

2024.11.20

CrimsonAlter - Analytics

[Новостной деск] «Большая гонка», определяющая «властелина мира» на ближайшие десятилетия, «лоховской» и «внешнеторговый» рубль и другие интересности (с cameo Goldman Sachs, Credit Agricole, SEB, Jefferies)

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

Сразу к делу, коллеги.

Традиционные технические предуведомления:

Для новых читателей: дорогие коллеги, знакомство со мной лучше всего начинать с вот этого текста (я его специально оставил доступным для всех подписчиков): [Философское] Систематизация принципиального: вопросы про личные финансы, распределение активов в портфеле, «золото для чайников», критерии хорошей недвижимости... —

<https://sponsr.ru/crimsonanalytics/39071> — там даже про котов есть.

Для полноты картины также рекомендую к прочтению -> [Философское] «Корпоративная скотина» — краткий учебник прикладного и финансового карьеризма —

<https://sponsr.ru/crimsonanalytics/59984/>

Начнём с небольшого дайджеста на тему денежно-кредитной политики, ибо от того, «прогнут» ли ЦБ на отказ от нынешней политики высоких ставок и борьбы с инфляцией, по сути, зависит, будет ли у нас детонация рубля, инфляционный всплеск и всё такое прочее. Должен признать, что Ваш покорный слуга чем дальше, тем сильнее болеет за то, чтобы ставку всё-таки снизили, потому что мне очень хочется (а) насладиться последствиями, которые настигнут значимую часть желающих увидеть «ставку 5%», (б) заработать на этой ситуации просто неприличное количество денег, (в) увидеть последующую «раздачу последствий» для тех элитных групп, которые будут особо рьяно настаивать на креативной монетарной и бюджетной политике, после того как наступят последствия этого самого креатива.

Шансы на пункт (в) не так чтобы прямо 100%, но есть недавний позитивный опыт аналогичного характера. Сформулирую вежливо. У нас некоторые очень влиятельные элитарии много лет (прямо много лет) хотели реализации некоторых простых и понятных решений на, так сказать, геополитическом контуре, заявляя, что всё будет хорошо буквально чуть ли не «за две недели» и прочее про «встречать с цветами» и «у нас там НАШИ и НАШИ нас ТАМ ЖДУТ». Понятно, что никто под запись не давал подобных развёрнутых обещаний в публичной плоскости, но все (вот реально все), кто имел хоть какое-то реальное отношение к российской политике или медийке, знают про это многолетнее нытьё. Как говорится, «бойтесь исполнения своих желаний».

Промежуточные результаты, чисто с элитологической точки зрения, выглядят примерно так: один «преемник» отправился быть завхозом среди региональных бояр, другой знаковый любитель аналогичных подходов попал в авиакатастрофу, ещё один оказался на фактической пенсии, из которой только интервью давать (с разрешения начальства!) и рассматривать макеты корабликов в кабинете, ещё один дико перспективный и влиятельный элитарий теперь занимается инспекциями провинциальных домов культуры вместо решения вопросов партстроительства на государственном уровне, а часть (не всё, но важная часть) административных и физических (производственных) активов любителей простых решений

передали представителям других групп, с диаметрально противоположного конца идеологического спектра.

В экономическом случае, даже если последствий не будет, то пунктов (а) и (б) лично мне всё равно хватит.

Очень много шума на тему «Вот! Смотрите! Умные люди получили лицензию мочить ЦБ! Всё, хана Набуллиной!» наделал аналитический материал Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП) под названием «О рисках стагфляции в российской экономике». Так как ЦМАКП заслуженно считается околоправительственным центром, а ведущую роль в нём занимает брат господина Белоусова, то появление (на самом деле это не первый очень агрессивный в адрес ЦБ выпад ЦМАКП) столь критического материала было воспринято как сигнал о том, что ЦБ могут «додавить» усилиями той части исполнительной власти, которой жёсткая ДКП мешает реализовывать их цели, задачи и амбиции.

Главный аргумент (там их много, желающие могут ознакомиться с самой аналитической запиской) звучит следующим образом:

«Доля предприятий обрабатывающей промышленности, отмечающих высокий процент кредита как фактор, ограничивающий рост производства, превысила 40% (по сравнению с 20-25%, характерными для предшествующих лет, исходя из данных опросов Росстата). Отметим, что именно финансовые (а не „мощностные“, что следует из позиции Банка России) ограничения роста выпуска сейчас стали ключевыми — доля компаний, отмечающих недостаток финансовых средств как ограничитель роста, составила 47%, отметивших высокий процент коммерческого кредита — 44%, и оба показателя быстро растут. Доля показавших в качестве основного ограничителя недостаток квалифицированных работников уже чуть ниже (42%), а доля указавших нехватку и износ оборудования — составила лишь 25% и повышается медленно.»

Из этого тезиса, который по сути сводится к тому, что «дайте денег = будет рост», делается следующий вывод:

Ведомости: Авторы предупреждают о риске экономического спада и обвала инвестиций уже в ближайшее время: «Оценки, сделанные с применением инструментов опережающих индикаторов, показывают, что для предотвращения перехода российской экономики к отрицательным темпам прироста годового ВВП ключевая ставка ЦБ РФ к середине 2025 г. должна быть снижена примерно до 15–16% годовых». Полномасштабный кризис в экономике может начаться уже в первом полугодии 2025 г., если ключевая ставка продолжит повышаться, пояснил «Ведомостям» руководитель направления анализа и прогнозирования макроэкономических процессов ЦМАКП Дмитрий Белоусов. Есть риски увеличения неплатежей со стороны контрагентов, на что крупные компании реагируют сворачиванием производства.

Ваш покорный слуга считает, что дирижисты из ЦМАКП оказали ЦБ колоссальную услугу. Мне не нужны инсайды из ЦБ, чтобы тезисно описать ответ на эту «аналитичку», который ляжет в ближайшие дни на стол Владимира Путина.

