

[Кофе с банкиром] Политический выпуск: Политбюро и Си, Силуанов и Мишустин, Камала и Пауэлл, а также другие друзья инвесторов.

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

Сразу к делу, коллеги!

Сегодня у нас в программе передач некоторое количество потенциально интересных и крайне разнообразных географически размышлений на полях трёх важных событий, которые, на мой вкус, определяют ближайшее будущее для российских инвесторов.

1. Ставка ФРС наконец-то развернулась, причём довольно резвым образом, сразу на 0,5% (во славу тов. Камалы, иначе это никакой экономической логикой объяснить не получается, даже у условного BofA, чьи стратеги писали перед решением ФРС, в случае «0,5% сразу» становится «вообще непонятно, зачем ФРС вообще какая-то коммуникация»).
2. Тов. Си и его Политбюро наконец-то дошли до «уровня боли» в плане ухудшения показателей социальной стабильности и оптимизма (речь не про экономику, тут однозначно не экономический, а именно социологический/психологический феномен, который требует решения одновременно в финансовой и особенно в политической плоскости).
3. Российское правительство (с очевидного благословения президента Путина, ибо по-другому в России бюджетный процесс не работает, и самостоятельности в нём не бывает, особенно на принципиальном уровне) решило быть прямо очень сдержанным (с учётом СВО) в плане бюджетной политики, дефицита и «раздевания» российских компаний сверхналогами. Правительство выступает за нормальную нормальность с элементами экономического патриотизма. Это очень хорошо.

На всех трёх трендах есть смысл попробовать заработать, но конкретные инструменты и подходы придётся очень радикально варьировать в зависимости от доступов конкретных инвесторов и уровня толерантности к риску. В нынешней российской реальности это просто факт жизни в эпоху СВО.

Сразу отмечу два политических события, которые могут повлиять на жизнь российских инвесторов, но которые не вошли в список выше:

1. Скандальный законопроект об изъятии «сверхдоходов банков», который сейчас лежит в Госдуме, и который, на мой вкус, способствовал началу очередной коррекции на российском рынке. Российское (да и любое) законотворчество — штука сложнопредсказуемая, но у меня серьёзные сомнения (без гарантий, конечно) в том, что этот проект примут. Есть такая штука, как консенсус элиты, и в рамках налоговой реформы и экономический АП, и Правительство (и даже президент в некоторой степени) указывали на следующую сделку с бизнесом (который, напомним, по публично озвученному мнению Путина — молодец, тянет экономику, обходит санкции и поддерживает страну в эпоху СВО): налоги поднимут, но зато прекратится практика внезапных и непредсказуемых «налоговых изъятий» и прочих «налогов на сверхприбыль» и вообще налоговые правила фиксируются до 2030. Чудеса (в том числе «чёрные») иногда случаются, но вероятность того, что закон (однозначно популистский и идущий в очевидный разрез с уже достигнутыми межэлитными соглашениями) успешно станет реальностью, мне представляется довольно невысокой. Оттого (очень популярные сейчас в российской околорыночной среде) идеи типа «шортить ВТБ» и «шортить Потанина/Тинькофф» (а также Сбер, SVCB и потенциально акции других

«пострадавших» банков) мне представляются (а) преждевременными и (б) крайне опасными для исполнителей.

Пока ваш покорный слуга писал данный текст, Минфин успел составить негативное заключение на законопроект, и сейчас думцам предстоит решить, хотят ли они идти на конфликт с Правительством. При всём уважении к юному российскому парламентаризму, представляется, что это в целом плохая идея.

2. «Как бы война» (т.е. взаимные удары ракетами уже есть, но вроде бы ни одна из сторон не заявляет о полноценной войне с чёткими целями и задачами) между Израилем и Ираном. Отдельно отыгрывать не вижу смысла в силу того, что два главных бенефициара этого конфликта — это нефть и золото, а портфель вашего покорного слуги (и, соответственно, вероятно, ваш) имеет довольно серьёзную аллокацию именно на нефтяные активы и активы, связанные с золотом, или само золото. В некотором роде, такие портфели «всегда готовы к тому, что начнёт литься кровь». При этом для того, чтобы чувствовать себя вполне неплохо, и нефти, и золоту война по линии Тель-Авив — Тегеран не нужна (как и любая другая), но если случится, то будет просто «ещё лучше».

