

2021.05.13

CrimsonAlter - Analytics

[Новостной деск] "Здравствуй, инфляция!": лягушка объясняет почему не надо покупать акции

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

С печалью по поводу когнитивного состояния ув. современников, но с радостью за перспективы собственного инвестиционного портфеля, ваш покорный слуга вчера наблюдал за началом коррекции на мировых финансовых рынках, которая сопровождалась (уже традиционной) истерикой в соцсетях и лентах новостей. Падение совпало с публикацией статистических данных об инфляции в США, которые превзошли самые-самые пессимистичные оценки/прогнозы самых-самых пессимистичных экономистов, из тех, которых агентство Bloomberg попросило предсказать эту самую инфляцию.

Больше всего меня позабавил следующий момент: снизились цены почти на все виды активов, причем одновременно.

Упал Nasdaq 100, упал Dow Jones (DJIA), упали американские трэжериз (по всей кривой доходности), упало золото, серебро, палладий, медь, биткойн, акции журнала Playboy, фьючерсы на древесину (сегодня тоже падают) и даже фьючерсы на овёс...

На этом фоне, в инфополе вылезают некоторые "умные мальчики" (биологического возраста от 25 до 55 лет) с хорошими должностями и топовыми "корочками" лучших экономических вузов планеты, и начинают, на основании эволюции цен за 1 (один!) торговый день, орать что "золото не работает как страховка от инфляции смотрите оно упало при публикации данных о высокой инфляции!". Особо одаренные из них, опять заводят (очень популярную в России) "шарманку" на тему "доллар всему голова, срочно нужно продать все и держать только доллары, потому что доллар всему голова, и когда все падает доллар растет и вообще доллар форэва!".

Собственно по такому поведению, а также по недоумению по поводу падения цен на широкий спектр активов на фоне некоего экзогенного шока, можно легко определить инфлюэнсера/экономиста/финансиста, который НИ ОДНОГО ДНЯ реально не работал в настоящем спекулятивной трейдинге. То есть он может где-то "числился в штате", но вот механику реальных рыночных феноменов такой человек не понимает от слова "вообще".

Начнем с простой констатации: никакие, вот вообще никакие, макроэкономические выводы о реакции цен на те или иные активы на те или иные изменения экономической среды НЕЛЬЗЯ делать на основании одного торгового дня или даже целого месяца. На цены финансовых активов, особенно в краткосрочной перспективе влияет просто безумное количество факторов, и они могут "отклонять" реальную цену от некой "экономически обоснованной" цены на много-много процентов. А теперь перейдем к некоторым конкретным механизмам.

Я сейчас попробую объяснить очень (вот прямо очень-очень) грубо, но так чтобы было понятно:

Когда на рынке начинается какая-то паника, даже если она сконцентрирована в одном-двух классах активов, то многие фонды, которые занимаются именно спекуляциями, вынуждены продавать вообще все свои позиции, так как они работают или заемными деньгами (и для них любое серьезное, даже внутрисдневное, падение рынка приводит к дефициту залоговых средств и необходимости закрывать позиции) или у них есть внутренние ограничения, связанные с правилами риск-менеджмента, которые при повышении волатильности на рынке требуют закрывать позиции до тех пор пока в целом "общая позиция" не станет достаточно низкой, снижая тем самым риск для фонда в целом. Часто обе эти причины пересекаются в одном фонде. У этого феномена, который основывается на фактически принудительном (то есть не вызванном какими-то соображениями о будущем конкретных активов, а именно "техническом" из-за возросшей волатильности или паники) закрытии позиций, даже есть специальное сленговое название - de-grossing ("сокращение gross exposure").

Самый яркий пример de-grossing был в марте 2020, когда на фоне коронавируса и вызванной им волатильности, спекулятивные фонды продавали вообще все, включая активы, которые были (и будущее показало что так оно и произошло) очевидными бенефициарами коронавируса: золото, трэжериз, акции высокотехнологичных ай-то компаний и так далее...