1. В построениях ЦМАКП присутствует элементарная логическая ошибка. От того, что у роста компаний (тех, которые НЕ считаются государством приоритетными, т. е. тех, которые не получают от государства субсидий по ставкам или целевых кредитов) теперь вместо двух ограничений (трудовые ресурсы + доступ к оборудованию, как импортному, так и российскому) есть три ограничения (трудовые ресурсы, оборудование + ставка по кредитам), проблема отсутствия кадров и доступа к оборудованию (импорт дорогой или невозможный, а купить российское в нужном количестве невозможно, там загрузка на 5 лет

вперёд, если вообще есть такое российское оборудование) не исчезает. Соответственно, если предприятия из неприоритетных отраслей получают деньги, то единственное, что они смогут с ними сделать, — это пытаться угнать сотрудников у других предприятий (возможно, даже из сферы ВПК или других приоритетных для государства) на более высокие зарплаты (привет, инфляционная спираль), а также перетянуть на себя потоки импортного оборудования и/или «отжать»/«перехватить» его у кого-то в России, опять же, «заливая проблему деньгами». Фактически предлагается сделать проблему ещё хуже.

2. Банкротства закредитованных предприятий (странно, что нужно объяснять) — это не уничтожение производственных активов и потеря трудовых ресурсов, а переход права собственности на них к кредиторам, которые потом или сами этим будут управлять (хайли лайкли: лучше управлять), или продадут кому-то более эффективному из того же сектора, т. е. это повышение эффективности экономики в целом. Да, банкам может быть больно, но (а) банкам нужно страдать за последствия своих действий по кредитам, и у них есть дохрена резервов под такое развитие событий, (б) банки у нас государственные, ну вот будет (временно или нет) больше государства в экономике, все же дирижисты в восторге от этой тенденции, ну так вот, пусть радуются.

Там ещё будет много про спрос, уровни загрузки текущих мощностей, объяснение про то, что при снижении ставки *«инфляция будет прямо сейчас и много, а рост предложения товаров из-за повышенных инвестиций, дай Бог, чтобы был года через три — и это если предприятия не потратят деньги на какую-нибудь хрень, и сильно не факт, что в условиях СВО это хороший размен, особенно в плане Вашего рейтинга»*, но в принципе и первых двух тезисов достаточно.

Вообще, сейчас на всех уровнях и всех (политических, экспертных) площадках идёт (в десятках вариантов) один и тот же диалог: желающие дешёвых денег говорят, что больше ничего не имеет значения, а оппоненты им сообщают, что дешёвые деньги будут использованы исключительно для разгона инфляции.

Эталон из палаты мер и весов — вот этот [диалог](#) между председателем «Деловой России» Алексеем Репиком и замглавой администрации президента Максимом Орешкиным:

«Высокие темпы корпоративного кредитования объясняются займами госкомпаний и участников гособоронзаказа, парировал Репик. „Там эластичность ставки существенно меньше, потому что риски невыполнения совершенно другого уровня“, — добавил он. Бизнес в случае необходимости находит технологические решения и замену выпадающим звеньям цепочки поставок, решает вопросы с оборудованием и кадрами, прокомментировал Репик.

На что Орешкин ответил: «Перетащили у соседа! Взяли сотрудников с соседнего завода, перекупили предназначавшееся соседу оборудование у поставщиков».

Орешкин продолжил разговор двумя примерами того, как предприятия распоряжаются деньгами: предпочитают депозиты инвестициям либо инвестируют так, что результат не приводит к увеличению предложения и не помогает справляться экономике с инфляцией. «Мы все это видим. В условиях дефицита важно четкое и адресное управление распределением и перераспределением дефицитного ресурса. Смогут ли вам коллеги-предприниматели из регионов дать ответ о том, как и что именно должно быть перераспределено? Не думаю», — резюмировал Орешкин.»

Тут нужно сделать важную (но вынужденно ОЧЕНЬ грубую) справку о том, как устроено российское принятие решений по экономическим вопросам. Понятно, что при прочих равных учитываются (в разной степени) интересы самых разных элитных групп, но со стороны власти обычно всё решается где-то в треугольнике Минфин (отвечает за то, чтобы государство

не обанкротилось) — ЦБ (отвечает за то, чтобы рубль не превратился в тыкву, а Россия — в северную Аргентину) — Минэк (отвечает за экономическое развитие), но треугольник часто превращается в «квадрат», четвёртым углом которого является «Помощник президента по экономике» (должность может называться как угодно), который отвечает за то, чтобы получившийся результат соответствовал стратегии президента (и не обвалил рейтинг). Влияние этого «четвёртого угла» сильно зависит от его личного аппаратного веса (т. е. личность чуть важнее должности).

В разные годы в этой роли выступали: Набиуллина (собственно, с этой должности Путин её и десантировал в ЦБ в своё время с мандатом на то, чтобы огнём уничтожить ту часть банковского сектора, которая нам досталась в наследство от лихих 90-х и семибанкирщины, а также на укрощение строительного лобби — люди просто не помнят борьбу за «счета эскроу», благодаря которой у нас нет миллионов обманутых дольщиков, как сейчас в КНР), на эту же роль претендовал любимчик шизопатриотов Глазьев, много лет в этой роли работал нынешний министр обороны Белоусов, а сейчас выступает господин Орешкин. В силу очевидных особенностей этой конструкции помощник президента находится в слегка антагонистичных отношениях с каждым из остальных «углов», ибо он должен уметь и критиковать, и урезонивать, и уравнивать. Позитивная новость для тех, кому не хотелось бы видеть «аргентинизацию», заключается в том, что даже господин Орешкин (на мой вкус, один из самых больших любителей и поспорить с Набиуллиной, и простимулировать экономику разнообразным образом) не «покупает» (doesn't buy) аргументы в стиле «вы главное деньги дешёвые дайте, и всё будет зашибись и без инфляции», а это означает, что у ЦБ (пока) есть мощный союзник с прямым (и профильным) доступом к уху президента, что в российской реальности дорогого стоит.

При этом надо отметить, что давление на ЦБ будет нарастать, и в него уже (помимо традиционных «государственных» любителей «напечатать и раздать» в лице двух-трёх членов Политбюро 2.0) на прошлой неделе решительно вписался «профсоюз капиталистов» — РСПП (это по сути «лобби-группа российского крупного бизнеса», настолько влиятельная, что перед ней каждый год выступает президент). С предложениями (требованиями, хотелками) РСПП стоит ознакомиться для понимания потенциальных вариантов того, на что могут «продавить» ЦБ).

