

[Новостной деск] Джи Пи Морган "варит лягушку", ставка Бьюрри на коллапс американского рынка, конец "пандемийных" сбережений и распродажа "трэжерей"

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

Вынужденное новостное отступление. Так как от вопросов по поводу известного транспортного инцидента мне всё равно не отвертеться, то заранее дам единственную отсылку-комментарий.

По конкретному инциденту – настоятельно предлагаю дождаться официальных результатов расследования. По очевидным причинам, ваш покорный слуга согласен с официальными выводами.

А по ситуации в целом, оценка и прогноз вашего покорного слуги – не изменились. Прогнозы и оценки были даны по итогам мятежа в тексте от 26 июня:

"[...] 4. Сейчас модно (особенно в политических телеграм-каналах) обсуждать "что пообещали" лидеру мятежников и "какую часть империи он сохранит по соглашению с Путиным", а также идут гадания на тему того получают ли мятежники и их сторонники какую-то сатисфакцию в виде кадровых перестановок. Обычно этими конспирологическими мряями занимаются источники, находящиеся на (неофициальном) подсосе у структур, которые составляют "медийную" и "политическую" часть "большого Вагнера".

У них у всех (как и у их непосредственного шефа) есть когнитивная особенность - весь их политический опыт сформирован в период, когда политическая крыша была отличной, а список их административных оппонентов был куцым: МО (которое не очень умело в административных и политических баталиях) и губернатор Беглов (которого они, кстати, так и не смогли забороть).

Так вот, всем этим верующим в конспирологию (независимо от чего бы то ни было другого) предстоит на практике познакомиться с ситуацией, когда этот список оппонентов стал НАМНОГО длиннее, и в него решительно вписаны (возможно, даже кровью вписаны) структуры с гораздо более широким диапазоном возможностей, политических и административных инструментов, а также солиднейшим опытом такого рода конфронтаций, причём в нынешних условиях "записаться на приём в АП" для того чтобы пожаловаться на неспортивное поведение оппонентов – не получится, в силу токсичности всех ошмётков этой "бизнес-империи"."

<https://sponsr.ru/crimsonanalytics/35470/>

Полагаю, что в более развёрнутых комментариях нет необходимости. Теперь переходим к ситуации на главном рынке планеты – на рынке американских государственных облигаций, ибо его состояние имеет для нас для всех (как справедливо сообщила миру группа Рамштайн - "We're all living in America") довольно серьёзное значение.

Прошедшие дни, если смотреть на них с точки зрения, типичного участника (инвестора, фонда, трейдера) западного (да и мирового) финансового рынка, были грустными и тревожными. Начались, так сказать, траблы с завозом оптимизма, и из-за этого у ключевого актива на планете Земля - т.е. американских государственных облигаций началась "ломка".

Для понимания контекста стоит привести сравнительно долгосрочный график TLT - iShares 20 Plus Year Treasury Bond ETF - эталонного ETF от BlackRock, в котором содержатся долгосрочные (срок погашения 20+ лет) государственные облигации США ("трежериз"). Кстати, это так называемый "длинный конец кривой погашения" - т.е. облигации, которые до недавнего времени держались лучше всего:



Легко заметить, что цена фонда "долбится" в минимум, зафиксированный в октябре прошлого года, а держатели американских трежериз такого рода, по сравнению с ценами от 1 января 2022 (для простоты и круглости даты) сейчас имеют падение стоимости позиции в примерно 34% (на самом деле чуть меньше, из-за выплаченных за это время купонов, но это особо картины не меняет). Это не тот график, который соответствовал бы хорошему настроению в экономике и на рынках США.

[Колумнист агентства Bloomberg объясняет:](#)

"В частности, доходность 10-летних казначейских облигаций США в настоящее время превысила уровень, который в последний раз наблюдался в октябре 2022 года. [прим. Кримсон: рост доходности облигаций - это плохо (если ОЧЕНЬ грубо): это означает, что её цена падает, покупателей меньше, а рисков в неё заложено больше] [...] Почему это происходит? Можно часами вникать в вопросы об уровне предложения [прим. Кримсон: новых государственных облигаций США] на рынке (правительству США нужно занять много денег), количественном ужесточении [прим. Кримсон: постепенной распродаже облигаций на балансе центральных банков, которые были накоплены с кризиса 2008], влиянии решений других центральных банков по всему миру (особенно японского) и всех прочих другие виды факторов, которые могут повлиять на эти рынки.

Но, говоря проще, мне кажется, что рынки смиряются с идеей, что процентные ставки будут оставаться высокими дольше. Менее года назад рынки все еще ожидали, что центральные банки снизят ставки к концу этого года. Эта надежда была разрушена удивительной устойчивостью экономик [прим. Кримсон: в переводе на человеческий: если бы началась рецессия, ставки бы начали снижать, но рецессии пока нет, а инфляция всё ещё высокая] по всему миру. Просто инвесторам в облигации потребовалось некоторое время, чтобы привыкнуть к этой идее.

Нормальность может все сломать.