Вчера перед нами был ТИПИЧНЫЙ и не очень большой по размаху (но очень громкий в инфополе) de-grossing.

Я хочу чтобы вы запомнили главное: причина волатильности - не имеет значения. Если говорить совсем "человеческим языком", когда финансовые рынки в целом начинают "колбасить" (повторю: причина не имеет значения), то многие участники финансовых рынков вынуждены слепо (вообще не разбираясь в причинах и последствиях) продавать часть своих позиций, обваливая тем самым цены. В некоторых случаях, такой de-grossing может продолжаться (как было в марте 2020) не один и не два дня, а более длительные периоды, особенно если процесс входит в режим самоподдержки, то есть из-за какого-то шока на рынке начинается паника и небольшие распродажи, из-за этого начинаются принудительные распродажи которые продавливают цену еще ниже, далее системы риск-менеджмента фиксируют "повышение волатильности", что требует от участников рынка продать еще большую часть своих позиций, и дальше процесс повторяется до тех пор пока или истерика не закончится или будут проданы вообще все позиции всех фондов, которые работают по такой схеме (а их - МНОГО, и на рынки они оказывают колоссальное влияние).

Кстати, в былые времена, когда еще не было "монетарного безумия", а на рынке было больше шортселлеров, то в случае de-grossing, падало не вообще все, как сейчас, а было чуть по-другому. Некоторые бумаги и активы падали из-за принудительного закрытия длинных позиций спекулянтов, а вот активы и бумаги по которым были большие "шорт" ("короткие") позиции у краткосрочных

спекулянтов - наоборот, росли из-за принудительно закрытия этих самых "шортов". Но сейчас это уже крайне редкое явление и по-настоящему активных шортселлеров, которые бы работали на коротких дистанциях (а не на дистанциях в годы) - можно встретить очень редко.

Подозреваю, что многие из вас в этом моменте начали чувствовать запах денег и нюх таки вас не обманул. Принудительные сокращения чужих позиций - это ОЧЕНЬ хорошо для тех, кого интересует покупка чего-то хорошего с хорошим дисконтом.

Собственно, когда я пишу эти строки, на некоторых акциях компаний, которые вполне нормально чувствуют себя в инфляционных условиях (примеры: Phillip Morris International, Coca Cola, Altria...) уже видны покупки тех, кто хочет этим дисконтом воспользоваться. По многим другим инфляционным активам - продолжается падение.

Сейчас мы опять увидим обострение дискуссии о том, наблюдаем ли мы временную высокую инфляцию или перманентную высокую инфляцию. Я немного коснулся уже этого вопроса в недавнем тексте - <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/4741/> - но я бы хотел обратить внимание, на то что на самом деле, большое значение имеет не только перманентность или временность инфляции, а еще два фактора:

- какого типа будет инфляция (я об этом уже тоже писал) - будет ли инфляция в основном "финансовых активов" (акции, недвижимость, хорошее образование, топовая медицина) или будет инфляция финансовых активов И ВДОБАВОК еще и самая банальная инфляция, в стиле "цены на бургеры, колу, масло, паркет, шины и так далее - обновили новый исторический рекорд".

- насколько агрессивно и насколько быстро центральные банки (прежде всего ФРС США) будет реагировать на этот инфляционный всплеск.

И вот этот "второй фактор" - связанный с реакцией ФРС по сути и становится эдаким "триггером" периодических коррекций, особенно остро проявляющихся в "акциях роста" из высокотехнологичного сегмента рынка, то есть многие бумаги из Nasdaq 100 плюс всякий токсичный мусор типа того трэша, который покупает в свои фонды [ARKK, ARKX...] известная любительница всего высокотехнологичного и идол хипстеро-инвесторов - Кэти Вуд. Логика таких распродаж (и она по-своему правильная, но неполная) примерно следующая: при росте инфляции ФРС будет вынужден поднять ставки, а при росте процентных ставок "акции роста", которые прожигают кредитные деньги, не платят дивидендов и зачастую не имеют прибыли, а только обещаний гигантских барышей "в далеком будущем" - вообще нафиг никому не будут нужны, и соответственно те, кто боятся этого сценария, стараются побыстрее от них избавиться, а дальше идет "цепная реакция", которую я описал выше.