Переходим к нашим политическим темам и историям.

Одно методологическое уточнение: моя задача в данном случае заключается в том, чтобы найти какие-то активы, которые могут выиграть не только от «эффектов первого порядка» прямых действий властей США, КНР и России, но и «эффектов второго порядка», то есть того, чего ещё нет в заголовках СМИ в силу того, что это или мало кому интересно, или вообще ещё не произошло, но может произойти.

Начнём с Китая, где есть интересное соображение.

У меня создаётся нездоровое ощущение, что сейчас дискурс в СМИ на тему китайских стимулов уходит (как и можно было ожидать с учётом их антикитайского настроения и антикитайского настроения их дисптейстовских кураторов) в сторону тезисов:

— «Для экономики этого мало»

— «Ну посмотрим, когда и какой будет эффект, если вообще будет»

— «Ну вот если бы хотя бы 5 триллионов долларов стимулирования, ну тогда да, а так это мелочь какая-то»

— «Надо чтобы окончательно решили кризис недвижимости, и вот только тогда...»

Ваш покорный слуга не собирается дискутировать на макроэкономические темы, потому что мы пытаемся заработать деньги, а не подсказывать правительству КНР, как ему делать свою работу, или, тем более, заниматься прокитайской или антикитайской пропагандистской работой. Есть хорошая (прямо очень хорошая) и циничная поговорка: The market is not the есопоту, её придумали в американских СМИ (тоже, кстати, в рамках пропагандистской работы) для того, чтобы объяснять, почему S& P 500 колосится, а для значимой части американского населения «американская мечта» умерла на фоне усилий ФРС и Минфина США по «спасению» экономики от кризиса 2008. Кстати, вот весь этот антисистемный гнев, который вырвался наружу на выборах 2016 года, — это «созревшие» последствия того, что Вашингтон и Уолл-стрит сделали в 2008–2009 и потом расширили и углубили в последующие годы. Ну да ладно, вернёмся к важному наблюдению: (финансовый) рынок — это вам не экономика.

Дискуссии о том, что поможет «исправить» экономику КНР, имеют к траектории китайских акций довольно опосредованное отношение. СМИ предпочитают игнорировать (т. е. как бы признают, но внимание не обращают) те меры Политбюро и нацбанка КНР, которые эксплицитно нацелены на то, чтобы поднять цены на китайские акции. Да, эти меры ещё

не заработали в прямом смысле (деньги по ним ещё не «потекли» в рынок, но в КНР вообще-то сейчас праздничные каникулы) и, вероятно, до их прямой имплементации пройдёт неделя-две-три-месяц, но нужно быть прямо очень-очень специфическим аналитиком, чтобы думать, что китайский центральный банк (который ещё и мегарегулятор по сути), получив ПРЯМОЕ указание Политбюро, по каким-то причинам не реализует его на полную катушку, тем более, что там каких-то непреодолимых технических или финансовых сложностей не видно, а весь «затык» заключается только в одном пункте: тем, кто будет покупать на деньги ЦБ (да, я в курсе, что там не «деньги ЦБ» напрямую, но если смотреть на суть, а не на формальности, то это чистый «станок») китайские бумаги, нужно определиться с тем, какие именно бумаги они готовы держать на эти деньги. Это не очень тривиальная задача, потому что финансовый результат этих операций будет иметь значение не только для ЦБ, но и прежде всего для самих покупателей из числа китайских банков, фондов, управляющих компаний. Я даже не удивлюсь (и даже не удивлюсь, если Политбюро и/или руководство китайского ЦБ это всё само скоординирует), если для простоты и гарантированного успеха все участники процесса тупо договорятся об одном и том же списке бумаг — это моя политологическая версия будущих событий, причём сейчас (если версия верна) тупо идёт массированный торг между участниками и потенциальными бенефициарами на тему того, «кого и насколько» включить в этот список.

Запомним эту мысль: очень вероятно, что в не очень отдалённом будущем китайские банки, фонды и т. д. будут совместными усилиями (и на «станковые» деньги) пампить (накачивать) конкретные китайские бумаги.