Итак, вариант первый:

Финмаркет: Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП) предложил ЦБ таргетировать курс рубля для участников внешнеэкономической деятельности. Режим плавающего валютного курса утратил актуальность в условиях санкций, в том числе в отношении ЦБ, банков и бирж, на фоне ухода нерезидентов с российского валютного рынка. Об этом говорится в его анализе Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики (ДКП) на 2025–2027 гг., пишут «Ведомости».

<https://www.finmarket.ru/main/article/6288788>

Обращаю внимание: речь (скорее всего, ибо у меня нет самого документа, но формулировка в СМИ вполне однозначная) не идёт о том, что РСПП хочет, чтобы ЦБ каким-то волшебным образом укрепил рубль и сделал, условно, «курс доллара по 80 рублей», нет, тут речь про ОТДЕЛЬНЫЙ «курс для участников внешнеэкономической деятельности (вероятно, но не точно, КРУПНЫХ участников)» — т. е. предполагается, что у некоторых компаний будет возможность условно покупать доллар по 80 рублей (или 70 рублей, неизвестно, где там хотелки останавливаются), а платить за это будет или ЦБ (непонятно, правда, откуда? ЗВР что ли предлагают сжечь?), или (что более вероятно) все остальные участники российской экономики, которым придётся жить с курсом 120 (для начала).

Логика понятна: государство не даёт дешёвых рублей в кредит, ну пусть тогда даст доступ к дешёвым долларам или юаням со значительной скидкой к рыночной цене. Про то, что будет с доверием к «лоховскому рублю» (видов рублей будет в этой схеме две штуки: ценный «внешнеэкономический рубль» для крупных корпоратов и «лоховской рубль» для всех остальных) и его покупательной способностью — лучше не спрашивать.

Может быть, всё намного прозаичнее, и бизнес просто хочет, чтобы курс рубля привязали к какой-то «понятной» валюте типа доллара или юаня и ЦБ бы отвечал за то, чтобы бизнес мог всегда иметь возможность купить и продать нужный объём (я не спрашиваю, с какого хрена ЦБ должен решать проблемы бизнеса при том, что бизнес с ним маржой за экспортно-импортные операции делиться точно не намерен) рублей/юаней/долларов по фиксированному курсу. Это менее наглое, но ужасно деструктивное требование. РСПП очевидно нужен нерыночный курс (иначе не было смысла вносить предложение), а значит, для его поддержания придётся жечь золотовалютные резервы (причём проблему расчётов, поставки валюты и т. д. бизнес предлагает возложить на ЦБ), и с момента, когда такое решение принимается, включается обратный отсчёт до обнуления золотовалютных резервов с последующей детонацией экономики. Более того, при таком подходе примерный срок «детонации» могут легко подсчитать наши геополитические оппоненты, которые смогут быть уверены в том, что, например, «достаточно дожимать Россию ещё Икс месяцев, а после этого у них кончается валюта/золото, рубль коллапсирует, мы побеждаем».

Вторая хотелка профсоюза капиталистов:

***Ведомости:** Еще одно предложение РСПП — создание механизма покупки Банком России государственных бумаг Минфина. Это позволило бы обеспечить субсидии из бюджета на финансирование приоритетных проектов, насытило бы экономику денежной ликвидностью, а для бизнеса создало бы надежный источник длинных денег. При этом в комментариях к предложению ЦБ указывает, что это противоречит закону о Центральном банке. Покупки активов (в том числе гособлигаций) на вторичном рынке могут иногда использоваться центральными банками для абсорбирования или предоставления ликвидности на рынке, отмечает регулятор. Обычно они направлены на стабилизацию ставок денежного рынка вблизи уровня ключевой ставки, а в исключительных случаях — для купирования рисков для финансовой стабильности. При этом в России нет таких проблем, резюмирует ЦБ.*

+ Лента: Еще одним предложением РСПП стало создание механизма покупки ЦБ государственных бумаг Минфина. Таким образом государство могло бы увеличить субсидии бизнесу на финансирование приоритетных проектов. Впрочем, ЦБ отмечает, что инициатива прямо противоречит действующему законодательству. Фактически таким образом регулятор осуществлял бы денежную эмиссию, насыщая рынок ликвидностью, а это, в свою очередь, стало бы серьезным проинфляционным фактором.

Ну, это чистое QE в американском или аргентинском, или, по сути, позднесоветском (там, правда, были кредиты, а не облигации, но не суть) варианте. Это прямое финансирование бизнеса (через Минфин) с использованием печатного станка ЦБ по нерыночным (субсидированным) ставкам. Последствия, думаю, объяснять не надо. В последний раз (может, что-то пропустил, но я так помню) РСПП прямо жёстко требовал от ЦБ врубить печатный станок и покупать ОФЗ для того, чтобы Минфин мог спонсировать крупный бизнес, [в марте 2022](#) (!), что показывает, насколько высок уровень боли и паники, который испытывают «капитаны российского бизнеса».

Как всегда в таких случаях, те, кто засылают такие идеи в Кремль, не обязательно рассчитывают на полную реализацию, и, возможно, хотелки откалиброваны по известному чиновничьему принципу «проси 200, чтобы дали хотя бы 10».

Лирическое отступление. Кстати, вот эти запросы РСПП (профсоюз крупных и средних бизнесов) и «Деловой России» в очередной раз очень наглядно показывают, насколько позиция вашего покорного слуги находится в противофазе с классовыми (сословными, если хотите) запросами малого, среднего и крупного бизнеса, у которого очень простая логика: «Так, народ хотел величия? Хотел. Государственная власть хотела величия? Хотела. Мы на вот это всё не подписывались, и нас никто не спрашивал, ну вот пусть величественный народ и величественный бюджет и заплатит через инфляцию, а нам, пожалуйста, кредиты подешевле и пофиг на всё остальное».

С их точки зрения, так было бы «справедливо», но (как опять же справедливо указывают наиболее вменяемые представители и бизнеса, и финансового сектора) проблема не в спорах о справедливости, а в краткосрочности мышления: приятная дешевизна кредитов сегодня будет иметь неприятные экономические и политические (особенно с учётом российских цивилизационных особенностей) последствия завтра или даже тоже сегодня. Конец лирического отступления.

