

2023.07.02

CrimsonAlter - Analytics

## **[Новостной деск] "Кримсон бухтит" (ответы на вопросы): Судьба рубля, "В ожидании Года (QE)", новости про нефть (с камео от калибар, Wells Fargo и Goldman Sachs)**

**\*\*это не инвестиционные рекомендации\*\***

Сразу к делу, коллеги!

Начнём с поздравления: поздравляю вас с тем, что на этих выходных ничего судьбоносного, крышесносного, исторического и форсмажорного – не произошло. Мои коллеги из медийки шутят, что окологосударственные СМИ и телеграм-сетки получили несколько дней назад настоятельнейшую рекомендацию сверху форсить для читателей в качестве главного инфоповода новость о том, что в [Московском зоопарке](#) у [пары калибар родились три калибарёнка](#). Я вот тоже вам эту важнейшую новость рассказал, прежде всего как иллюстрацию государственной информационной политики. Желаю и вам и себе, чтобы государство сохраняло правильные приоритеты информационной и идеологической повестки.

А теперь переходим к ответам на вопросы, которые традиционно собраны из почты ("Старая гвардия" + вопросы, которые мне показались интересными и/или частыми) и которые так же традиционно сведены к некой "общей форме". Начинаем.

### **Раздел 1: Рубль и его падение к доллару, юаню и вообще всему**

Ваш покорный слуга вообще-то собирался писать о другом, но тут рубль начал движение вверх и это вызывает вопросы на тему того "что это было", "где остановится" и "выдержит ли это экономика". Отвечаю пунктиро:

#### **1.1. Что это было?**

Реализация "цифры Белоусова" ([второй уже](#)). Кстати, очень рекомендую смотреть на колебания курса рубля глазами политиков (потому что в конце концов именно они решают, делать ли какие-то интервенции, будь то вербальные, валютные или какие-то другие) и в этом смысле предпочтителен здоровый пофигизм по поводу конкретных причин недельных колебаний курса. Логика такая: Белоусов показал конкретный коридор курса (причём, с учётом контекста, более приятной для власти будет верхняя - 90, а не нижняя граница коридора), который устраивает власть (и является консенсусным для всех групп элит, который могут принимать участие в определении государственной позиции), а для наполнения бюджета по большому счёту безразлично, каким конкретно образом курс приедет к целевым отметкам: из-за байбека Магнита (не очень верю, но хрен его знает), из-за роста импорта (более вероятно), из-за того, что экспортёры оставили больше валюты "за контуром", чтобы потом не иметь проблем вытаскивания денег в валюту для оплаты оборудования, взяток и других внешних услуг (думаю, имеет место) или из-за комбинации всего вышеперечисленного. Соответственно, ответ на вопрос "что это было?" выглядит цинично: что-то было, а государство не видит необходимости вмешиваться и даже радо (ибо бюджет!) видеть текущие цифры.

#### **1.2. Где курс остановится?**

Может остановиться где угодно, но тормозить его будут, только если он выйдет за пределы "цифры Белоусова" и то, не факт что слишком активно, особенно если "заступ" за уровень 90 рублей за доллар будет небольшим. Более того: торможение вообще просматривается (если не будет чего-то экстраординарного) в августе-сентябре, через повышение ставки,

направленное на охлаждение спроса (и косвенное охлаждение роста импорта). Плюс, если проблема действительно в импорте (считаю, что это очень вероятно), то курс начнёт "сам себя регулировать" через удорожание импорта до уровня, при котором спрос на импорт перестаёт расти.