Ещё одно соображение: эти бумаги должны быть выбраны так, чтобы их рост имел максимальное психологическое воздействие на инвесторов (это логично с политической точки зрения условного Политбюро и центрального банка КНР). И для полного счастья можно сделать ещё одно логичное предположение. Вся финансовая тусовка планеты знает, что в Китае готовились меры по стимулированию «доходов акционеров» (shareholder returns), по образцу Японии, через повышение выплат дивидендов со стороны компаний, которые могут себе это позволить (через поднятие dividend payout ratio) и через байбэки акций компаний, которые могут себе это позволить (низкий долг, много денег на балансе, плюс цена ниже балансовой стоимости).

Давайте посмотрим на бумаги из материала [Кофе с банкиром]: Тов. Си и великое чувство зависти (с cameo от Goldman Sachs & Jefferies)] — sponsr.ru/crimsonanalytics/58298 — от 22 июня 2024 года и посмотрим, что стало с бумагами, которые как раз подходят по вышеперечисленным критериям:

1. Weibo [NYSE: WB] — деньги на балансе > 100% от рыночной капитализации самой компании (там есть и долг, но нетто-долг отрицательный и компания прибыльная) — потенциально идеальный кандидат в случае реализации необходимого политического сценария. Бонусы:

- *это очень заметная компания, это китайская соцсеть, в которой китайцы проводят много времени и очень активно используют её для покупок и т. д. Если КПК будет воспроизводить японскую схему, то владельцам компании вряд ли удастся ускользнуть от внимания Пекина в этом смысле.*
- *есть опционы на 2026.*



Результат на сейчас: ~+30%

2. JD [NYSE: JD] — деньги на балансе > 80% от рыночной капитализации + огромный отрицательный чистый долг. То, что надо.

- это тоже очень заметная компания — очень крупный китайский онлайн ритейлер. Если КПК будет воспроизводить японскую схему, то владельцам компании вряд ли удастся ускользнуть от внимания Пекина в этом смысле.
- есть опционы на 2026, причём с неплохой ликвидностью.



Результат на сейчас: ~+55%

3. Alibaba Group Holding Limited [NYSE: BABA]: деньги на балансе > 40% от рыночной капитализации + отрицательный чистый долг.

- это тоже очень заметная компания — владелец самых крупных китайских маркетплейсов и кучи дополнительных бизнесов. Более заметную в политическом плане компанию очень трудно придумать.
- есть опционы на 2026.



Результат на сейчас: ~+50%

А теперь главное: весь этот рост реализован чисто на новостях о стимулировании экономики, из-за которых произошёл шортсквиз! (А объёмы шортов там были космические.) В этом росте ещё практически (!) нет байбэков и всего остального, а значит, при полноценной реализации хотя бы одной из тех мер, которые мы обсуждали выше, у акций есть ещё шансы (без гарантий, конечно) на дальнейший рост.

Ещё раз медленно. Если происходит:

1. Покупка (а все эти акции, особенно JD и BABA, подходят под критерий «психологически важны для китайских инвесторов») этих акций в рамках усилий китайского центрального банка по стимулированию роста фондового рынка КНР и улучшения настроений инвесторов;

и/или

2. Байбэк от самих компаний и/или даже их мажоритариев (у которых теперь ещё не только деньги на балансе для этого есть, но ещё и кредитная линия от китайского центрального банка),

то есть шансы на то, что они вырастут ещё сильнее, тем более, что до более-менее «нормальных» цен образца хотя бы 2019 года ещё не очень близко.

Несколько важных технических соображений:

1. На всякий случай (лучше повторить в очередной раз): опционы нужны для их последующей перепродажи задолго до экспирации, с желательной промежуточной фиксацией части позиции для возврата потраченных денег, а не для исполнения в условном 2026-м. И, пожалуйста, даже если вы не смотрели архив старого проекта sponsr.ru/crimsonarchive про то, как торговаться в «стакане», всё равно попробуйте не платить по бид/аск при покупке/продаже опционов. Торгуйтесь по цене, выставляйте ваши лимитные ордера — там есть «невидимая» ликвидность.
2. Ключевой момент: напоминаю, что любые опционные (да и вообще любые спекулятивные) позиции, с точки зрения вашего покорного слуги, должны ОБЯЗАТЕЛЬНО предполагать полную готовность к тому, что они обнулятся, то есть «сгорят в ноль».
3. Если у вас уже есть какие-то позиции по данным бумагам в виде опционов, то, возможно, сейчас прямо самое время подумать про «промежуточную фиксацию» из пункта номер 1.