Итого: давление на ЦБ нарастает, но ЦБ (при поддержке Минфина и Орешкина) пока держится. Но «рвануть» может в любом месте — начиная от денежно-кредитной политики и заканчивая созданием «лоховского рубля» и/или запуском QE с подключением рублёвого печатного станка к финансированию субсидий для особо избранного крупного бизнеса.

Меланхолично напоминаю, что формула «юани и золото, золото и юани» прекрасно себя зарекомендовала.

Кстати, про юани. Аномалия с падением ставки по «российским юаням» (RUSFARCNY), которая была зафиксирована в предыдущем тексте (ставка упала до 2%), уже исправилась, и теперь «фонды денежного рынка» в юанях (CNYM, SBCN) снова дают нормальный для текущей российской реальности (с фактически изолированной Мосбиржей) текущую доходность в ~16-19%. Разные (вполне информированные) коллеги, с которыми ваш покорный слуга общался на тему «а что это было?», списывают временное падение ставки или на одно большое юаневое погашение, или на «хрен его знает, но ситуация принципиально не изменилась — юани пока дорогие, и ЦБ хочет, чтобы они и дальше были дорогие, да их и так дефицит».

Поехали дальше. У нас есть о чём поговорить в плане Трампа, международных рынков и их перспектив в плане воздействия на нас.

Ваш покорный слуга собирался написать про перспективы золота при Трампе, что было особенно актуально на фоне резкого падения цены на золото после его избрания, но неожиданно на помощь пришли кальмар-вампиры из Goldman Sachs, которые ворвались в инфополе с криком «покупайте золото, глупцы!» и плакатом, на котором написано «золото по \$3000 (для начала)».

[Forbes](#): Goldman Sachs подтвердил прогноз по росту стоимости золота в 2025 году до \$3000. В последние недели драгметалл подешевел на фоне укрепления доллара после победы Трампа на выборах президента США. Тем не менее аналитики ожидают, что золото продолжит дорожать благодаря закупкам центробанков, смягчению политики ФРС, а также планам Трампа ввести пошлины на импорт. Аналитики Goldman Sachs подтвердили свой прогноз по росту стоимости золота до \$3000 за унцию к декабрю 2025 года, отметив, что металл продолжит расти и во время президентства Дональда Трампа, пишет Bloomberg со ссылкой на аналитическую записку.

Goldman Sachs включил золото в список основных сырьевых товаров на 2025 год. По мнению аналитиков, цены на драгметалл вырастут до рекордного уровня благодаря закупкам центробанков и снижению процентных ставок Федеральной резервной системой (ФРС)

США. По мнению Goldman Sachs, росту стоимости золота будет способствовать приток средств в биржевые фонды на фоне смягчения денежно-кредитной политики ФРС.

Самое забавное тут вот в чём: «голдманы» на самом деле не генерировали новый инфоповод, они лишь подтвердили, что резкое (примерно 8–9%) падение цены на золото за последнюю неделю никак не повлияло на их долгосрочную логику и прогнозы, и именно эта голдмановская «несгибаемость» (аналитики обычно «бегают» с новыми нарративами вслед за изменениями цены) и стала своего рода шок-контентом для мировых СМИ. Плюс к этому, золото было очевидно «перепродано», и сам инфоповод разве что простимулировал и так уже заинтересованных покупателей.

Логика кальмар-вампиров по золоту изложена в их старом материале из октября 2024 года (т. е. там изложены факторы, на которые особо не влияют результаты выборов), и её можно свести к нескольким пунктам, причём поразительно, насколько упорно СМИ отказываются объяснять читателям именно логическое построение (фреймворк, если хотите) «кальмар-вампиров», при том, что их взгляды по таким вопросам ценны именно связной логичностью, а не «инсайдностью». Итак тезисно, из пресс-релиза самих «вампиров»:

0. Золото обычно торгуется в тесной связи с процентными ставками. Как актив, который не приносит никакой доходности, он обычно становится менее привлекательным для инвесторов, когда процентные ставки выше, и обычно более желанным, когда ставки падают. [прим. Кримсон: ваш покорный слуга на эту тему сломал много копий на фоне цикла повышения ставок ФРС, когда золоту пророчили падение, а модели того же UBS говорили, что оно должно стоить \$1650 за унцию] Хотя эта связь все еще сохраняется, покупки центральными банками были мощной силой, которая «перезагрузила» уровень цен на золото выше, начиная с 2022 года.

1. Обеспокоенность риском финансовых санкций, вероятно, является одной из причин, по которой центральные банки увеличили свои покупки золота. По данным Goldman Sachs Research, покупки золота центральными банками развивающихся рынков заметно возросли после заморозки активов российского ЦБ в 2022 году после СВО России на Украине.

2. Центральные банки на развитых рынках, как правило, имеют относительно высокие запасы золота в качестве доли резервов. Например, у США, Франции, Германии и Италии есть [прим. Кримсон: ну «есть» — это понятие растяжимое, там часто независимых аудитов не было десятилетиями, и я всё ещё жду, чтобы Трамп всё-таки доехал как-нибудь до Форт-Нокса, из которого Мнучин в своё время вышел с кислой улыбкой, двумя (двумя!) слитками золота и тезисом «всё нормально, мамой клянусь» для журналистов] золотые запасы, составляющие 70% их резервов. Их коллеги из развивающихся рынков, напротив, имеют меньшие доли. Например, Китай сообщает, что 5% его резервов находятся в металле. С этой точки зрения некоторые центральные банки в развивающихся рынках догоняют своих коллег из развитых стран. [прим. Кримсон: это будничное заявление обычно тупо пролетает мимо сознания журналистов, но вообще-то получается, что для «нормализации доли» золота в резервах условный КНР должен увеличить количество золота в примерно 10–14 (!) раз, и страшно себе представить, что будет с ценой на этом фоне. Понятно, что китайцы постараются не делать это рывком, но если логика верна, то у золота будет постоянный источник дополнительного спроса ещё много-много лет, пока эта «нормализация» не произойдёт]

3. Политики также, по-видимому, обеспокоены устойчивостью [прим. Кримсон: в смысле «насколько долго это можно продолжать без кризиса»] госдолга США, у которых около 35 триллионов долларов заимствований, что составляет 124% ВВП. Многие центральные банки держат большую часть своих резервов в казначейских облигациях США,

и [официальные лица, определяющие стратегии центральных банков] могут все больше беспокоиться о своей подверженности фискальным [бюджетным] рискам в США.