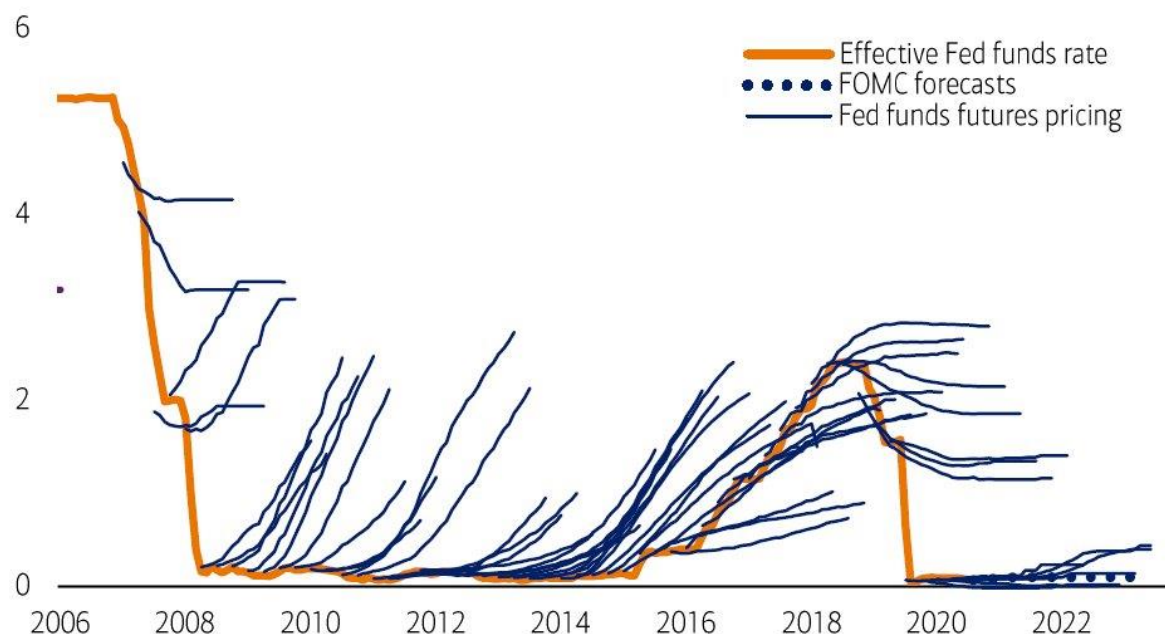
Неполнота этой логики (повторюсь: по сути - мышление правильное), заключается в том, что ФРС НЕ ХОЧЕТ и (главное) НЕ МОЖЕТ поднимать ставки, потому что при повышении ставок (мы это уже проходили в 2018-2019) вся закредитованная и зомбифицированная американская экономика отправится в глубочайший кризис, ибо как минимум 20% американских компаний - это так называемые компании-

зомби, которые не могут из прибыли даже платить проценты по уже набранным кредитам (и это при околонулевой ставке ФРС!). Соответственно, страх того что ФРС в ответ на рост цен или исходя из каких-то других соображений начнет поднимать ставки быстро-быстро и обвалит рынок, скорее всего - необоснован. Другое дело, что даже общего ожидания именно таких действий со стороны ФРС, может хватить для того чтобы сделать очень больно наиболее "мусорным" из модных высокотехнологичных компаний, то есть в случае условного **Virgin Galactic [SPB: SPCE]** для того чтобы "вышибить себе мозги" достаточно получить одну плохую новость о самой компании для массированного обвала котировок. Обращаю внимание: когда рынок ожидает что ставка ФРС будет низкой еще долго, то акции такого типа не особо реагируют на негативные корпоративные новости (вот реально полный игнор, даже если завод сгорит или компания провалит квартальный отчет), а вот когда часть участников рынка начинает опасаться повышения ставок ФРС в недалеком будущем, то в случае негативных новостей, акции таких «компаний роста» могут терять по 10-15% за день.