Что все это значит? Первое, на что следует обратить внимание, это то, что, хотя скорость, с которой это произошло, может показаться резкой, на самом деле мы просто возвращаемся к уровню [процентных ставок], который считался «нормальным» до того,

как финансовый кризис 2008 года снизил процентные ставки до рекордно низкого уровня. Это видно из графика [доходностей гособлигаций за 15 лет].

Тогда [получается что] все хорошо? Не будем торопиться с выводами. [...]

Но нельзя отрицать, что октябрьский [2022] пик доходности государственных облигаций также совпал со значительным дном [локальным минимум] для [американских] акций. Теперь, когда доходность по облигациям вернулась к октябрьским максимумам, неудивительно, что акции в этом месяце столкнулись с трудностями. Могущественный S&P 500 в США уже упал на 4% за месяц."

Есть несколько инфоповодов, которые дополнительно портят настроение держателям американских облигаций (превращая их в продавцов облигаций или, как минимум, сдерживая дальнейшие покупки). Впрочем, эти инфоповоды портят настроение финансовым рынкам в целом.

Перечисление будет длинным, и оно того стоит.

Во-первых: Fitch точит топор банковским рейтингам

После даунгрейда суверенного рейтинга США, рейтинговое агентство Фитч продолжает (у меня есть подозрение, что в рамках координированной информационной кампании давления на ФРС с целью скорейшего снижения ставок) выступать в амплуа "мальчика, кричащего про голого короля". Агентство как бы и ничего нового не рассказывает, но когда это говорит Фитч (а ещё и рейтинги снижает) игнорировать грядущие проблемы получается гораздо сложнее, тем более, что действия агентства лишают управляющих активами возможности в будущем говорить что "ну никто же не мог предвидеть что всё будет так плохо".

В [пересказе CNBC](#):

"Fitch предупреждает, что может быть вынуждено понизить рейтинги десятков банков, в том числе JPMorgan Chase. [прим. Кримсон: а вот за такое, как говорится, и партбилет на стол положить можно]

Fitch Ratings снизило свою оценку состояния банковской отрасли в июне, что, по словам аналитика Криса Вулфа, осталось практически незамеченным, поскольку не привело к понижению рейтингов банков. Но еще одно понижение рейтинга отрасли на одну ступень с AA- до A+ заставит Fitch пересмотреть рейтинги каждого из более чем 70 банков США, которые оценивает агентство, сказал Вулф.

«Если бы мы переместили рейтинг на A+, это привело бы к перекалибровке всех наших финансовых показателей и, вероятно, привело бы к негативным рейтинговым действиям», — сказал Вулф."

На этом фоне у инвесторов могли появиться подозрения что банковский кризис (помните в США некоторое время назад банки взрывались, как раз из-за роста ставок ФРС?) вообще-от не закончился.

А тут ещё тот же CNBC напомнил:

«Рейтинговые агентства, на которые полагаются инвесторы в облигации, в последнее время взбудоражили рынки своими действиями. На прошлой неделе агентство Moody's понизило рейтинги 10 малых и средних банков и предупредило, что сокращения могут коснуться еще 17 кредиторов, включая более крупные учреждения, такие как Truist и U.S. Bank».

Сами по себе, банковские проблемы вряд ли спровоцировали такой приступ уныния на облигационных рынках, но, повторюсь, депрессивных инфоповодов было много. Бензина в костёр печали щедро подлил сам ФРС: опубликованные на днях "протоколы" последнего

заседания американского центрального банка оказались очень пессимистичными, особенно с точки зрения тех, кто ожидал скорого снижения ставок по баксу (на фоне снижающейся инфляции).

Выводы от Bloomberg:

"Вот ключевые выводы из протокола заседания Федеральной резервной системы 25–26 июля, опубликованного в среду:

- ФРС сигнализирует, что, вероятно, не закончила повышать процентные ставки следующей ключевой цитатой: «Большинство участников [заседания ФРС] продолжали видеть значительные риски роста инфляции, что может потребовать дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики». [прим. Кримсон: вот на этом месте у многих слетела крышка от негодования и рынки поехали вниз]

- Протоколы не дают окончательного указания на следующее решение по ставке в сентябре, но в них говорится, что будущие шаги «должны зависеть от всей совокупности» поступающей информации и ее последствий для прогноза.

- В то время как 11 членов Федерального комитета по открытым рынкам с правом голоса единогласно проголосовали за повышение процентных ставок на четверть пункта до 22-летнего максимума, поддержка не была единодушной среди более широкой группы из примерно 18 участников [прим. Кримсон: т.е. с учётом тех, у кого по ротации сейчас нет права голоса], поскольку двое выступали за сохранение ставок без изменений или «могли бы поддержать такое предложение»

- Штатные экономисты ФРС ожидают «небольшого роста уровня безработицы» в течение следующих двух лет, даже несмотря на то, что они отказались от своего прогноза «умеренной рецессии» [...] ."

Насчёт прогноза по рецессии (которой по версии ФРС вообще не будет) в очередной раз хочется вспомнить прогноз директора Goldman Sachs, господина Соломона, который предсказывал американцам такой экономический рост, который "будет чувствоваться как рецессия". С политической точки зрения, отметим что в условиях избирательной кампании, очевидная рецессия может быть объявлена экономическим ростом, который просто такой специфический, что ощущается потребителями и компаниями как рецессия.