### **1.3. Выдержит ли экономика?**

Курс 90 – выдержит точно. Напоминаю, у нас вообще-то ЖЁСТКО экспортно-ориентированная (и пока нас не будет населения хотя бы миллионов 400-500 – такой и останется) экономика, так что определённое ослабление курса – это (простите за цинизм) нормальная практика для обезболивания текущих экономических проблем: в бюджет приходит больше денег от экспорта (напоминаю: у нас вообще газовый экспорт в ЕС почти "отвалился", и это надо как-то компенсировать) + становится чуть легче местным производителям в плане конкуренции на внутреннем рынке. Побочные эффекты в виде разгона инфляции и сложностей с закупкой иностранного оборудования (оно и так в Россию идёт с "санкционной наценкой" от 30% до 300%) будут купированы точечно (если сектор – стратегический для государства и у компании хорошие связи наверху) или "всем придётся терпеть, время сейчас такое". На всякий случай: у нас вообще-то выборы весной следующего года – а бюджету нужны деньги как на СВО, так и на то, чтобы рядовой избиратель чувствовал приятную (монетарную) заботу о себе, причём избиратель традиционно ценит больше "деньги из бюджета" (и/или "рост зарплаты"), чем "низкую инфляцию" (в определённых пределах, конечно). Так что пока (опять же, с точки зрения государства) - всё хорошо, а дальше - посмотрят по ситуации.

Последнее соображение: если нефть поднимется в 3-4 квартале (шансы – прямо неплохие), то у государства может открыться окно возможностей в плане укрепления рубля при сохранении нужного уровня наполненности бюджета, но с другой стороны власть может посмотреть на ситуацию в стиле "более дорогая нефть - хорошо, а более дорогая нефть при более слабом рубле - ещё лучше!", так что шансы на то что рубль будет укрепляться вместе с нефтью - есть, а гарантий - нет.

### **Раздел 2: "В ожидании Года (QE)" - т.е. следующего раунда монетарного/фискального стимулирования американской (мировой) экономики и финансовых рынков**

Для этого раздела стоит воспользоваться (правильной, на мой вкус) структурой вопросов, которую ваш покорный слуга получил в письме. Итак, на повестке дня:

1. Настолько "ракетным" будет новый раунд QE, например, по сравнению с "ковидным" ростом рынков на действиях ФРС США?
2. Какие активы актуальны для отыгрыша "следующего QE", опять же, по сравнению с "ковидным" эпизодом?
3. Когда есть смысл "заряжать" ставки на рост активов-бенефициаров QE?

Поехали:

#### **2.1. Насколько "ракетным" (в плане роста цен финансовых активов) будет следующий раунд стимулирования американской (т.е. косвенно и глобальной) экономики?**

Для ответа на этот вопрос представляется правильным классифицировать возможные причины для запуска этого самого "нового раунда QE". И тут есть, на мой взгляд, три варианта событий:

##### **2.1.1. Вариант "Золтан Пожар оказался прав на 100%" - т.е. реализуется логика самого известного эксперта в вопросах устойчивости американской (а также мировой) "белой" (а также "теневой") банковской и финансовой системы. Многократно озвученная позиция экс-глав-эксперта ФРС/МВФ/Минфина США сводится (если сильно огрубить) к тому, что QE (т.е. скупку американских облигаций "из станка") ФРС придётся запускать уже в текущем году на**

фоне серьёзного ухудшения ситуации в экономике. По версии Пожара (и он, кстати, имеет преимущество в плане того, что он один из немногих, кто реально понимает, как думают представители ФРС - потому что он один из них) для того, чтобы решить проблему закоренелой инфляции, ФРС нужно спровоцировать рецессию, и не просто рецессию, а "L-shaped рецессию" - это когда "экономика упала и лежит". В случае реализации именно этого сценария можно смело ожидать (без гарантий, но с высокой долей вероятности) прямо очень жёсткого как монетарного, так и фискального стимулирования. Тогда можно получить размах роста примерно на уровне "как в ковид".

Забавное потенциальное последствие такого варианта стимулирования заключается в том, что в результате можно будет получить ещё один всплеск инфляции, и цикл "инфляция -> рост ставок -> рецессия -> стимулирование -> инфляция" пойдёт на новую итерацию. Если американская (и следовательно мировая) экономика перейдёт именно на такую форму "циклического развития", то жителям планеты можно будет посочувствовать - жить в таком формате будет очень интересно, но крайне некомфортно, особенно если у конкретного землянина нет активов, защищённых от инфляции и приносящих дополнительный доход.