4. Даже несмотря на то, что покупки золота центральными банками могут замедлиться, может возникнуть некоторая конкуренция за золотые слитки между центральными банками и западными инвесторами, поскольку активы золотых [прим. Кримсон: западных, используемых частными инвесторами и фондами] ETF начинают расти.

Кстати, по пункту про западные ETF стоит отметить, что с момента избрания нового президента США произошло очень серьёзное сокращение объёмов золота внутри этих ETF (когда инвесторы покупают их паи, они покупают золото, а когда продают — наоборот), и многие СМИ отмечали, что такого резкого выхода из длинных позиций по золоту западные фонды не видели вот уже два года, и прошлый эпизод пришёлся на позднюю весну 2022 года. Многие увидели в этом признак того, что рынки в восторге от Трампа и так доверяют новому президенту и его экономической программе, что не видят никакого смысла держаться за «жёлтый металл», когда Америка вот-вот станет великой снова. Ваш покорный слуга по этому поводу хотел бы отметить, что тезис «Трамп придёт — порядок навёзд» ни разу не прокатывает как инвестиционная стратегия, хотя как агитка для соцсетей может смотреться вполне перспективно.

У падения цен на золото гораздо более простое объяснение, и хотя я не могу претендовать на абсолютное знание и объяснение причин рыночных движений, но в данном случае я считаю свою рабочую гипотезу практически гарантированно верной: в цене на золото была некая «премия за риск гражданской войны», т. е. некоторое количество инвесторов решило пересидеть выборы в золоте, а когда увидели, что стрельбы не будет, то резко вышли «по любой цене». На долгосрочную перспективу золота (смотрим выше тезисы Голдманов и думаем: «А что из этого может РЕАЛИСТИЧНО поменять Трамп?») это не влияет никак, и, вероятно, те, кто покупал по \$2600, тоже так думают. Аналогичная ситуация, кстати, была в 2022, когда золото сначала выросло на резких ожиданиях «ядерной войны» (а не гражданской войны в США, как сейчас), а потом, когда стало понятно, что конфликт (пока) конвенциональный, был резкий выход из позиций тех, кто просто хотел в золоте «пересидеть шухер», а потом золото ещё продавливали любители «математических моделей», у которых была идея, что при таких ставках золото должно стоять очень дёшево.

На долгосрочные перспективы золота, как показала практика, то резкое падение не повлияло вообще никак, зато предоставило (в основном китайцам) возможность хорошо закупиться по низким ценам. Кстати, сейчас на фоне обновления российской ядерной доктрины (уже официально подписанной президентом) можно ожидать постепенного возвращения в цену на золото «премии за риск ядерной войны».

Лирическое отступление. Традиционно высказываю непопулярный тезис: чем активнее российская сторона демонстрирует готовность применить ядерное оружие (по Киеву, для начала), тем ниже вероятность того, что его таки придётся применять. Опорный тезис всех любителей эскалации в Вашингтоне (вот уже много лет) звучит как «Россия не посмеет, можно давить сколько угодно» (у них эта уверенность с тех пор, как СССР проиграл холодную войну и развалился, так и не жажнув ядеркой на прощанье по Вашингтону в 1991 или 1989). Всё, что снижает внутривашингтонскую эффективность этого захода, — это хорошие и правильные шаги, которые могут реально очень сильно помочь избежать именно ядерного обмена ударами. Стоило бы ещё испытания физические провести (и снять это на видео в 4K, как будет выглядеть уничтожение специально построенного под это «исторического центра Варшавы» где-нибудь на полигоне) или хотя бы уже окончательно выключить свет и тепло в Киеве, потому что мы до сих пор ещё расхлёбываем последствия вашингтонского восприятия всей пропаганды про «братский народ» — они реально думают, что Кремль не посмеет сделать населению

Украины по-настоящему (а не как сейчас) больно, в американском стиле. Возвращаясь к изменениям в доктрину, я не разделяю позиции (популярной в российской финансовой тусовке) о том, что «Путин обвалил рынок»: наоборот, новая доктрина на самом деле — ещё один повод для долгосрочного оптимизма по российскому рынку. Конец лирического отступления.

Нужно отметить, что очень много рыночной аналитики (и околорыночных комментариев в СМИ) всё ещё концентрируется на тезисе: Трамп 2.0 = Сильный Доллар. Из ожиданий, связанных с «Сильным Долларом», делаются далеко идущие выводы на тему того, что цена на золото должна падать (в этой логике золото «не нужно», ибо есть «король доллар»), на тему того, что нефть должна падать (она обычно негативно коррелирует с курсом доллара к другим валютам из-за того, что при очень дорогом долларе страдает спрос на нефть в развивающихся странах), и на тему того, что вообще всё, что не доллар и не американские акции, «должно падать».

Я не буду воспроизводить всю аргументацию, с которой оперируют сторонники этого тезиса, но она по сути сводится к тому, что ставка ФРС из-за действий Трампа будет высокой, и значит, доллар будет дорогим. У этого рассуждения есть целая серия уязвимостей, начиная прямо от того, что Трамп активно хочет как раз низкой ставки ФРС (о чем было много сказано в прошлом тексте), и значит, вся конструкция любителей «короля доллара» строится на (далеко не гарантированном!) тезисе о том, что ФРС выдержит любое давление со стороны Белого дома и что даже после Пауэлла ФРС сохранит свой антитрамповский настрой. Также делается неявное предположение, что Белому дому не удастся напечатать себе (для этого не нужно согласие ФРС, достаточно провалить Конгресс) такое количество трежериз, чтобы можно было иметь бюджетный импульс такого размера, что никакая ставка не будет иметь значения (*fiscal dominance*). Более того, вот прямо сильно не факт, что самому Трампу прямо нужен сильный доллар. Он и его медийные миньёны любят хвастаться тем, что на фоне его избрания доллар подорожал, но трамповской программе по борьбе с импортом как раз нужен слабый бакс, ибо слабый доллар — это дополнительный стимул для американского экспорта и дополнительный (к тарифам) барьер для импорта в США — как раз то, что доктор Трамп прописал для реиндустриализации американской экономики.