Но для рынков главным было другое – их интересует ставка ФРС, и надо отметить, что значимая часть роста американских (и не только) рынков акций за последние месяцы была вызвана тотальной уверенностью участников рынка в том, что "вот-вот и всё закончится, ставки начнут возвращать вниз и всё снова будет хорошо". Оказалось, что ФРС, вероятно, ещё не до конца поднял ставки и будет ужесточать денежно-кредитную политику дальше, что вызвало приступ массового уныния на рынке, распродажу в акциях и в самих облигациях США.

Лирическое отступление: американские источники ещё указывают на (спорное, но возможное) дополнительное объяснение столь резкого падения американских облигаций - мол, на рынок вывалились не только разочарованные ФРС продавцы и не только пришли продажи новых облигаций от Минфина США, но ещё и распродажами занимались официальные структуры КНР и Саудовской Аравии. Китайцев подозревают в том, что они то ли мстили США за плохое поведение, то ли пытались получить немедленную долларовую ликвидность для того чтобы поддержать падающий юань. Саудов подозревают в ползучей дедолларизации и в желании "поддавить" администрацию Байдена в процессе сложных американо-саудовско-израильских переговоров, которые идут прямо сейчас. JP Morgan утверждает, что иностранные продажи вряд ли ответственны

за значимую часть падения, но в силу непрозрачности рынка довольно сложно сказать, кто тут прав и насколько влияют разные факторы. Конец лирического отступления.

Переходим к следующим инфоповодам, которые заставляют нервничать участников рынков: у главного мотора американской экономики (он стал главным из-за того что ФРС начал "количественное сжатие" вместо привычного печатанья бабла) - т.е. у американского потребителя - начали заканчиваться деньги. По сути, начинает проявляться то, чего ждали многие финансисты, в том числе ваш покорный слуга. Единственный нюанс: я сильно сомневаюсь, что "пандемийные" (на самом деле - "байденовские") дополнительные сбережения уже закончились (и это видно по результатам американских ритейлеров), но есть и другие мнения, которые основательно пугают участников рынков.

Слово [JPMorgan](#):

"По мнению [Прим. Кримсон: легендарного "кванта", лидера стат-команды аналитиков] Марко Колановича из JPMorgan, ослабление потребительского спроса является лишь одной из причин, почему фондовый рынок готов продолжить падение.

В четверг он заявил, что потребители потратили все свои избыточные сбережения, полученные в период пандемии, [т.е. самые сбережения] которые в какой-то момент составили более 2 триллионов долларов. По данным банка, этот попутный ветер [прим. Кримсон: для рынка акций и потребительского рынка] уже закончился, и потребительские расходы могут еще больше снизиться, поскольку выплаты по студенческим кредитам [прим. Кримсон: в пандемию был введен мораторий, а сейчас его отменили] возобновятся в октябре.

«Оценочный объем избыточных сбережений домохозяйств США с поправкой на инфляцию в настоящее время полностью исчерпан с максимума 2021 года в \$2,1 триллиона, с риском увеличения дисбаланса [сбережений и расходов], если расходы увеличатся», — заявил Коланович.

И хотя по-прежнему сохраняется повышенный уровень ликвидности денежных активов домохозяйств, оцениваемый в \$1,4 трлн с поправкой на инфляцию [прим. Кримсон: тут мы с Коланович расходимся в оценках, потому что этот триллион я тоже считаю "лишними сбережениями", которые должны сгореть до того как американский потребитель пойдет на дно] она также находится под угрозой полного истощения к маю 2024 года, по его оценкам. [прим. Кримсон: а вот это уже вполне реалистично]

«Наша обеспокоенность заключается в том, будет ли избыточная ликвидность вообще поддерживать потребление выше тренда [прим. Кримсон: вот это хороший нюанс от Колановича в том смысле, что на какое-то потребление денег ещё хватает, но вот на сильное потребление пост-пандемийного уровня - может не хватать уже сейчас] в течение такого долгого времени», — сказал Коланович. «Мы по-прежнему придерживаемся мнения, что когорты [американцев] с более низкими доходами все больше подвергаются давлению из-за меньшего количества социальных выплат и с исчезающими признаками облегчения [ситуации] в условиях высокой стоимости капитала [прим. Кримсон: в переводе на человеческий: кредиты – дорогие, потребителям – хреново]».

Но если бы господин Коланович и его команда были бы одиноки в своих оценках, то было бы не так интересно, зато когда об истощении запасов бабла у американских потребителей начинают писать исследователи самого ФРС США, то резко становится интереснее.

[Блумерг](#): *"Согласно исследованию Федерального резервного банка Сан-Франциско, избыточные сбережения американских домохозяйств, накопленные во время пандемии, вероятно, будут исчерпаны в текущем квартале, что приведет к устранению ключевой*

поддержки потребительских расходов, которая стимулировала экономику США в этом году.

«Наши обновленные оценки показывают, что к июню домохозяйства владели менее \$190 млрд совокупных избыточных сбережений», — заявили исследователи ФРБ Сан-Франциско Хамза Абдельрахман и Луис Оливейра в сообщении в статье, опубликованной в среду на веб-сайте банка.