И еще один важный момент: через некоторое время вы увидите, что рынок (возможно даже ориентируясь на какие-то заявления каких-то чиновников из США/Евросоюза) начнет "прогнозировать" что ставку таки повысят, и тем самым обвалит рынок акций. Под "прогнозировать", я подразумеваю то что котировки фьючерсов на процентные ставки по доллару (может и по евро) будут показывать, ожидаемый подъем ставки, например в январе 2022 или дальнейший её рост... Это будет важная новость для инфополя, и с этим инфоповодом будут носиться всякие истерички-аналитики и так далее, а потому я заранее хотел бы показать вам один очень наглядный график про рыночную неэффективность и про то что участники рынка систематически недооценивают готовность ФРС США (я могу аналогичное и для других центральных банков найти, но лень) печатать бабло и держать ставки низкими. Вот посмотрите на эту восхитительную картину от исследовательского отдела Bank of America:

Exhibit 3: A long, sordid history of overestimating inflation

Fed funds rate and futures market implied rates



Source: BofA Research Investment Committee, Bloomberg

Синие линии на графике - это как раз "ожидания рынка по поводу ставок на доллар", начиная с 2006 и заканчивая 2022, а оранжевая линия - это реальная ставка ФРС за тот же период. Обращаю особое внимание на период 2008-2016, когда рынок был "постоянно на взводе" и ждал, что вот-вот ставку поднимут, а ее все не поднимали и не поднимали. Те, кто не хотел покупать акции (неважно какие - "роста" или "дивидендные" или "стоимостные") из-за опасений что "вот-вот ФРС обрушит рынок" - потеряли просто монументальную возможность заработать денег. В конце-концов ФРС таки попробовал повысить ставки, рынок, ну если считать по S&P 500 - обвалился на ~25% за квартал, и ФРС все немедленно закрутил назад - как видите на графике резкое снижение ставки началось еще задолго до ковида, а сама пандемия просто ускорила процесс.

Я вам это все рассказываю для того чтобы у вас, настолько насколько это вообще возможно, не возникало никакой нервной реакции на традиционные для российского инфополя (в котором каждый первый эксперт любит доллар больше родной матери и родины) крики о том, что "вот-вот ставку по доллару поднимут, рубль упадет, RTS упадет, S&P 500 упадет..." - а эти крики уже раздаются, и дальше будут только активизироваться, по мере того как в российское инфополе будут просачиваться различные западные аналитические материалы на тему якобы неизбежного скорого повышения ставок.

Не поймите меня неправильно, я считаю (и каждый кто меня давно читает знает это) что ФРС США, ЕЦБ и другие центральные банки действуют крайне деструктивным образом и экономике планеты уже сейчас от этого не очень хорошо, а дальше будет намного хуже, но моя задача заключается не в морализаторстве, а в зарабатывании денег, а также сохранении для следующего поколения моего клана покупательной способности тех денег, которые уже заработаны. А это в свою очередь означает: золото плюс акции компаний, которые могут безнаказанно повышать цены (и платят дивиденды) плюс страховочные опционы put и (опционально) забитый под завязку очень рискованными позициями спекулятивный портфель. Разговоры про то что "ФРС (Ротшильды, рептилоиды, Байден, Елизавета 2.0, Демократы, Клаус Шваб, Чубайс...) обвалит рынок и всем придет пинцет" - это "мозговой доширак со стрихнином".