Наблюдательные французы из Credit Agricole заморочились (в отличие от большей части банков и СМИ) и выяснили, чего на самом деле хочет тот, у кого есть (снова) все шансы стать «главным по валютным войнам» в новой администрации (или, по крайней мере, продолжить свою деятельность в роли близкого советника Трампа по международным экономическим вопросам), и выяснилось прекрасное. Цитирую:

Credit Agricole:

«Однако мы отмечаем, что Лайтхайзер [прим. Кримсон: тот самый автор трамповской стратегии торговых войн] еще в апреле сетовал на силу доллара США и на то, как она снижает конкурентоспособность американских компаний. Поэтому существует риск того, что Лайтхайзер и Трамп будут участвовать в словесных интервенциях с целью ослабить доллар США. Эти интервенции могут быть более эффективными, чем в первый срок Трампа, учитывая, что тарифы добавляют риски снижения роста [экономики] США, а рост уже замедляется. Несмотря на риски для инфляции, ФРС также продолжит снижать ставки, хотя и в меньшей степени. Потенциальной помехой стратегии слабого доллара США является слабость валют основных торговых партнеров США».

Получается, что ожидающие триумфа «короля доллара» (и, соответственно, падения цен на золото, нефть, другие товары и валюты) исходят из предположений о действиях ФРС, а те, кто ставят на слабый доллар (и, соответственно, на рост золота, нефти, сырьевых товаров и т. д.), вообще-то могут опираться как на логику действий новой администрации, так

и на прямые заявления её ключевого представителя как раз по валютно-торговой теме. Будет очень забавно, если большая часть рыночных игроков окажется в коллективном оффсайде, когда трамписты (потенциально вместе с ФРС) начнут как минимум словесные (для начала) интервенции против доллара.

Итого: если ближе к реальности окажется не предвыборная риторика Трампа, а логичные соображения его «генералов торговых войн», то доллар будет скорее слабым, чем сильным. Но это будет влиять скорее на золото (потенциально и на другие металлы и сырьевые товары), чем на валюты типа рубля, юаня или евро, потому что на рубль, евро и юани также влияют политики соответствующих стран, и никому из них (на самом деле) слабый доллар (и сильный рубль, юань или евро) нафиг не нужны, зато слабый юань и евро могут помочь компенсировать «трампотарифы», а в российском случае слабый рубль помогает бюджету и работает в качестве косвенного тарифа на китайский импорт, что очень нравится российским производителям аналогов китайских товаров типа того же АвтоВАЗа.

За прошедшие пару недель у вашего покорного слуги оформился взгляд на вещи, который идёт вразрез с мейнстримом, причём по очень важной теме. Привычка обращать внимание на такие расхождения во мнениях связана не с эго или любовью к противоречиям, а с тем, что по-настоящему серьёзные деньги в нашем мире можно заработать только в случае, если ваше мнение по какому-то вопросу сильно не совпадает со «средним по больнице», и вы при этом правы. Это работает не только на финансовых рынках, а вообще по жизни, и самый яркий пример — это едва ли не все мои знакомые предприниматели, от микробизнеса до мультимиллиардеров: все они в какой-то момент приняли решение идти в бизнес, несмотря на то, что «средним мнением» в их окружении (да и вообще в России) является коллекция тезисов типа (а) бизнес — ненадёжно, надо идти работать в Газпром, (б) бизнес всё равно отберут, (в) *«в России честным бизнесом заниматься невозможно, а на*****ть всех я не хочу»* и т. д. В результате этого расхождения мнений, которое потом было проверено экспериментом, кто-то до сих пор ноет про плохих начальников и как далеко до отпуска, а кто-то уже давно заработал достаточно денег, чтобы если и ныть, то по совсем другим поводам.

Так вот, расхождение на данный момент выглядит примерно вот так:

Мейнстрим считает, что в целом мировой экономике будет не очень хорошо в ближайшие годы, то есть базовый сценарий — это что-то вроде анемичного (очень слабого) роста, который на уровне рядового потребителя (причём везде на планете) чувствуется или как стагнация, или даже как рецессия. В этом смысле очень поучительна была американская ситуация до выборов, когда «по статистике» всё в США растёт и колосится (ну там ВВП, рост производительности труда, индекс S& P 500 и т. д.), а избиратели, по всем опросам, включая опросы демократической партии, буквально зверели от ощущения ухудшающегося уровня жизни.

В пользу вышеописанного базового сценария приводят целую серию аргументов, некоторые из которых более чем валидны, а некоторые вообще взяты из учебников экономики, т. е. почти «аксиоматично правильные». Вот они:

— Трамп и его тарифы. Введение жёстких тарифов и фрагментирование мировой торговли — это значит будет рост инфляции в самих США и снижение экономического роста в странах-экспортёрах, в той мере, в которой для них важен американский рынок. Для роста американской экономики тарифы тоже (по определению) не айс, как минимум в краткосрочной перспективе, ибо будет довольно больно (и дорого) пытаться импортозаместить (в США будут все те же проблемы, что у нас, только в более мягкой форме — что забавно) всё, что американская экономика или не умеет делать, или разучилась делать вообще за последние 30 лет, или разучилась делать дёшево (и в нужных количествах) за последние 30 лет, причём речь не только о конечных товарах, но ещё и об огромной

номенклатуре «промежуточных товаров» (типа вот аккумуляторов для дронов, по которым их китайцы сейчас санкциями шлёпнули), необходимых в процессе производства более сложной продукции.