4. Предвосхищая вопросы новых читателей: известный мне для российского инвестора доступ к американским опционам (если нет иностранных счетов и т. д.) — через «Финам». Где это у них на сайте — понятия не имею, пишите сразу менеджеру, так, вероятно, проще.

5. Из совсем доступных инструментов прямо на Мосбирже есть фьючерсы на VABA — ликвидность посредственная, но лучше, чем ничего. Важный момент: так как это Мосбиржа, сравнивайте прайсинг фьюча с реальным прайсингом с NYSE — там расхождения могут быть какие угодно. И, конечно, это фьючерс, а не опцион, но при отсутствии других вариантов достойно внимания. Можно использовать в рамках самодельной структурной ноты типа как было в случае с «Турбосбером» — sponsr.ru/crimsonanalytics/18761 — вариант вполне рабочий, но требует от инвестора/спекулянта определённой вдумчивости и готовности слегка заморочиться.

Для тех, у кого доступ лучше/шире и есть заход на HKEX, предложил бы подумать ещё вот о чём:

1. Сейчас принято считать, что из-за мер по стимулированию экономики, снижению ставок по выданным ипотекам и т. д. пострадает доходность китайских банков и, соответственно, их акции если и растут, то очень вялым образом. Есть ненулевой шанс, что (а) улучшение всей остальной экономики с лихвой компенсирует минус по ставкам и (б) что государство тупо (у КНР есть аналогичный опыт ещё с 90-х) рекапитализирует банки за счёт государственных денег (выпустит специальные облигации, например, под это с госгарантией, или другие варианты). Тогда китайским банкам, которые сейчас торгуются с большим дисконтом к балансовой стоимости, может стать резко хорошо. Потенциальные бенефициары: China Construction Bank, Bank of China, в общем, весь крупняк китайского банковского сектора.

2. Помимо вышеперечисленных компаний, есть околосударственные компании, которые могут увеличить дивидендные выплаты и/или сделать байбэки, и есть шансы, что Политбюро с них и начнёт (так проще). Из очевидных (и уже упомянутых в прошлом тематическом тексте): ZTE, Petrochina.

Переходим к российской части наших политических историй.

Дано:

1. С Газпрома сняли (или вот-вот снимут) «удавку» в виде дополнительного НДСП.
2. Газпрому при этом намекнули (в проекте бюджета), что дивидендов от него никто особо не ждёт, а деньги должны пойти на инвестпрограмму (т.е. банкротить, резать на части и т. д. в ближайшее время вряд ли будут, а скорее всего, вообще не будут, а пытаются холить и лелеять).
3. (ниже будет понятно, почему это важно) Правительство в целом (лучше поздно, чем как в 2016) и ЦБ обозначили прямо радикально решительный настрой на девальютизацию экономики, причём как банковского-финансового, так и реального сектора, и даже на максимально возможную «девальютизацию» импортных операций.

Сразу предупреждаю, что обсуждаемый вариант:

1. Не для слабонервных.
2. Не факт, что ваш брокер даёт к нему доступ (тогда прямо стоит поискать другого брокера для таких экзотических ситуаций, ибо оно того стоит).

Итак:

У нас есть такая штука, как «вечные» еврооблигации Газпрома, точнее, его SPV для привлечения финансирования в виде «Газпром Капитал». Их несколько, но в качестве конкретного примера будем рассматривать вот это:

ГАЗПРОМ КАПИТАЛ-БЗО26-1-Е

ISIN RU000A105QX1 — это для точной идентификации и поиска через брокера

Номинал облигации — 1000 евро. Сейчас она торгуется в рублях на Мосбирже

Следующий пересмотр размера купона — в январе 2026 года, и тогда же у Газпрома будет возможность отозвать (принудительно выкупить) эту «вечную» облигацию по номиналу.

