



THE SPECIALIST IN  
TRADING & INVESTMENT

13 апреля, 2017

## Макроэкономический обзор на 2 квартал 2017 года: Режим противоречия

*Кай Ван-Петерсен – стратег Saxo Bank по макроэкономике азиатского региона*

*Все считают, что Дональд Трамп потерпит поражение, но он еще может нас удивить, поскольку Штаты намерены отменить программы предыдущих администраций, направленные против бизнеса, что приведет к росту.*

Начинается второй квартал года Огненного петуха, а я все еще нахожусь под впечатлением фокусов первого квартала. Конечно, я говорю о главе Федеральной резервной системы Джанет Йеллен, вытащившей из своей волшебной шляпы целую охапку кроликов.

С первой передачи она переключилась сразу на четвертую, и если раньше Федрезерву нужно было 12 месяцев, чтобы настроиться на новое повышение ставки, то сейчас мы готовимся к третьему менее чем за три месяца. И это, заметьте, один из самых консервативных составов Федрезерва за всю историю человечества.

Буквально за три недели вероятность повышения ставки в марте выросла с 30% до 100%, хотя при этом доходность по 10-летним облигациям не достигла новых высот, не говоря уже о DXY. Сложно сказать, было ли это спланированной акцией, но, когда ставка была повышена на самом деле, рынки практически не сдвинулись с места - по крайней мере, так обстоят дела на момент написания данного обзора.

Такое впечатление, что инвесторы рассматривают его как единичную акцию. Это сильно отличается от паники и волнений, предшествовавших первым двум повышениям в декабре 2015 и 2016 года, когда некоторым казалось, что конец света наступит со дня на день.

### О чем нам нужно задуматься в начале второго квартала?

1. Если рынок акций перегружен, почему мы не чувствуем эйфорию и болезненную склонность к внутрисуточному трейдингу, свойственную бычьему рынку в 1999/2000 годах - когда любой таксист и парикмахер знал назубок название всех технологических компаний?

Как правило, оценочная стоимость рынка признается завышенной уже задним числом - после коррекции. Направление движения задают ликвидность и настроения. Конечно, управляющий долгосрочными/краткосрочными активами или инвестор, использующий стратегию стоимости, по-разному расставляют приоритеты. Среди моих знакомых - а их немало - нет ни одного высокочастотного трейдера, который бы активно скупал акции после большого финансового кризиса, абсолютно утратив понимание сути происходящего.

Обычно это свойственно людям, которые уже вложились в активы и хотят нарастить свое присутствие на рынке. Это по-прежнему самый «ненавистный» бычий рынок акций в истории, который постепенно набирает обороты. И поскольку в этом цикле ни у кого не скопилось



THE SPECIALIST IN  
TRADING & INVESTMENT

значительного количества открытых позиций на рынке акций, любой спад будет сопровождаться покупками.

Возможно, значительная часть этой проблемы связана с последствиями Великого финансового кризиса (несмотря на то, что он был в далеком 2008 году) для тех из нас, кто торговал/инвестировал или иным образом присутствовал на рынке акций. Он стал тем якорем, который напоминает нам о страхе (пока необоснованном) перед рынком, который несетя вперед слишком быстро.

Лучшие результаты показывают те 30% рынка, которые пришли в отрасль после кризиса, еще не успели обжечься, не видели, как горят балансы и банкротятся компании. Самое поразительное в этом бизнесе - это застывшая картинка на определенный момент времени, не дающая полного представления, а лишь потенциальных победителей/проигравших на данную конкретную минуту.

S&P 500 с легкостью может откатиться к 2200, потеряв 8%, и это будет здоровой коррекцией. Полагаю, нам нужен резкий подъем в мировой экономике и/или большой провал команды Трампа (то есть, неспособность реализовать свои инициативы, начиная с отмены Обамакэр, и закачивая налоговой реформой и многим другим).

## 2. Доходность в США и доллар столкнулись с невидимым препятствием, указывая на то, что доходность теперь будет снижаться?

Не думаю, поскольку доходность по 10-летним облигациям сейчас находится в районе 2,40% и 3,00% мы увидим гораздо раньше, чем 2,00% (если конечно, Марин Ле Пен не вмешается). Федрезерв, вероятно, повысит ставку еще дважды в этом году, при этом четвертое повышение в рамках этого цикла придется на 14 июня (заседание 3 мая пройдет без пресс-конференции, кроме того, 7 мая состоится второй раунд президентских выборов во Франции).

Еще важнее то, как изменился настрой Европейского центрального банка: очевидно, что Марио Драги вынудили (его коллеги из Бундесбанка) рассказывать о том, как Европе удалось победить страшную дефляцию. Если цены на нефть продолжают падать, надежды на рост инфляции испарятся очень быстро.

Однако в противном случае (и, конечно, если Ле Пен не победит), ставки в Еврозоне будут расти. Поэтому имеет смысл продавать европейские активы - особенно немецкие и итальянские облигации.

## 3. Трамп и его администрация в конце концов что-то сделают, или все так и останется на словах?

Несмотря на то, что остальные с вероятностью 99% ждут провала Трампа, мы придерживаемся прямо противоположных взглядов. Пока все складывается не слишком удачно (ладно, все из рук вон плохо), но, когда страсти утихнут, эта администрация и республиканское большинство в Конгрессе еще сумеют нас удивить.