— Евросоюз — фактически медленно умирающий экономический труп (простите за тавтологию), который уже даже не ходит, он ползает и грозно что-то рычит на эстонском про сдерживание России. Деиндустриализация, дорогая энергия, очень вероятная потеря двух ключевых экспортных рынков (США и КНР) в случае (очень вероятной) полноценной торговой войны (с взаимными тарифами, санкциями и т. д.), потеря доверия к евро (после заморозки российских активов), деевровизация (а она идёт намного быстрее, чем дедолларизация) международной торговли и золотовалютных резервов, и это не считая всех остальных проблем, от деградировавшей инфраструктуры и до резкого падения качества рабочей силы. Массовые увольнения на Volkswagen — это просто проявление гораздо более глубоких системных проблем, а не «чисто менеджмент накосячил», как пытаются это представить немецкие политики. С учётом ещё и массового бегства компаний (в плане переноса производств и «центров аккумуляции прибыли») из ЕС в США трудно ожидать от Евросоюза чего-то лучшего, чем анемический (по сути «формально-статистический») рост ВВП с хреновым самоощущением как населения, так и бизнеса.

— КНР «разочаровывает»: если открыть Блумберг или любое западное СМИ, то там полный набор негатива про КНР с одним простым тезисом — «Китай разочаровал» в том смысле, что стимулирующих усилий, уже предпринятых Компартией, очевидно недостаточно для того, чтобы начался прямо искромётный экономический рост и чтобы у инвесторов снова загорелись глаза от жадности в плане приобретения китайских акций. Ну и ожидания Трампа с его тарифами, санкциями и прочим тотальным «сдерживанием КНР» — важный фактор в плане тотального негативного отношения к китайским перспективам, примерно из серии «ожидание праздника лучше самого праздника» в том смысле, что «ожидания последствий тарифов и санкций от Трампа страшнее самих тарифов и санкций».

Всё вышеперечисленное, повторяюсь, это плюс-минус мейнстримовский взгляд на вещи. А сейчас поговорим про нюансы, которые, на мой вкус, слегка меняют картину, по крайней мере на ближайшие несколько лет.

Вашего покорного слугу долго и упорно (в молодости) старшие начальники терзали вопросом «*what's their reaction function?*», который не очень легко перевести на русский, и легче вспомнить анекдот про диалог двух украинцев на тему «а если они нам морду набьют?» и «а нас за что?». Вопрос про «как выглядит функция реакции» заставляет аналитика вспомнить (если забыл) про то, что у участников анализируемой ситуации есть возможность как-то реагировать, и они не обязаны просто пассивно терпеть последствия какого-то развития событий. Я понимаю, что звучит банально, но вы удивитесь, насколько часто (даже на очень высоких уровнях) при принятии каких-то решений не учитывается тот факт, что другие участники процесса (конкуренты в бизнесе, государство, другое государство, население в целом, конкретные социальные группы и т. д.) тоже могут как-то реагировать на ситуацию. Так вот проблема мейнстримного вью на ближайшие перспективы мировой экономики (видно, кстати, даже в условных «годовых прогнозах» макроэкономистов Goldman Sachs, которые, в отличие от трейдеров/товарников, не учитывают функцию реакции ни у кого, кроме ФРС) как раз заключается в том, что не учитываются (или напрямую игнорируются по идеологическим причинам) сценарии, в которых акторы пытаются как-то воздействовать на ситуацию.

Очевидный пример: КНР. То, что прямо сейчас Пекин не заливает экономику деньгами, а «всего лишь» (хотя на самом деле это очень много) купирует риски дальнейшего ухудшения ситуации в секторе недвижимости, а также риски бюджетного коллапса на уровне провинций (на всякий случай: в КНР основная закредитованность находится на уровне прямых и скрытых

долгов провинций, а не «федерального правительства») и ещё и фактически рекапитализирует госбанки, вот это всё не означает, что Пекин только этим ограничится.

На эту тему очень хорошо написал Крис Вуд из Jefferies:

«Что касается фондового рынка, то в то время как иностранные инвесторы будут разочарованы отсутствием дополнительных стимулов, будь то нетрадиционных экспериментов с денежно-кредитной политикой или раздачей денег, Пекин больше обеспокоен материковыми инвесторами. И здесь тенденция обнадеживает с точки зрения продолжающегося роста открытия брокерских счетов, в то время как ежедневные объёмы торговли в Шанхае и Шэньчжэне намного превышают уровни, зафиксированные до сентябрьского смягчения денежно-кредитной политики. [...]

Наконец, о Китае важно помнить, что заявление Всекитайского собрания народных представителей (ВСНП) в прошлую пятницу не означает конец смягчения [Прим. Кримсон: денежно-кредитной политики и бюджетной политики]. Грядут новые меры, поскольку технократы спешат разработать необходимые меры, учитывая изменение политики, о котором сообщил председатель Си на сентябрьском заседании Политбюро. Такие меры будут включать рекапитализацию государственных банков, также ранее обсуждавшуюся здесь, и детали того, как будут осуществляться покупки земли и непроданных объектов у застройщиков. **По этим причинам базовый сценарий с нашей точки зрения по-прежнему заключается в том, что китайские акции достигли дна в сентябре, и инвесторам следует попытаться нарастить позиции на их коррекции, в то время как лучшим способом хеджирования китайских акций остаётся владение китайскими государственными облигациями».**

При этом вполне вероятно, что и деньги раздавать будут, и бюджетный импульс — тоже будет, особенно на фоне ожидающегося наращивания госдолга и дефицита бюджета.

Если к этому государственному стимулу присоединятся китайские потребители (у которых, напоминаю, есть несколько «лишних» триллионов долларов накоплений на банковских счетах, которые сейчас не приносят особого дохода — об этом Jefferies тоже пишет), то суммарный рост внутреннего спроса в Китае вполне может не только нагреть, но даже и перегреть китайскую экономику, компенсировав (по крайней мере на некоторое время) любое падение экспорта в США для китайской экономики.

Теперь шок-контент про Европу, и конкретно про Германию. Шведский финансовый гигант SEB обратил внимание клиентов на важное потенциальное последствие немецких выборов:

Реформа немецкого долгового тормоза? Лидер консервативных христианских демократов (ХДС) Фридрих Мерц вчера заявил, что не исключает реформы немецкого долгового тормоза (структурный бюджетный дефицит не более 0,35 процента ВВП в год), если деньги будут использованы для инвестиций, а не для потребления и социальных расходов. Мерц является фаворитом на пост следующего канцлера Германии на внеочередных выборах, которые должны состояться 23 февраля следующего года.