«Перспективы весьма неопределенны, но, по нашим оценкам, эти избыточные сбережения, вероятно, будут исчерпаны в третьем квартале 2023 года». [прим. Кримсон: т.е. исследователи ФРС дают оценку чуть более оптимистичную, чем лучший вариант диапазона Колановича и чуть более пессимистичную, чем мой вариант]

Ранее в этом году Абдельрахман и Оливейра опубликовали исследование, согласно которому по состоянию на март 2023 года на балансах домохозяйств оставалось 500 миллиардов долларов избыточных сбережений после достижения пика в 2,1 триллиона долларов в августе 2021 года. Но последующие изменения в правительственных данных изменили картину. [...]

По большинству оценок, избыточные сбережения, накопленные во время пандемии, помогли экономике США постоянно игнорировать ожидания прогнозистов о спаде в этом году, даже несмотря на то, что ФРС приступила к самому агрессивному циклу повышения процентных ставок за несколько десятилетий.

На совещании по вопросам [денежно-кредитной] политики, состоявшемся 25-26 июля, представители центрального банка признали влияние, но также предположили, что динамика [поддержки экономики сбережениями потребителей] может вскоре исчезнуть, согласно протоколу заседания, опубликованному в среду."

К всему вышеперечисленному стоит добавить крайне негативные инфоповоды, связанные с Джереми Грэнтэмом (легенда Уолл-стрит, командор Ордена Британской Империи, миллиардер, создатель финансового конгломерата GMO) и Майклом Бьюрри (тоже своего рода легенда Уолл-стрит, человек который заработал много денег на кризисе 2008 года, прототип главного героя фильма "Игра на понижение" - Big Short - всем, кто не смотрел, радикально рекомендую).

Начнём с Грэнтэма (или как его называли иногда "вредный старикашка"), которого пригласил на разговор уже известный вам Дэвид Рубинштейн (тоже миллиардер, у которого оба Буша работали на побегушках). Само интервью ещё не вышло, но опорный тезис [Блумберг уже опубликовал](#):

"По мнению известного "старого вредины с Уолл-стрит" [прим. Кримсон: СМИ относятся к Грэнтэму так же как к Бьюрри – то есть хреново, и не особо скрывают это] Джереми Грэнтэма, медленное влияние повышения процентных ставок в конечном итоге приведет к торпедированию экономики, разрушив ожидания Федеральной резервной системы о том, что рецессии можно избежать.

Грэнтэм, чей собственный прогноз о жестоком столкновении с реальностью для американского фондового рынка потерпел неудачу из-за "возрождения" технологический акций в этом году [прим. Кримсон: в смысле из-за роста Насдака на хайпе из-за Искусственного Интеллекта (ИИ) и прочего ChatGPT], еще раз усилил мрачное пророчество в интервью, записанном для предстоящего выпуска Bloomberg Wealth с Дэвидом Рубинштейном.

«Репутация ФРС в этих вопросах замечательна: [мнение ФРС] почти гарантированно ошибочно», — заявил соучредитель бостонской инвестиционной компании Grantham Mayo Van Otterloo [прим. Кримсон: более известной как GMO], отвечая на вопрос о мнении

председателя Джерома Пауэлла о том, что экономического спада можно избежать. «Они никогда не предсказывали рецессии, особенно те, которые последовали за большими пузырями», заявил он.

84-летний Грэнтэм хорошо известен своими мрачными прогнозами, которые иногда предвещали крупные рыночные потрясения, например, в 2000 и 2008 годах. Он назвал постпандемический всплеск акций «во многих отношениях примерно равным технологическому пузырю 2000 года», но сказал, что [его] сдувание было прервано спекуляциями на искусственном интеллекте и экономическим стимулированием [прим. Кримсон: вероятно, речь про влитом администрацией Байдена 1,5 триллионе долларов в рамках "Акта по борьбе с инфляцией"], которое он связал с президентскими выборами в следующем году.

«Кажется, вообще всё, что могло вмешаться, взяло и вмешалось», — сказал он. «Это невероятно усложнило жизнь. Лично я считаю, что ИИ очень важен», — сказал он. «Но я думаю, что, скорее всего, ИИ не успеет спасти нас от рецессии».

Комментарий от меня: на месте любого американского инвестора меня бы сильно напрягала ситуация, в которой как минимум несколько очень неплохих (и крупных) финансистов, которые как раз специализируются на кризисах (т.е. "профильные специалисты") - навскидку: Штернлихт, Грэнтэм, Бьюрри, ожидают (потенциально серьёзных) сложностей для американской экономики.

Теперь переходим к Майкли Бьюрри и его ставке на падение американского фондового рынка, которая привлекла столь большое внимание журналистов, и которую меня многократно просили прокомментировать. Поехали.

Для начала типичная цитата из "финансовой прессы", которая показывает почему не надо читать финансовую прессу:

"Коммерсантъ: Инвестор Майкл Бьюрри поставил \$1,5 млрд на падение Уолл-стрит

Майкл Бьюрри, известный тем, что предсказал ипотечный кризис в США и мировой финансовый кризис 2008 года, вновь ждет скорого обвала рынка. Как следует из документов, поданных инвестором в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) США, господин Бьюрри поставил \$1,5 млрд на то, что Уолл-стрит обвалится до конца года."