Номинал, напоминая: 1000 евро.

Текущая цена облигации: 58 000 — 62 000 рублей за штуку. Купон не особо интересен для спекулянта, но в любом случае приятен — примерно 39 евро раз в год на штуку, но, повторюсь, дело не в купоне.

Политическая логика:

1. Скорее всего, с учётом заботы государства о том, чтобы у Газпрома всё было хорошо и даже была инвестпрограмма, есть неплохие шансы, что никаких дефолтов даже по «вечным» облигациям не будет. Без гарантий, но шансы хорошие

2. С учётом того, что Правительство прямо сильно настаивает на «девалютизации» реальной экономики, есть прямо очень неплохие шансы на то, что Газпром эти (номинально евровые!) облигации отзовёт в январе 2026 по номиналу (напоминая, номинал — 1000 евро за штуку)

Соответственно, доходность сделки, при которой сейчас можно взять по условно 59 000 рублей, а в январе 2026 (26 января) их, скорее всего, отзовут по номиналу в 1000 евро, можно подсчитать самостоятельно.

Теперь риски:

1. То, что курс рубля к евро может определяться каким-то неспортивным и нечестным образом (биржевых торгов у нас нет).

2. То, что «Газпром» может не отозвать эти облигации в 2026.

3. То, что те, кто продают сейчас по 58 000 — 62 000 на Мосбирже, может, **«что-то знают»**.

Несколько соображений по рискам, в обратном порядке:

3. Продают, вероятно (но без гарантий, конечно), те, кому облигации достались по ещё более низкой цене (возможно, в результате манипуляций на внешнем контуре) + продают, возможно, банки, от которых ЦБ прямо срочно и неспортивно требует девальютизации портфелей. **Плюс, вероятно, часть держателей сделали следующий вывод: раз «вечники» дают право Газпрому откладывать выплату купонов (не отменять, а откладывать), то Газпром всех обязательно кинет, «так же, как кинул с дивидендами» — т. е. не будет платить купоны и не будет отзываться облигации вообще никогда. Собственно, готовность принять этот риск в изменившихся по сравнению с 2022 и 2023 политических условиях и есть суть возможного трейда.**

В самом худшем случае, если Газпром прямо «идёт во все тяжкие» в плане кидания инвесторов, эти облигации будут стоить примерно 0. В лучшем — их отзовут по 1000 евро (1000 долларов в случае долларовых «вечников») за 1 шт. Подходит ли вам такое соотношение риска на доходность — это вопрос исключительно к вам.

Лирическое отступление: надо учитывать, что среди российских «вечных» квазивалютных (т. е. уже рублёвых) облигаций есть облигации эмитентов с менее проблемной репутацией, и которые торгуются по очень привлекательным (хотя и не таким высоким, как в случае Газпрома) доходностям-к-цене-отзыва. Желающие могут поискать дополнительные варианты (и приключения) среди «вечников» условного Тинькова и т. д.

2. Если Газпром не отзывает эти «вечники», но купоны платит, то дальше купоны фиксируются по формуле EUR 5 Years Interest Rate Swap + ~4% — в этом случае получается эдакий квазидепозит в евро. Если не устраивает валюта, можно попробовать зайти в долларový аналог этого же инструмента — там, правда, цена хуже: ISIN RU000A105QW3

1. Потенциал «нечестного» курса евро придётся просто «взять на грудь» (принять) — я тут не вижу хороших способов хеджа. Риск «нечестного» курса сейчас сильно ниже, чем в 2022 или 2023, но всё-таки есть. Плюс нужно учитывать, что этот риск в некоторой степени компенсируется тем, что курс (честный) может ехать в обе стороны.

Ещё есть риск, который останавливает меня от почти всех инструментов с фиксированной доходностью — риск катастрофической девальвации евро и/или доллара и/или рубля по турецком сценарию — и эта ситуация намного более возможна, чем многим кажется. Тут могу предложить только одно: прикупить коллов на GLD (если хеджируем долларový экспозур или «девальвационный риск западных валют в целом») и/или путов на EURUSD — оно же «6Е» на CME (если хеджируем ещё и евро или только евроые риски) так, чтобы в случае катастрофической девальвации потери от позиции были не такими обидными или вообще незаметными.