### **2.1.2. Вариант "Соломон оказался прав на 100%". Речь идёт про оценку Дэвида Соломона - директора самого влиятельного частного банка планеты - Голдман Сакс. [Позвольте цитату:](#)**

*"По словам генерального директора Goldman Sachs Дэвида Соломона, США, возможно, все-таки не движутся к рецессии, но это не означает, что экономические проблемы закончились. В интервью CNBC в понедельник Соломон, возглавлявший гиганта инвестиционно-банковской деятельности почти полдесятилетия, сказал, что он «удивлен» тем, насколько устойчива была американская экономика, и отметил, что он видит «зеленые ростки» на [американских] рынках капитала.*

*«Экономика США была невероятно устойчивой», — заявил он. «Я, конечно, предсказывал [прим. Кримсон: и не он один], учитывая экономическое ужесточение, которое мы видели, вы знаете, более ухабистый путь, чем у нас был до сих пор». Однако это не означает, что он считает, что с этого момента все идет гладко.*

*«Я думаю, что мы переживаем неопределенный [экономический] момент», — сказал Соломон. «Я думаю, что это период, когда нужно быть немного осторожным».*

***Он предупредил, что даже если экономике США удастся «пройти через всё это с гораздо более мягкой посадкой, чем мы ожидали», страна все равно может столкнуться со сценарием, который «может быть не рецессией, но, безусловно, будет ощущаться как рецессия».***

***В этой ситуации, по его словам, американцам придется бороться с «вязлым ростом и закоренелой инфляцией».***

*Соломон сказал, что если в США действительно начнется спад, это вряд ли произойдет до конца этого года или начала 2024 года, но он сказал, что постоянно низкий уровень безработицы затруднит [проявление] рецессии."*

Мистер Соломон по большому счёту (в очень вежливых терминах) описывает стагфляцию: низкий экономический рост + высокая (не сверхвысокая, но заметная) инфляция. Плюс, директор Голдман Сакс имеет тоже своеобразное преимущество - он, в силу должности, немного политик, и может предполагать, что с политической точки зрения признавать рецессию (до тех пор, пока этого возможно избежать) - никто не захочет. Соответственно, для рядового потребителя (и большей части бизнеса) ситуация в этом сценарии не будет отличаться в плане боли от рецессии, а вся разница будет в том, что в новостях и в заявлениях официальных лиц будет фигурировать тезис "ну ВВП-то у нас растёт! Всё классно! Байден - стронг, Америка - стронг, рецессии - нет, все улыбаются и машут!". Легко заметить, что в

этом сценарии ФРС может отделаться гораздо более скромным стимулированием и QE меньшего размера – то есть задача будет заключаться в том, чтобы скорее снизить ущерб в экономике, а не разогнать её в плане ускорения роста.

Если реализуется этот сценарий, то рост цен финансовых активов будет скромнее до тех пор, пока не случится одно из двух - экономика всё-таки провалится в такую рецессию, для "лечения" которой потребуются более серьёзные стимулы (тогда смотри выше сценарий "Пожар был прав") или до тех пор, пока инфляция не выйдет окончательно из-под контроля - и тогда рост цен на финансовые активы будет тупо обеспечен инфляционным давлением и/или желанием инвесторов застраховаться от инфляции – по той же схеме, которая происходит в Иране или Турции.

Можно описать разницу между сценариями Пожара и Соломона следующей схемой:

Пожар: ужасный конец -> потом праздник -> потом опять внезапно ужасный конец

Соломон: ужас без конца (и без праздников)

### **2.1.3. Вариант "Чисто политическое QE"**

В вышеописанную "вилку" может вклиниваться чисто политическое соображение: в США осенью 2024 года – выборы. Демократам крайне желательно, чтобы в период избирательной кампании, "острая фаза" которой начинается за 6 месяцев до выборов, а "в целом" кампания начинается за год до выборов, в экономике не было никакой рецессии и никаких катастрофических проблем. А дальше – хоть трава не расти.