<https://www.kommersant.ru/doc/6162434>

Журналист, который это написал и редактор, который это пропустил (и надо отдать должное - аналогичные тексты есть в очень многих, в том числе англоязычных, источниках) - тотально, беспросветно, неисправимо некомпетентны. Ничего не поделаешь.

Для того чтобы объяснить позицию Бьюрри, сколько она стоит на самом деле и сделать предположения по поводу того зачем он в неё вошёл, потребуются некоторые специфические знания и умение читать (а также знать ограничения) так называемых формуляров 13F (в архиве старого проекта есть, далеко не исчерпывающее тему, но полезное, видео как раз на эту тему). Итак:

По американским регуляторным требованиям, многие инвестиционные фонды, предоставляющие услуги в США, обязаны ежеквартально поставлять регулятору так называемые формуляры 13F. Кстати, в 99% случаях, когда пресса пишет о каких-то новых покупках условного Баффетта, Сороса, Клармана, Лоеба, и т.д. - это результат чтения журналистами этих формуляров 13F.

В этих формулярах указаны "длинные" позиции по ценным бумагам и опционам, которыми владеет тот или иной фонд, с опозданием на 45 дней от конца квартала. Нужно понимать, что сам формуляр (и обязанность для фондов с более чем 100 миллионов долларов под

управлением их публиковать) – это своего рода "наказание", придуманное в 1975 году Конгрессом США в адрес финансового сектора, чтобы и "рядовые американцы" могли видеть, чем владеют "умные деньги". Но для того чтобы стратегии и портфели фондов не могли копировать "впрямую", фондам дают это "окно" на 45 дней. Соответственно, в этих формулярах нет цен приобретения позиций, а только названия акций (и/или базовых активов опционов, в том случае, если эти базовые активы – тоже акции) и объёмы в "эквивалентном количестве акций" (напоминаю, по американскому стандарту, 1 опционный контракт почти всегда даёт право на покупку или продажу 100 акций). Для опционов в формуляре нет указаний страйков и экспираций. Также не предусмотрено перечисление "коротких" позиций ("шортов") - причём вообще никаких, ни по акциям, ни по опционам – это сделано специально, чтобы желающие копировать действия "умных денег" не "оторвали себе руку", пытаясь воспроизвести наиболее опасные финансовые манёвры с "короткими" продажами акций или опционов. Я считаю, что это бессмысленно (если человек всё-таки решил читать 13F - у него вероятно есть какие-то навыки), но американским законодателям – виднее. В конце концов, ваш покорный слуга тоже показывает на проекте "шорты" опционов и прочий yield-enhancement – только очень редко и только для "Кофе с банкиром" и выше.

Специально для дятлов-журналистов и клиентов-истеричек, Бьюрри даже на самом формуляре (можно посмотреть cover sheet на сайте SEC) уточняет:

"Обратите внимание, что Инвестиционный менеджер сообщает о длинных позициях по опционам пут в этой Форме 13F в порядке, предусмотренном Специальной инструкцией 10 и Часто задаваемыми вопросами 41 и 44 (т. е. общая сумма длинных опционов пут указывается в виде ценных бумаг, лежащих в основе опционов). Таким образом, заявленная стоимость в этой Форме 13F отличается от фактической стоимости таких неисполненных длинных опционов пут, которая отражена в бухгалтерской отчётности и записях Инвестиционного менеджера, а отчет по Форме 13F исключает любые короткие позиции из бухгалтерской отчётности и записей Инвестиционного менеджера, которые могут служить для хеджирования длинных позиций."

В переводе на человеческий: 1,5 миллиарда долларов (или сколько там считают плюс/минус пару сотен миллионов разные издания) – это стоимость базовых активов, а не самих опционов, и в формуляре она указана максимально косым (но строго по официальной инструкции) образом: через "эквивалентное количество акций", умноженное на текущие цены самих акций. Именно из этих цифр дятлы-журналисты делают идиотские выводы типа "Бьюрри поставил все деньги фонда на коллапс рынка США до конца года". Коллеги, Бьюрри – как известно (и это медицинский факт) – аутист ("синдром Аспергера"), но не debil, и ему такие заходы не свойственны. Сейчас я вам покажу наиболее вероятную стоимость, конструкцию и цель его опционной позиции:

Сначала будет "технота", потом переведу выводы на человеческий.

Выявить такую штуку, с конкретными страйками, ценами и т.д. - практически невозможно, но исследователю может улыбнуться удача, в том случае если (а) позиция достаточно крупная и (б) если исполняющий её фонд – не особо заморачивается с дроблением исполнения через алгоритмы (т.е. фонду или пофиг или позиция большая, но недостаточно большая чтобы над этим заморачиваться) и её исполняют через одну блоковую сделку. В этом случае можно посмотреть на блоттрейды за последнее время, сравнить объёмы и получить некоторые варианты – без гарантий, конечно.