Теперь про США.

Сейчас в Штатах очень забавная ситуация: ФРС пытается восстановить доверие к своей серьёзности после позора, связанного с решением о снижении ставки сразу на 0,5%. В этом ключе уже идёт коммуникация от Пауэлла в плане «мы не спешим со снижением ставки» и т. д., что приводит к снижению рынков и общей нервозности.

Тут есть два варианта: поверить в серьёзность и честность ФРС или поверить в то, что они сделают для штаба Камалы и потом для президента Камалы вообще всё, что только возможно. Ваш покорный слуга считает, что «политический» вариант («всё ради Камалы!») намного более вероятен. При этом есть риск, что доллару и ценам на трежерис не поздоровится в процессе поддержки Камалы, а также последующего стимулирования экономики. Соответственно, я бы сейчас подумал трижды, прежде чем делать ставку на условный TLT или TMF, потому что там внутри дальние облигации, которые могут очень сильно пострадать от таких художеств, при том что бюджету США важно иметь низкие ставки на сроки в 3–12 месяцев, а на 20+ лет по большому счёту пофиг.

При этом есть, на мой вкус, мощный политологический (политтехнологический) аргумент в пользу того, чтобы ФРС попробовал любой ценой сделать хороший рывок вверх по S&P 500 в период до выборов и до инаугурации (чтобы плебс был доволен) — т. е. условные коллы на SPY или даже на SXPL — это вполне интересная и достойная изучения идея (без гарантий и рекомендаций, конечно) и на ближайшие месяцы, и, тем более, на ближайшие годы.

Ну или если российская сторона (что, на мой взгляд, было бы ошибкой, но всякое бывает) забанит поставки урана в недружественные страны, а также если очередная порция ИИ-компаний начнёт подписывать договоры на строительство АЭС и/или поставки с АЭС для своих дата-центров и/или вдруг администрация Камалы решит догнать и перегнать Китай по теме «гражданский атом», то независимо от политики ФРС, стоит рассмотреть возможность обновить (да, знаю, в очередной раз, но так часто бывает с такими темами) коллы на CCI, URNM... Плюс к концу года могут наконец-то начать подписывать долгосрочные контракты по новым ценам (не факт, конечно, это именно возможность), и это может сработать как катализатор. Повторюсь — высокий риск, никаких гарантий.

На сегодня — всё.

В качестве коды для моих «дубайских» читателей, которых до сих пор интересуют консервативные активы в ЕС, Китае, Великобритании, США и т. д. У меня есть несколько

вариантов (они не совсем консервативные, там есть идиосинкратические риски), достойных изучения в плане пополнения портфелей, дающих текущую доходность.

Сингапур: AU8U — на китайском восстановлении им может стать чувствительно легче, но тут требуется именно улучшение потребительского самочувствия, никаких байбэков и т. д. не будет и не помогут.

Великобритания: вы у меня спрашивали «а есть ли аналоги в ЕС/UK покупки зданий для того, чтобы арендовать „Пятёрочкам?“» (это очень популярная российская инвестиция, настолько, что там лютей оверпрайс, уж лучше торговые центры вместе с друзьями/коллегами купить). Отвечает Goldman Sachs London и ваш покорный слуга: есть, и даже есть определённый (на ~70% от портфеля) хедж от инфляции + вроде бы стимулятивная политика Банка Англии: Supermarket Income REIT plc (что забавно, доход примерно такой же, как от „пятёрочек“ в Москве/Питере, но в фунтах).

Евросоюз: Carmila S.A. — на фоне снижения ставки ЕЦБ всем европейским рейтам будет полегче, тут есть ещё определённый потенциал хеджа от инфляции, хотя есть и риски в плане потребительского самочувствия в текущем экономическом контексте.

Всем удачных спекуляций, громкого мурчания, приятных кулинарных приключений.

Р. С. Письма — вижу, отвечу в ближайшую неделю.

**** Данная информация не является инвестиционной рекомендацией, и все финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям или ожиданиям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является исключительно Вашей задачей и ответственностью. Автор не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения ****

*** 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 ***