THE SPECIALIST IN  
TRADING & INVESTMENT

Да, он уже подрастерял свой политический капитал, но люди недооценивают потребность в переменах и степень истощения после восьми лет жесткого регулирования и агрессивного по отношению к бизнесу режима, установленного Бараком Обамой и разрозненным конгрессом. Это, скажем прямо, диссидентская точка зрения, но обычно, когда все уверены в одном - как рынок сейчас уверен в неудаче Трампа - происходит прямо противоположное.

### **Тактическое позиционирование против стратегического:**

Стратегически, мы нацелены покупать активы развивающихся стран до конца года (гос. облигации, валюты, такие как RUB, MXN, BRL, IDR, INR, и акции). На чем основана эта позиция?

1. Мы приближаемся к концу бычьего цикла по доллару и ставкам в США, поскольку срок полномочий Йеллен истекает в первом квартале 2018 года, а Трамп намерен посадить на решающие посты в ФРС максимальное число осторожно настроенных политиков.
2. Инфляция уверенно растет и продолжит расти в будущем. Это будет поддерживать цены на сырье (в отличие от идеального шторма в конце 2015 года, когда доллар был силен, в экономике бушевала дефляция, а цены на сырье падали в пропасть. Стоит отметить, что даже тогда развивающимся рынкам удалось избежать полномасштабного кризиса... Бразилия была близка к этому, но в последний момент сумела восстановиться).
3. Мировая экономика по-прежнему стабильна, даже несмотря на возможный возврат к средним значениям по ряду индексов экономического сюрприза.

Читатели наших еженедельных макроэкономических обзоров, публикуемых по понедельникам, могут заметить, что наши короткие позиции по USDMXN 19.13 (с. 15.50/16.50 E-17), CADMXN 14.33 (с. 12.50/13.00 E-17) & USDRUB 57.58 (с. 48/53 E-17) дают неплохой результат.

Тактически, я думаю, что евро будет расти против большинства валют, особенно против доллара. Полагаю, что к концу 2 квартала евро/доллар поднимется от текущего уровня 1,08 в область 1,12/1,15. Это повлечет за собой очевидные негативные последствия для экспортеров Еврозоны, которые неплохо себя чувствовали в течение последних нескольких месяцев.

Учитывая то, что инвесторы настраиваются на структурный рост ставок по всему миру, а также последний сдвиг в политике ЕЦБ, я предпочитаю продавать немецкие гос. облигации, при этом доходность может подняться от текущих 40 базисных пунктов до 80 б.п. уже к концу второго квартала. Помните, она поднялась до 51 пункта только на росте ставок в США - еще до изменения настроения в ЕЦБ. Йенс Вайдман уже высказывается весьма решительно в пользу нормализации/ужесточения, а, учитывая запланированные на сентябрь выборы в Германии, готов дать руку на отсечение, что все политики там сейчас будут говорить о необходимости нормализации и о том, как не выпустить демона инфляции.



THE SPECIALIST IN  
TRADING & INVESTMENT

И, наконец, несмотря на то, что Банк Японии совсем не хочет переходить к ужесточению своей кредитно-денежной политики (инфляция на уровне 0.4% сильно не дотягивает до целевой отметки 2.0%), кривая доходности в японской экономике будет двигаться вверх вместе со ставками в США и Еврозоне - и тагетирование кривой не поможет.

#### Ключевые риски второго квартала:

- Победа Ле Пен приведет к падению доходности по немецким облигациям ниже 20 базисных пунктов и снижению курса EURUSD на 10%.
- Обвал цен на нефть WTI ниже 40 долларов за баррель оживит панику по поводу дефляции и убьет надежду на инфляцию.
- Если закон об отмене реформы здравоохранения (известной как ACA или Обамакэр) в США не будет принят в ближайшее время (особенно в Сенате), рынок поставит под вопрос сроки реализации этой инициативы.

#### Контакты для СМИ

##### Grayling Public Relations

Алексей Мальцев

+7 (495) 788-67-84

[saxo@grayling.com](mailto:saxo@grayling.com)

#### О Saxo Bank

Группа компаний [Saxo Bank Group \(Saxo\)](#) - это ведущий специалист в области комплексной онлайн торговли и инвестиций, предлагающий частным инвесторам и институциональным клиентам полный спектр инвестиций, торговых технологий, инструментов и стратегий.

Почти 25 лет Saxo, благодаря своим технологиям и опыту, обеспечивает частным инвесторам и институтам доступ к профессиональными инвестиционными инструментами и рынкам.

Будучи полностью лицензированным и регулируемым банком, Saxo предлагает своим частным клиентам возможность торговать широким спектром активов на мировых финансовых рынках с единого маржинального счета на различных устройствах. Кроме того,

Saxo предлагает институциональным клиентам, например, банкам или брокерам с мультиактивным исполнением, услуги прайм-брокера и торговые технологии.

Удостоенные наград [торговые платформы](#) Saxo доступны более чем на 20 языках, они лежат в основе технической инфраструктуры более чем 100 финансовых институтов во всем мире.

[Saxo основан в 1992 году](#), главный офис банка расположен в Копенгагене, всего в банке работает более 1500 сотрудников в различных финансовых центрах мира, включая Лондон, Сингапур, Париж, Цюрих, Дубай и Токио.

SAXO BANK A/S

PHILIP HEYMANS ALLE 15  
2900 HELLERUP, DENMARK

PHONE: +45 3977 4000  
FAX: +45 3977 4200

REUTERS DEALING CODE: SAXO  
CVR. NR. 15 73 12 49

INFO@SAXOBANK.COM  
WWW.SAXOBANK.COM