Схема "финансовых репрессий" (financial repression) - то есть принудительного уничтожения покупательной способности сбережений населения и реальной ценности социальных обязательств перед населением всего западного мира (а если чуть не повезет то и КНР с Россией, ибо российские и китайские политики тоже могут делать такое) - работает прямо на ваших глазах с элегантностью повара, который на медленном огне варит лягушку. В этом нет никакой конспирологии. Просто за счет медленности процесса её мало кто хочет увидеть, а уж предпринимать какие-то меры - тем более. Лягушка при этом с умным видом рассуждает в телеке и телеграм-каналах о неизбежности повышения ставки ФРС, риске падения фондового рынка России/США и про то что Coca Cola по \$54 - это "что-то дорогое", а также подчеркивает что "среди российских компаний из сферы продовольствия все какие-то мутные и очень дорогие". Пожелаем лягушке удачи.

Разница между доходностью ваших сбережений и вашей личной инфляцией (в которую надо включить ожидаемые расходы на недвижимость для вас/детей и

обучение для вас/детей и медицинские услуги для вас/детей) - это тот расчет, через который можно понять дотянулись до вас "финансовые репрессии" или нет. Если разница отрицательная - ваша покупательная способность "сгорает" с каждым днем. Если положительная - поздравляю, вы молодец.

И последнее.

Между периодом 2008-2016 и нынешнем периодом "монетарного безумия" есть фундаментальная разница. В прошлый раз напечатанные деньги в основном оставались внутри финансовой системы, и генерировали в основном инфляцию финансовых активов, что было приятно для тех, кто инвестировал в акции/недвижимость (международную), но приводило к зомбификации экономики и резкому росту социального неравенства. Сейчас, благодаря усилиям Трампа и Байдена во время эпидемии, а также благодаря "зеленому безумию" в США и Евросоюзе, часть напечатанного бабла пойдет в реальную экономику, в реальный спрос и именно оно обеспечит то повышение инфляции, которое не закончится вместе с эпидемией. Сегодня я получил подтверждение этого тезиса. Посмотрите на новость:

"McDonald's Corp. заявила, что повысит заработную плату для сотрудников в ресторанах, принадлежащих компании, в США, и это один из свежих примеров компаний, увеличивающих заработную плату и льготы, поскольку они изо всех сил пытаются нанять работников. Гигант бургеров заявил в четверг, что повысит заработную плату для более чем 36 500 рабочих, работающих почасово, в среднем на 10% в течение следующих нескольких месяцев."

<https://www.wsj.com/articles/mcdonalds-raises-pay-for-u-s-restaurant-workers-11620907500>

Решение самой корпорации обязательно только для ее собственных ресторанов и не является юридически обязательным для владельцев макдональдсов, которые работают по франшизе (а таких 95%), но они вряд ли смогут долго держать старые зарплаты. Это маркер того, что весь рынок труда, как минимум в США, вероятно пройдет через переустановку цен в плане оплаты труда, а потом эти повышенные зарплаты отразятся как и в повышенном спросе на товары и услуги (что приведет к повышению цен), так и в прямом повышении цен со стороны компаний, которые вынуждены (из-за пособий Байдена) поднимать зарплаты в надежде привлечь работников.

У экономистов есть сленговый термин "клейкие зарплаты" или "клейкие цены", который отражает давно известный факт, что цены на продукты и услуги, а также зарплаты, очень редко снижаются после повышения, даже когда первоначальные причины для повышения вроде бы истекли.

Несколько практических соображений за базе вышеизложенного

1. Инфляция в США (и в мире в целом) - это, по крайней мере частично, НЕ ВРЕМЕННОЕ явление.