Если в любой момент до выборов, начиная где-то с августа, администрацию Байдена как следует что-то напугает в экономике, то возможны самые экстравагантные реакции, включая (если у в Белом доме будет настоящая паника) ещё один запуск "чеков Байдена" или ещё что-то в этом роде. Это сейчас может показаться безумием, но практика показывает, что список глупостей, на которые готовы пойти политики ради удержания власти - прямо очень длинный. Если реализуется этот сценарий, то мы переходим сразу к второму этапу первого варианта ("Пожар был прав") - то есть мощное или очень мощное стимулирование ещё даже до того, как проявилась рецессия. Последствия - те же самые.

По какому сценарию мы идём, будет более-менее понятно, когда ФРС закончит повышение ставок и озвучит причины остановки повышений и дальнейшие действия.

И ещё одно соображение: независимо от того, что будет показывать "официальный ВВП" в США, какая-то форма стимулирования экономики всё равно неизбежна, по двум причинам:

1. Компаниям рано или поздно придётся перекредитовываться по новым ставкам, которые сильно выше старых, и делают сами компании беспространно убыточными - а дальше дефолты по цепочке, банкротства, массовые увольнения и т.д. ФРС придётся вмешиваться, это вопрос времени.

2. Потребители "проедают" денежные запасы, которые они сформировали в ковид - по разным оценкам, они или уже близки к исчерпанию, или исчерпаются за 3-4 кварталы этого года. Если у потребителей не будет возможности сводить концы с концами, экономике будет очень больно (кстати, ритейлеры уже обращают внимание на ухудшение потребительской активности и на так называемый downtrading - в переводе на российскую реальность это примерно "всё больше потребителей переходят от Азбуки Вкуса на Магнит, от Пятёрочки на Светофор" или покупают более дешёвые бренды в более мелких упаковках).

## Trading down is trending up

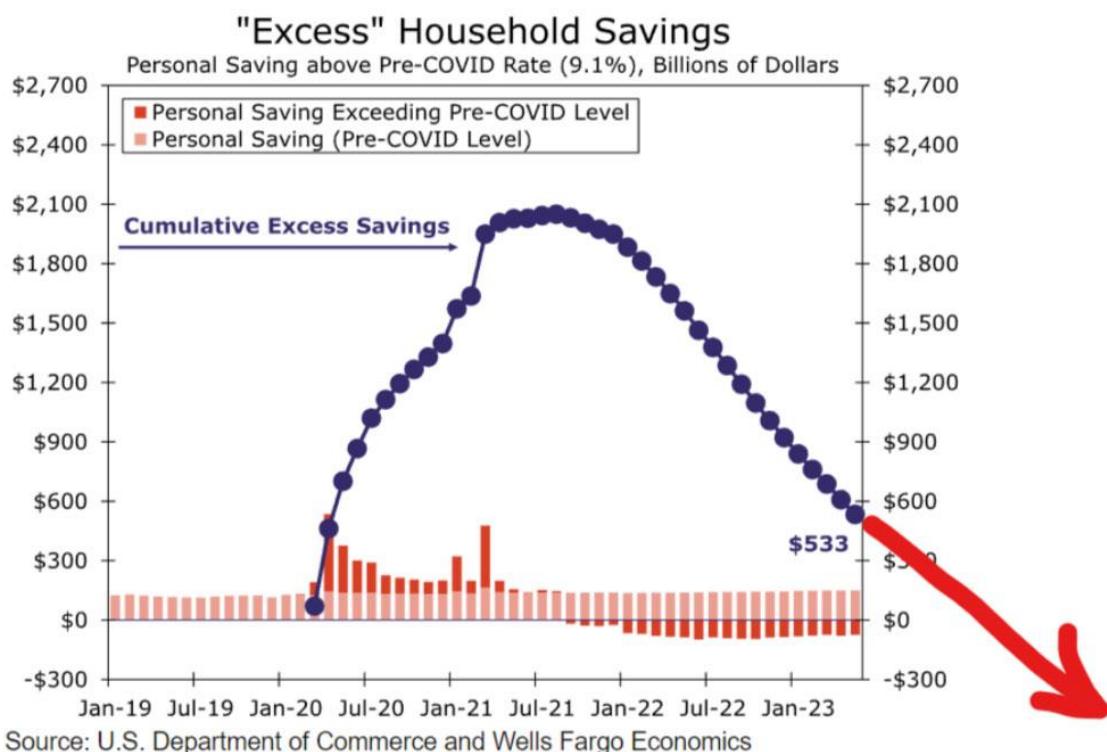
Monthly mentions of 'trade down' or 'trading down' on US retailers' calls



