1.472, если такой шанс представится. Более осторожным инвесторам следует просто подождать второй отметки. Цель по кроссу в расположена на 1.508.

USDJPY: все по сценарию

Мы наращиваем лонг в USDJPY на 110.65 с целью 118.80/127.3, stop-loss на 107.8, восстанавливаем лонг в CHFJPY по 111.1 с целями 118.2/123.1, stop-loss на 108.9.



Американец все-таки скорректировался до 108.6 по иене (минимальные котировки прошли даже несколько ниже), однако очень мощно оттолкнулся от этой поддержки. Импульс роста, безусловно, присутствует, и наш бычий прогноз по паре сохраняется. Наше главное фундаментальное соображение остается прежним: будет ли ФРС просто повышать ставки, или добавит к этому сокращение баланса, доллар должен при этом расти против иены. Вопрос только в скорости и целях, но ненасытные японские инвесторы наверняка продолжают перекачивать капитал из домашних рынков в Соединенные Штаты.

Кроме того, Банк Японии в следующем году может остаться единственным центробанком со включенным «печатным станком». Если это наложится на сокращение баланса ФРС, цель в 127 иен за доллар может показаться слишком консервативной. Тем, кто считает это фантастикой, хочется напомнить, что в 1970-х, уже после девальвации доллара, курс USDJPY колебался в районе 300, а в первой половине 1980-х – в диапазоне 200-250. Так что история видела значительно более высокие отметки. Мы сохраняем длинную позицию в USDJPY и считаем нынешние уровни привлекательными для стратегических покупок. Мы также восстанавливаем лонг в CHFJPY, где сработал стоп-приказ. Следует отметить, что бычий тренд сформировался практически во всех кроссах с иеной, в т.ч. EURJPY, GBPJPY.

USDRUB: классическая западня рынка

Мы покупаем USDRUB на 56.5, будем добавлять позицию на 54.6 с целью 61.7, stop-loss на 53.3.



Уже почти год практически все профессиональные (и не очень профессиональные) прогнозисты обещают падение российской валюты на 7-10%. Ссылаются при этом как на платежный баланс, так и не очень устойчивое состояние реального сектора экономики. Оба аргумента, разумеется, справедливы, однако лишь в долгосрочной перспективе. На практике рынок может оставаться в состоянии, далеком от фундаментального равновесия, достаточно долго. В данном случае для этого есть веские основания – огромный приток спекулятивного капитала на фоне в целом сильного счета текущих операций.

Ключевая причина для притока спекулянтов – высокие номинальные и реальные ставки. Мы давно говорили о том, что все меры по ослаблению рубля бесполезны, пока капитал притягивается столь сильным магнитом. Похоже, это осознал и Банк России, который в марте значительно изменил риторику, а в апреле даже снизил ставку сразу на 50 б.п. Управляющие ЦБ, конечно, руководствуются при этом фундаментальными соображениями: они видят устойчиво замедлившуюся инфляцию и падающие инфляционные ожидания.

И тем не менее, даже «жирные» уменьшения ключевой ставки на 50 б.п. сразу не спровоцируют ослабление рубля. Нужно хорошо понимать логику иностранных денег: они приходят в Россию, покупают облигации и получают огромный по их меркам купон. По мере падения доходностей эти инвесторы еще и собирают весь прирост цены (напомним, что при понижении ключевой ставки долговые инструменты пропорционально дорожают). Выходить из этих операций невыгодно и бессмысленно до тех пор, пока продолжается смягчение монетарной политики в России. И только когда ЦБРФ приблизится к завершению цикла, у нерезидентов возникнет причина избавляться от российских облигаций. Соответственно, тогда же может возникнуть некоторый отток капитала из РФ. И рубль естественным образом снизится на те самые 7-10%.

Мы считаем, что можно постепенно формировать длинную позицию в USDRUB, однако не стоит надеяться на сиюминутный результат. Горизонт инвестирования в такую идею – как минимум до августа, так что нужно помнить о керри (свопе, т.е. стоимости переноса позиции). Более того, нам краткосрочно нравится шорт в CADRUB, так как обе валюты зависят от нефти, но при этом канадец в моменте оказался в куда менее выгодном фундаментальном положении. Последняя идея интересна, конечно, только спекулянтам, ибо стратегической value в ней нет.