2. У пункта про инфляцию есть важное (!) последствие для российского инвестора и прошу заранее простить за неpolitкорректность: **импорт инфляции в Россию - неизбежен**. В принципе неизбежен. Российские власти могут частично этот процесс купировать, но не могут блокировать полностью. Более того, если они сделают еще одну глупость в стиле того что они делали в 2020 году - они не только полностью импортируют западную (мировую) инфляцию, они еще и к ней добавят российскую монетарную инфляцию. Я надеюсь, что этого не будет, но риск - есть.

Из-за этого из российских компаний, при прочих равных, я бы обращал внимание на экспортеров, и предъявлял бы очень повышенные требования в плане дивидендности/прибыльности к компаниям, у которых нет экспортных возможностей и/или у которых очень неприятное ценовое регулирование.

Объясняю на конкретном примере: если, во имя борьбы с инфляцией, в России запретят экспорт бензина, то для нефтяных компаний (у которых есть нефтепереработка и экспорт) это будет болезненно, но вероятно, временно - когда российский спрос все-таки будет удовлетворен, "оставшийся" бензин выпустят наружу. Аналогично с зерном и так далее.

А если государство начинает (в рамках борьбы с инфляцией) слегка душить продуктовый ритейл (Мишустин как бы немного намекнул в Думе совсем недавно) или начинает тормозить рост тарифов на электроэнергию или делать еще что-то с компанией, у которой вообще нет экспорта - то ей будет довольно больно. Причем если душить будут технично и осторожно, то у нее даже акции как следует не упадут, просто дивиденды и доходы будут расти (если будут) медленнее чем даже та куца (рассчитанная не на вашу потребительскую корзину) инфляция, которую фиксирует Росстат. **Оно вам точно надо? Нет, если цена подходящая, дивиденды жирные, менеджмент вам нравится так что вы готовы с ним в разведку пойти, а основной акционер вам симпатичен как личность - вопросов нет, а во всех остальных случаях предложил бы хорошо подумать.**

3. Выше по тексту было подчеркнуто, что даже какой-то коллективный рыночный страх по поводу роста ставок (по доллару, евро) может делать очень больно неприбыльным или просто уязвимым компаниям из "хайповых" высокотехнологичных секторов. У этой констатации есть важное практическое последствие: например, если очень хочется поучаствовать (сравнительно консервативно, а не спекулятивно) в перспективах водородной энергетики и вообще "водородной темы" (которая сейчас дико популярна), то выбирая между очень гипер-хайповым **Plug Power [NYSE: PLUG]** вместе с гипер-хайповым **Bloom Energy [NYSE: BE]** и условным **Газпромом** (который может экспортировать водород в ЕС лет через 4-5) или **Sinopec [SHA: 600028]** (который строит водородные заправки) или даже **Snam [OTC: SNMRY, OTC: SNMRF, Milan: SRG]** (который готовит транспортную систему под водород, то есть потенциальные "водородопроводы" или еще что-то в этом роде, вполне вероятно, что более вменяемой идеей в долгосрочной перспективе окажется как раз более скучная и не такая "чистая" компания. То есть, если очень хочется "водород", стоит взять кого-то из списка Газпром, Sinopec, Snam или **еще что-то в этом роде**, хотя бы по той простой причине что все они не являются чистыми "компаниями роста", и их не может прикончить изменение рыночных ожиданий по ставке.

Аналогично - во всех сегментах. Между условным гипер-растущим и хайповым и рекомендуемым российскими брокерами **Beyond Meat [NYSE: BYND, SPB:BYND]** и скуууучным (но прибыльным) **McDonald's [NYSE:MCD, SPB: MCD]** или любой из рисковых российских дивидендных компаний из агро-сегмента, особенно с экспортным потенциалом **[AGRO, GCHE...]**, (я много писал о них на проекте) - больше шансов пережить инфляцию, не откинуть коньки по дороге из-за слухов о росте ставки ФРС США, и еще порадовать дивидендами - как раз у "скучных и не сильно растущих".

На сегодня - все. Желаю приятного вечера и удачных инвестиций!

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