У вашего покорного слуги нет желания покупать и потом копать SQL запросами данные по блоттрейдам по американским опционам за весь второй квартал, но к счастью есть и другие люди, которые заморочились (американские опционные консалтеры из MarketRebellion), и нашли один из потенциальных вариантов этой позиции, причём в эволюционировавшем виде: инициацию позиции они идентифицировать не смогли (или не

захотели), но зато 08 августа (совсем недавно) кто-то фиксировал прибыль (видно из OI) по старой позиции на 19500 (почти те самые 20000 из 13F, вероятно ещё 500 уехали в отдельный блок) опционов put на SPY, экспирация октябрь 2023, страйк 429, причём одновременно было куплено 19500 путов на октябрь со страйком 426 - это так называемый "ролл-даун", то есть постепенная фиксация прибыли из позиции, с одновременным увеличением потенциальной будущей прибыли через покупку путов на всё более низкие страйки.

В переводе на человеческий:

Скорее всего (нет гарантий, и нет полного совпадения по цифрам, но стиль – очень похож и объёмы тоже), Бьюрри выделил где-то 2-3% от портфеля (несколько десятков миллионов долларов) на то чтобы купить деривативы, которые зарабатывают деньги даже при сравнительно небольшом (не обязательно – катастрофическом) падении рынка США. **Это не выглядит как спекулятивная сделка, зато это очень похоже на (частичную) страховку портфеля акций фонда Бьюрри (там у него их достаточно).** Фонд Бьюрри, судя по косвенным признакам, держит эти опционы пут (зарабатывающие на падении SPY, QQQ - т.е. S&P 500 и Nasdaq 100) с экспирацией на плюс-минус 3 месяца вперёд (например: в августе – на октябрь) для того чтобы при падении рынка их можно было более-менее выгодно продавать с прибылью (т.е. нет необходимости их "исполнять", а достаточно перепродать – так намного выгоднее) и ещё хватало денег для закупки следующих страховок (ниже страйком), и (возможно, т.е. вот это – чисто предположение) периодическим переносом по времени ещё дальше.

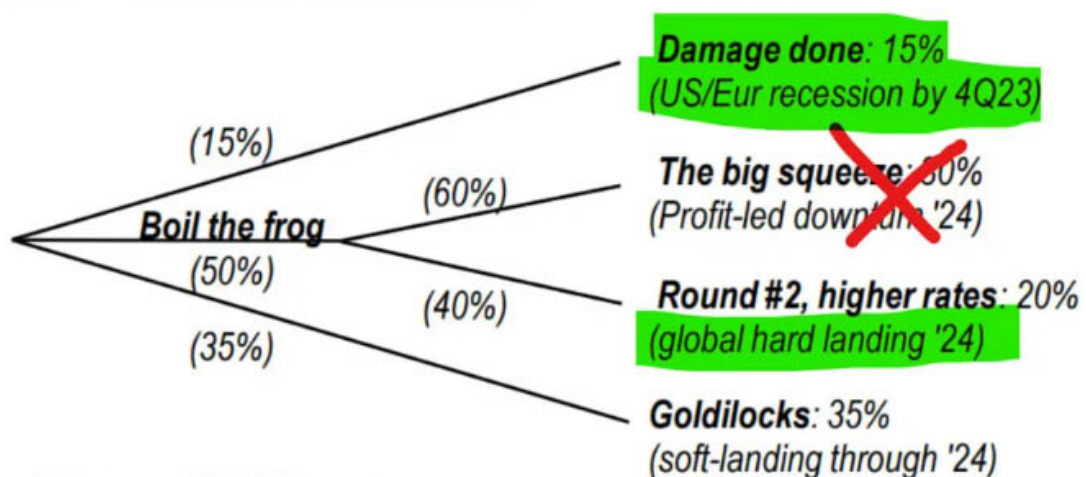
Итого: вместо "ставки на все деньги на то, что США – конец" мы имеем "сдержанную, но технично исполненную страховку, на случай если экономика/рынок всё-таки начнут падать".

Кстати, если использовать поведение Бьюрри как инструмент прогнозирования, то именно такие действия как раз хорошо стыкуются с ожиданиями других участников рынка о том, что сбережения американцев могут закончиться, рецессия может начаться в любой момент и т.д. - но при этом нет какой-то прямо железной уверенности в некой конкретной дате, когда это может произойти.

Теперь суммируем и переходим к сценариям развития событий для американской и глобальной экономики, и нам в этом поможет JPMorgan.

Сценариев по большому счёту (на ближайший примерно год-полтора) – всего три (ну, или 3,5 – смотря как считать). Ваш покорный слуга мог бы использовать классификатор от JPMorgan, но там названия не самые понятные, потому я их "вольнo переведу по смыслу". Эти сценарии:

Figure 3: Global outlook scenarios



Source: J.P. Morgan Global Economics

1. Ужасный конец (у морганов -> "Damage done" = "Ущерб нанесён") - по оценке морганов, вероятность 15%
2. Ужас без конца (у морганов -> "Boil the frog" = "Варить лягушку") - по оценке морганов, вероятность 50%
3. Счастливый конец (у морганов -> "Goldilocks / Soft Landing" = "Златовласка / Мягкая посадка") - по оценке морганов, вероятность 35%