В переводе на человеческий это означает, что в случае реализации этой идеи Германия сможет снять все ограничения по госдолгу и от души закредитоваться по самым гландам, простимулировав внутреннее потребление за счёт (да, вы догадались) того самого «бюджетного импульса». Вообще, «долговой тормоз» был придуман на фоне прошлого европейского кризиса, чтобы Германия не превратилась в Испанию или Италию, с огромным госдолгом и нулевыми перспективами, но какая разница уже? На фоне деиндустриализации, дорожающей энергии, торговых войн с КНР и США уже вполне можно «жечь мебель, чтобы согреться», и тут перспективы просто огромные: чую, будут строить ветряки и прочую чушь,

но для инфляции, опять же, разницы особой нет — искусственный спрос её гарантирует при любых раскладах.

Ну, а то, что для реиндустриализации США и компенсации негативных последствий тарифов и радикальных сокращений налогов (хотя бы для электората и союзников Трампа) придётся как минимум поддерживать текущий уровень «бюджетного импульса», а, скорее всего, его поднимать — это едва ли не самоочевидно, даже для многих мейстринмных банков (можно вспомнить Credit Agricole, например). Ваш покорный слуга придерживается такого же мнения, чисто из политической логики происходящего, и я её описывал в предыдущем тексте на эту тему.

Теперь суммируем картину на глобальном уровне.

Да, мы, вероятно, получаем продолжение деглобализации и сразу несколько «торговых войн» с взаимными тарифами (и санкциями), но при этом есть прямо очень неплохая вероятность того, что мы получаем ещё и жёсткий рост «бюджетного импульса» для стимулирования искусственного внутреннего спроса одновременно в Китае, Евросоюзе и особенно в США. В некотором роде вся мировая экономика может стать похожей на текущую экономику России, которую сильно разгоняет (со всеми инфляционными последствиями) именно искусственное (можно сказать, вынужденное) стимулирование внутреннего спроса. Это уже не выглядит как нечто анемичное и скучное, с низкой инфляцией и с низкой активностью, а совсем наоборот: активность — лихорадочная (все пытаются заработать на искусственном спросе), а инфляция — горячая. Всё, что нельзя напечатать, может начать расти в цене. В текущих ценах на всё, начиная от золота и нефти и заканчивая акциями (особенно китайскими) и даже криптовалютой, вот этот сценарий не отражён вообще никак, по крайней мере на данный момент.

Может получиться довольно забавно: геополитическую конкуренцию на горизонте 5 (может, 10) лет выиграют те страны, у которых получится, с одной стороны, не сжечь свою экономику в огне инфляции и не устроить себе окончательный бюджетный кризис (когда никому нафиг не нужны гособлигации конкретной страны из-за нулевого доверия к её бюджетной и денежно-кредитной политике), но при этом потратить свой «бюджетный импульс» с максимальной пользой в плане создания каких-то продуктивных активов до того, как придётся остановиться из-за гиперинфляции и/или бюджетного кризиса.

Тут сложно что-то предсказывать. Если совсем откровенно, то у России в этой гонке есть только одно преимущество — у нас бюджетно-долговой запас прочности сильно (прямо в разы) лучше, чем у всех конкурентов, именно с огромным отрывом. Это позволит заниматься стимулированием экономики намного дольше, чем всем остальным, но главное, чтобы это всё не ушло на... как бы это помягче... не самые продуктивные «статьи расходов». У США на данный момент огромное преимущество (его предстоит проверить на практике, но потенциал однозначно в их пользу) в плане того, на что они, скорее всего, потратят свой «импульс». Команда Трампа в этом смысле на три головы выше всех конкурентов, ибо они в целом из реального бизнеса, а не из «партийных работников» (шёпотом: как жаль, что Камала не президент, тогда не было бы у нас у всех этого риска). Компартии Китая предстоит решить, готова ли она до конца долбиться в «зелёную повестку» (с блэкаутами и убыточными производителями солнечных панелей и электрокаров) или всё-таки запас макроэкономической прочности лучше потратить на что-то более перспективное. При этом то, что они прикончили (сами, их никто не вынуждал) пузырь недвижимости, несмотря на все социальные и экономические последствия — это вызывает уважение, и там, вероятно, тоже есть потенциал для правильных решений. Европе вряд ли что-то поможет (мозгов там всё равно нет, как и дешёвой энергии), но свой лотерейный билет у них будет, если немцы отменят «долговой тормоз».

В общем, «великая гонка» начинается. Её будут изучать экономисты будущих веков с огромным интересом. В некотором роде напоминает XIX век (протекционизм, технологические революции, торговые и «горячие» войны в режиме все против всех), но вспоминаются стихи про век XX-й:

Я на мир взираю из-под столика.

Век двадцатый — век необычайный.

Чем столетие интересней для историка,

Тем для современника печальней.

На сегодня — всё.

Традиционно, от души рекомендую тотальную медийную абстиненцию. Особенно это актуально на фоне текущей шизы, связанной с разрешением на атаки по глубинной территории России ракетами НАТО и всем остальным. Поверьте, если начнётся ядерная война, вы это не пропустите. А сейчас предлагаю наслаждаться тем, что на горизонте не цветут ядерные грибы, а простые жизненные радости вам по-прежнему доступны. Расчехлите триаду личного счастья и психологической стабильности, которая отлично зарекомендовала себя за период СВО (давние читатели помнят): фатализм, прагматизм, гедонизм. Фатализм — отказ тратить нервы (и время) на переживания и размышления о том, на что вы лично не можете повлиять. Прагматизм — концентрация на том, чтобы в будущем у вас было максимально много денег, а вы сами были максимально здоровыми и сильными — для вас и ваших близких. Будет обидно, если по окончании кризиса никакого апокалипсиса не будет, а вы окажетесь с неврозом, на таблетках и даже на этом НИЧЕГО не заработали или даже потеряли. Не надо так. Гедонизм — наслаждайтесь простыми и понятными радостями жизни, обнимашками с близкими, кулинарными приключениями и благотворительностью для тех, кому очевидно сложнее, чем вам. Назначьте себя котом или кошкой, ибо для них простые и понятные гедонистические радости являются самоочевидными, а проблемы и шиза двуногих их не интересуют. Мурчите громче. Всё получится!

**** 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