Source: Sentieo

На графике от Financial Times - количество упоминаний downtrading на конференс коллах компаний из сектора розничной торговли. Опять же, вопрос времени, до тех пор, пока ФРС придётся или заявить потребителям что они теперь будут жить бедно (большой привет администрации Байдена) или как-то вмешиваться.

Можно также посмотреть на крайне интересный график от Wells Fargo - синяя (падающая) линия - это "лишние сбережения американцев из ковидного периода". Когда линия "пойдёт в минус" и начнёт сжигать оставшиеся сбережения даже тех американцев, у которых они есть (а многие американцы живут в формате "от зарплаты до зарплаты" без сбережений и с увесистым долгом по кредитным картам), то экономике (и американским потребителям) будет больно - денег на потребление (и, соответственно, денег для обеспечения прибыли многих американских компаний) - тупо будет не хватать.



Source: U.S. Department of Commerce and Wells Fargo Economics

Опять же, кому-то придётся или сказать американцам, что теперь они будут жить прямо СИЛЬНО беднее, или ФРС придётся вмешиваться, чтобы как-то спасать экономику.

## 2.2. Какие активы будут актуальны в условиях следующего QE?

У меня нет хрустального шара и любой список, составленный сейчас, может нуждаться в пересмотре на момент запуска нового стимула от ФРС. Я бы исходил из нескольких соображений:

- Будет логично брать опционы колл на активы (или сами активы), у которых даже без нового масштабного QE может быть всё неплохо, то есть у них должны быть причины для роста помимо QE или снижения ставок в США.
- Будет логично брать опционы колл на активы (или сами активы), которым хорошо в период высокой инфляции или (на всякий случай) гиперинфляции - из вышеперечисленного "веера вариантов" ни один не предполагает высокой вероятности того, что с инфляцией будет покончено.
- Любая ставка на QE или снижения ставок в США - это всё-таки спекуляция, а для спекулятивных историй может иметь значение "мнение толпы" - хайп, помноженный на обильную ликвидность - это прямо рецепт для "ракеты".

Если пытаться составить список прямо сейчас, то получается, что с учётом вышеперечисленных соображений, он получается довольно коротким:

- Золото (в любых формах) - оно хорошо себя чувствует при инфляции, на него есть очень устойчивый спрос центральных банков из-за дедолларизации и ещё в нём самом есть "встроенный колл" на какую-нибудь серьёзную ошибку ФРС, после которой начинается гиперинфляция. Возможные формы исполнения по активу: опционы колл на GLD (ETF на золото), опционы колл на GCZ2023 (фьючерс на золото на чикагской бирже) или что будет ликвидно на тот момент, опционы колл на компании, получающие роялти от добывчи золота типа FrancoNevada Corp [NYSE: FNV] (или других "золотобанкиров"/роялти-компаний - для отмороженных), опционы колл на JNUG (ETF с плечом "икс 2" на индекс золотодобывающих компаний, для совсем-совсем отмороженных). На Мосбирже из этой темы сейчас доступны (не очень ликвидные) опционы на фьючерсы на золото и акции Полюс (опционально – не очень ликвидные фьючерсы на Полюс и опционы на Полюс).
- ИИ-пузырь. История про искусственный интеллект (ИИ), который "зохавает мир", "зохавает экономику" и "зохавает" (я специально использую "глагол" из мемов про "Ктулху, который зохавает всё" - это рассуждения примерно такого же уровня качества) - она очень хорошо заходит широкой аудитории, и особенно финансовым управляющим. А уж до тех пор, пока акции растут, они просто обязаны покупать весь ИИ-трэш (и вообще любые акции, к которым можно "привязать" тему ИИ), чтобы клиенты не сбежали к другим управляющим, ну примерно как было про блокчейн в своё время. Если к моменту старта следующего QE или хотя бы остановки роста ставки ФРС ИИ-хайп ещё будет живым и горячим (шансы - есть), то акции из ИИ-темы могут перейти из категории "сильно переоценённые" в категорию "цены на эти бумаги абсурдны, их невозможно ничем обосновать, но пипл хавает". Возможные варианты исполнения: опционы колл на QQQ, опционы колл на FNGG (это ETF "с плечом икс 2" на индекс FANG+ - Direxion Daily NYSE FANG+ Bull 2X Shares) - вариант для отмороженных, или можно саму бумагу взять. У QQQ - то есть ETF-ки на Nasdaq 100 есть дополнительное преимущество - в прошлый раз (на ковид-стимуле) именно QQQ был главным бенефициаром, и многие спекулянты по старой памяти могут "зарядить" его ещё раз, плюс все серьёзные компании из ИИ-темы в любом случае в QQQ есть, и их вес будет расти по мере роста хайпа. В российской инфраструктуре как-то отыграть эту тему можно (криво) разве что через фьючерсы NASD на Мосбирже.

Помимо этих двух "тем" - почти гарантировано будут ещё варианты, некоторые из которых даже могут дать больший "выхлоп", чем вышеперечисленные. Однако их можно будет идентифицировать только на самом старте нового этапа стимулирования от ФРС, ибо уж слишком много зависит от конкретного сценария и причин стимулирования, политической ситуации, и некоторых других факторов. Например, у вашего покорного слуги прямо сейчас чешутся руки зарядить какие-нибудь коллы на **Archer-Daniels-Midland Company** [NYSE:ADM] и другим "зерновым бумагам" - еда традиционно дорожает, когда ФРС устраивает "стимулирование", но ещё не всё понятно с "зерновой сделкой" и условиями урожая на следующий год, плюс ФРС может не закончить с повышением ставок в ближайшие месяцы.

### **2.3. Когда стоит рассматривать инициацию позиций для заработка на "новом QE"? До начала? После какого-то триггера?**

Вопрос - философский. Моё личное предпочтение (подход хорошо виден на примере ковид-QE - на старом проекте это обсуждалось "почти в прямом эфире") - это аккумулировать деньги до начала самих событий и врубать **основную часть** позиций уже после того, как ФРС и Белый дом определятся со сценарием, по которому они хотят идти (в зависимости от конъюнктуры экономики в тот конкретный момент). Да, такой подход заработает меньше, чем возможный (но далеко не гарантированный) вариант "купить коллы/акции прямо перед началом QE или цикла снижения ставок" - но зато если делать именно после (вот прямо на следующий день после) соответствующих заявлений ФРС, то можно резчайшим образом снизить риск купить что-то не то, и получить крайне обидный сценарий, в котором QE - есть, а профита - нет, потому что ФРС выбрал какой-то экзотический способ реализации своих стимулятивных амбиций.

*Отдельно надо сказать про тему ИИ-пузыря - её можно отыгрывать самостоятельно, хоть сейчас, но именно как пузырь, которому действия ФРС могут помочь в будущем стать ещё больше.*

### **Раздел 3: Нефть; Традиционные вопросы из серии "что и почему происходит с ценой?"**

Хорошие новости: наконец-то рынок признаёт, что Россия действительно сокращает добычу. Нарратив о том, что "на самом деле Путин всех обманул и ничего не сократил", который поддерживался (мягко говоря неоптимальными) действиями российских нефтяных компаний и коммуникационной "стратегией" правительства - создавал давление на цены на нефть. Судя по косвенным признакам, наконец-то его похоронят:

#### Рейтер пишет:

*"Экспорт российской морской нефти из Приморска, Усть-Луги и Новороссийска упадет до 1,9 млн баррелей в сутки в июле с 2,3 млн баррелей в сутки в июне, поскольку внутренние НПЗ увеличивают объемы переработки, показали данные Refinitiv Eikon, опубликованные в среду."*

*Экспорт нефти из России сдерживается более высокой переработкой нефти на отечественных НПЗ, а также замороженной добычей нефти в рамках соглашения ОПЕК+ и дополнительными сокращениями, обещанными Россией. По расчетам Reuters, ежедневные отгрузки нефти из западных морских выходов России в июле снизятся на 18% по сравнению с июнем. Более низкие отгрузки, ожидаемые в июле, уже оказали поддержку дифференциалам нефти Urals [прим. Кримсон: т.е. снизили разницу цен Юралс к Брент] в портах Индии - основного покупателя этого сорта нефти."*

Также выясняется (да, это конспирология, но её справедливо воспринимают как факт, многие профессиональные участники рынка) - что если долго публиковать всякую иллюзорную статистику о том, что запасы нефти в США растут (это помогает прижать цены), то потом

приходится это (примерно раз в месяц) корректировать "рывком", и получаются вот такие "внезапные загогулины", как на уходящей неделе:

Wall Street Journal:

"По данным EIA, коммерческие запасы сырой нефти сократились на прошлой неделе на 9,6 млн баррелей до 453,7 млн баррелей, что примерно на 1% ниже среднего показателя за пять лет. Аналитики, опрошенные The Wall Street Journal, прогнозировали, что запасы сырой нефти сократятся всего на 1,8 млн баррелей по сравнению с предыдущей неделей.

Сокращение коммерческих запасов произошло, несмотря на передачу 1,4 млн баррелей сырой нефти на прошлой неделе из национального стратегического нефтяного резерва на коммерческую сторону в рамках операций, проводимых Министерством энергетики США в течение последних нескольких месяцев."

"Принуждение к реальности" идёт медленно, но направление движения - правильное. Пока ФРС поднимает ставки - идёт трудно, плохо, медленно (как пишет Bank of America - на реальность пофиг, когда все фонды планеты, кроме узкоспециализированных, шортят фьючерсы на нефть, "потому что в учебнике так написано - при ставках вверх, нефть - вниз"), но это временное явление: или запасы упадут до критических отметок и/или ФРС развернётся (см. пункт 2.1). Будет интересно посмотреть на фейерверк, который начнётся, после исчезновения этого "ФРС-тормоза" на рынке.

**На сегодня – всё.**

Техническое: ваш покорный слуга слегка завален почтой. Надеюсь, к следующему понедельнику разгрести всё.

Лирическое: мне очень хотелось предложить вам, для разнообразия назначить себя калибарами, просто для того чтобы почувствовать себя прямо в тренде российской государственной информационной политики. Но калибры не могут порадовать себя стейками и лососем, так что остановимся на традиционном призывае: назначьте себя (опционально - ещё кого-то из любимых окружающих) котом и позвольте себе предаться разнуденному гедонизму. Порадуйте организм и мозг чем-нибудь приятным. Вы точно это заслужили.

Фатализм выключать не надо; его надо пестовать, хотя бы потому что, несмотря на позитивные новости насчёт саммита НАТО (на котором, скорее всего, Украине предложат "побыть Израилем", а не членом НАТО), риски ядерных грибов на горизонте ещё никто не может отменить.

Ударная благотворительность поможет предотвратить (или побороть) депрессию, а прагматизм профинансирует светлое будущее. Итого, традиционно: фатализм, гедонизм, прагматизм да будут с вами. Берегите себя, обнимите близких и мурчите громче. Всё обязательно получится.

---

**\*Данный документ не является инвестиционной рекомендацией\***

**\*Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией\***

**\*Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг\***