Перечислим сценарии в порядке вероятности "по Кримсону" (моя оценка вероятности не совпадает с оценкой "морганов"), от меньшей к большей, с оценкой последствий для мира и для российских инвесторов:

1. Наименее вероятный сценарий, на мой вкус, т.е. где-то 10% - "Счастливый конец" = "мягкая посадка":

В этом сценарии: Американская экономика каким-то чудом (я не готов предъявить хоть сколь-нибудь логичный механизм того как это может произойти, но жизнь - удивительная штука) избегает рецессии и при этом инфляция снижается к целевому уровню ФРС в 2%. Мир – в восторге, Байден – чемпион, Пауэлл – экономический бог. В этом сценарии ФРС сразу же получает возможность снижать ставку по доллару, американские и мировые индексы акций – улетают в небеса, главные бенефициары: акции "новой экономики" – условная Nvidia [NYSE: NVDA] и иже с ней + американские трэжериз (любые) + любые финансовые активы, которые падали на фоне повышения ставок – получают мощный импульс роста.

Последствия для российских бумаг, цен на нефть и для гонконгских бумаг:

Парадоксально – такой сценарий был бы прекрасным для российских и китайских активов и вот почему: при снижении ставок ФРС по доллару и исчезновении риска мировой рецессии:

- цены на нефть идут вверх (исчезает страх "падения спроса в рецессию") - насколько высоко они пойдут будет зависеть от действий ОПЕК+;
- доллар - идёт вниз к другим валютам (перестает работать "долларовый пылесос" через разницу ставок с юанем, например) и товарам;
- спрос на китайский импорт (включая ещё и восполнение истощившихся складских запасов) восстанавливается и, возможно, даже начинает бить старые рекорды.

В этой ситуации - российским экспортёрам хорошо, нефти - хорошо (значит, российским экспортёрам нефти - совсем хорошо), китайским активам (за исключением совсем мусорной недвижимости) - тоже хорошо, как по объективным экономическим причинам, так и за счёт традиционного наплыва иностранного капитала на развивающиеся рынки, которое случается каждый раз при снижении ставок по доллару.

2. Второй по вероятности вариант, вероятность где-то 40% (на мой вкус): Ужасный конец (у морганов -> "Damage done" - "Ущерб нанесён")

В этом сценарии: Рецессия в США (и рецессия в ЕС и Великобритании) в 4 квартале 2023: ВВП падает, индексы акций США (может быть за исключением Nasdaq, который будет держать ИИ-хайп) и европейские индексы - занимают дайвингом, у политиков паника (особенно в США на фоне приближающихся выборов Байдена), начинается эпидемия дефолтов и банкротств уязвимых компаний, с большой долговой нагрузкой. Очень вероятно, что довольно быстро, после начала такой рецессии ФРС резко разворачивает монетарную политику (снижаются ставки по доллару + вероятно, и по евро) + начинается (строго по прогнозу З. Пожара) новый раунд QE (печатанья бабла + поддержки рынка правительственных облигаций).

Последствия для российских бумаг, цен на нефть и для гонконгских бумаг:

На первом этапе западной или мировой рецессии (наверное, 2-4 месяца) - вероятно, будет очень плохо: активируются страхи сокращения спроса на нефть, цены на нефть падают. Падают акции китайских экспортёров и китайские активы – в целом. Российские бумаги – хрен его знает, всё зависит от того пересилит ли паника от падающей нефти (будет давить на акции вниз) эффект от девальвации рубля и "иранизации" фондового рынка (эти факторы будут толкать цены на российские бумаги вверх).

При развороте ФРС в ответ на рецессию, ситуация резко меняется: цены на нефть – вверх, цены на акции всех развивающихся рынков (включая КНР) – вверх, доллар – вниз по отношению к самым разным валютам, может, даже рублю станет легче.

Это всё, вероятно, приведёт к новому разгону инфляции – но по срокам, форме реализации и так далее – слишком далеко и неблагоприятно пытаться сейчас угадать. В нынешних реалиях полгода-год это уже "вечность", а за целую вечность может произойти много чего непредвиденного.

Кстати, есть небольшой шанс, что ФРС решит (например, если придёт к выводу, что "ужасный конец" уже неизбежен) начать смягчение монетарной политики ещё до начала рецессии, разменяв рост инфляции на отмену рецессии. Тогда – всё то же самое, что и выше, но уже без "2-4 месяцев паники", а сразу – тотальный рост всего.

3. Самый вероятный (с небольшим отрывом) вариант на ближайшие 12-18 месяцев - вероятность 50%: "Ужас без конца" (у морганов -> "Boil the frog" – "Варить лягушку")

"Морганы" выделяют в этом варианте ещё два "подварианта", но в сжатие маржинальности западных корпораций на фоне опережающего инфляцию роста зарплат – я вообще не верю, а значит, описываю "ужас без конца в чистом виде". В этом сценарии: длительный (многоквартальный) период повышенных ставок по доллару, с вероятностью даже ещё нескольких дополнительных раундов повышения ставок по доллару. Экономика США при этом на протяжении нескольких кварталов каким-то образом "левитирует" и не скатывается в рецессию, а инфляция – не падает до хоть сколь-нибудь приемлемых для ФРС уровней.

Последствия: всё примерно как сейчас, только в растянутом во времени варианте.

Трэжериз распродают, американские и европейские акции (которые не связаны с ИИ, а может, даже их ситуация ломает) – падают, нефть (и другие коммодитиз) – под давлением и от совсем острого падения цен их спасает разве что длительное продолжение "добровольного сокращения добычи" от Саудовской Аравии и РФ (это помимо их обязательств в рамках ОПЕК+).

По китайским акциям – всё примерно, как сейчас (иностранцы продают + некоторые китайцы покупают; настроение на рынке – отвратительное), а ситуация с российскими акциями будет зависеть от скорости "иранизации" рынка (введения ограничений по выводу капитала и накачивание деньгами экономики), а также от цен на нефть и особенно (и прежде всего) от наличия или отсутствия бестолковщины. Рублю в таком раскладе – просто неприятно (бюджет придётся поддерживать низким курсом), а если цены на нефть всё-таки скатываются к июньским уровням – может быть не просто неприятно, а очень-очень неприятно.

Несмотря на ироничное название – "ужас без конца" – некий конец (я тут согласен с JP Morgan) таки будет – в виде, как они это называют, "жёсткой посадки" где-то в 2024 году – то есть рано или поздно, американская (и следовательно, глобальная) экономика влетит в рецессию, а дальше всё будет происходить по сценарию "Ужасный конец" – только не сейчас, а позже – уже в 2024. Морганы не зря назвали самый вероятный сценарий "варить лягушку" – рано или поздно "лягушка" (в данном случае – экономика) всё-таки сварится заживо.

Хорошая новость тут вот в чём: держателей российских (особенно экспортных), китайских, и "нефтяных" (независимо от юрисдикции) активов – вполне подходят оба "терминальных"

варианта развития событий - т.е. или чудесное исцеление американской и мировой экономики или американская/мировая рецессия с последующей монетарной накачкой. "Ужас без конца" – всё-таки, хоть и сравнительно неприятное, но почти гарантированно временное явление.

Последние пару месяцев участники мировых рынков прямо очень активно верили в вариант чудесного "счастливого конца", который случиться прямо вот-вот, и всё (в том числе столь важная для нас нефть) получало дополнительный стимул к росту. Сейчас уже верят меньше.

Сегодня (пятница, 25 августа) после вечернего выступления главы ФРС ожидания могут снова поменяться в ту или иную сторону. Но в принципе, это – всего лишь информационный шум, от которого может быть лично для вас или для меня только одна практическая польза: он может временно опустить (если повезёт) цены на активы, которые нам особенно пригодятся уже после того как мировая экономика наконец-то влетит или в рецессию или каким-то чудом воспарит в нирвану.

Вторая хорошая новость заключается в том, что это период "варки лягушки заживо" предоставляет некоторые возможности как спекулятивного так и стратегического характера, например:

1. Складируют "юани и золото, золото и юани" для того чтобы в случае именно очевидной рецессии американской экономики (а она затянет и мировую) было на что покупать акции, которые будут срочно распродавать белки-истерички (особенно ярко может быть по китайским бумагам, но в России тоже может быть истерика – особенно, если нефть начнёт заваливаться). Если рецессии не случится, или ФРС начнёт смягчение денежно-кредитной политики ещё до её начала, то ничего страшного – прикупить что-то, что будет активно расти в цене в условиях снижения ставки по доллару особого труда вряд ли потребует.
2. (если навыки позволяют) можно делать опционные ставки на падение SPY или других активов, которые могут пострадать в условиях "ужаса без конца" или начала рецессии.
3. А самое главное: можно и нужно экономить нервы – независимо от уровня истерики в инфополе (будь-то в финансовом сегменте или каком угодно другом), ибо окончание текущего периода в экономике, скорее всего, очень качественно вознаградит тех, кто не бегал по потолку, не истерил, а вместо этого буднично покупал активы, которые себя хорошо чувствуют в эпоху стагфляции (низкий экономический рост + сравнительно высокая инфляция). Если ваш портфель хоть сколь-нибудь похож на "русский список" или "гонконгские списки" вашего покорного слуги, то в целом всё уже ок, а если есть золотой запас (когда ФРС развернётся по ставке, то у золота будет "золотой период") и/или умение работать с опционами для того чтобы прямо выжать всё возможное из будущей монетарной накачки, то всё вообще отлично.

На сегодня – всё.

Если бы существовала возможность "сачкануть" и снять с себя ежедневные обязательства, которыми мы обвешены, как новогодняя ёлка игрушками, я бы от всей души предложил бы вам (и себе) впасть в анабиоз или спячку в какой-нибудь берлоге, как у настоящего медведя, месяцев эдак на 6, а лучше на 12. Но такой опции у нас нет. А значит, надо срочно (да, вы угадали) назначить себя котом, и порадовать кота правильными и понятными радостями: качественным общением с близкими и изысканными кулинарными удовольствиями, не забыв отключить себя от "двуногого инфополя", и включить при этом триаду "Фатализм. Прагматизм. Гедонизм", совмещённую с ударной дозой благотворительности. Берегите себя. Улыбнитесь. Всё 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