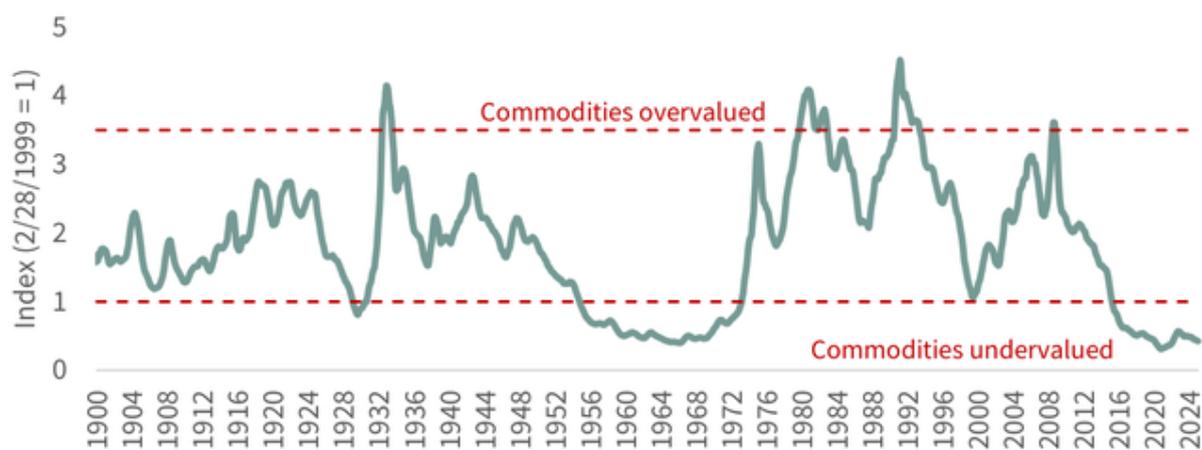


О СЫРЬЕВЫХ ТОВАРАХ, РЕЖИМАХ КЭРРИ-ТРЕЙДИНГА И ИЗМЕНЕНИЯХ В ГЛОБАЛЬНЫХ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ РЕЖИМАХ

Примечание редакции: Этот выпуск нашего ежеквартального письма имеет несколько иной формат. Мы считаем, что наше вступительное эссе особенно актуально и своевременно. Поэтому мы уделили этой теме больше времени и места, чем обычно. В этом квартале мы решили отказаться от других регулярных разделов, посвященных отдельным товарам. Не волнуйтесь - мы вернемся к ним в следующем выпуске. Мы также понимаем, что наши письма выходят все позже и позже каждый квартал. За счет переноса других разделов в выпуск за 1 квартал 25 года мы надеемся выпустить следующий номер раньше в этом квартале и вернуться к нашему оптимальному графику выпуска. Благодарим вас за интерес и понимание.

Мы считаем, что настало время покупать акции, связанные с природными ресурсами. История, с присущим ей драматизмом, показала, что сырьевые рынки не просто блуждают - они взлетают и падают в масштабных циклах, охватывающих десятилетия. За несколько лет цены могут вырасти в десятки раз, а затем рухнуть, подготовив сцену для следующего акта. Мы неоднократно публиковали график соотношения цен на сырьевые товары и акции, используя в качестве эталона промышленный индекс Доу-Джонса (DJI). Если не считать кратковременного падения, вызванного COVID, сырьевые товары сейчас недооценены по отношению к акциям, как никогда ранее. А теперь новые исследования показывают, что тенденция вот-вот изменится - долго дремавший «бычий» рынок природных ресурсов может снова активизироваться.

Рисунок 1 Соотношение сырьевых товаров и индекса Dow



Source: Bloomberg and G&R Models.

Два недавних события заставили нас вновь обратиться к этой актуальной теме. Первое - это ряд высказываний - тонких, но безошибочных - членов администрации Трампа, намекающих на то, что некоторые окрестили «соглашениями Мар-а-Лаго». Если эти намеки окажутся чем-то большим, чем просто риторика, мы можем стоять на пороге серьезных изменений в монетарном режиме. А история, как обычно, без сентиментальности напоминает нам, что каждый «медвежий» цикл на сырьевых рынках заканчивался именно таким потрясением. Мы не видим причин полагать, что в этот раз все будет иначе.

Если мы правы, то серьезные изменения в мировой валютной системе могут быть неизбежны. История предлагает четкий прецедент: каждый прошлый «бычий» рынок сырьевых товаров приводился в движение подобной сменой режима. Предлагаемые сейчас политические меры - намеренно или нет - скорее всего, приведут к тому же эффекту, вызвав очередной всплеск цен на сырьевые товары и акции компаний, добывающих природные ресурсы. Инвесторам стоит обратить на это внимание и соответствующим образом разместить свои портфели до того, как это событие произойдет.

Второе событие - это сильное впечатление, которое произвела на нас книга Ли, Ли и Колдирона " Подъем кэрри" (The Rise of Carry). Авторы анализируют так называемые «режимы переноса» - периоды, определяемые подавленной волатильностью и обилием кредитного плеча. Хотя в их анализе нет прямого указания на рынки природных ресурсов, мы не могли не провести связь. Длинные и драматичные циклы сырьевых товаров, похоже, неразрывно связаны с этими более широкими циклами «кэрри режима». Если наша интуиция подтвердится, то акции компаний, торгующих природными ресурсами, могут оказаться одним из немногих классов активов, способных защитить инвесторов от неизбежного разворота сегодняшней великой кэрри-торговли.

За последние 125 лет сырьевые товары пережили четыре периода экстремальной недооценки по сравнению с акциями. Первые три завершились в 1929, 1969 и 1999 годах - каждый из них ознаменовал начало эры, когда акции сырьевых компаний и

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

компаний, торгующих природными ресурсами, значительно опережали более широкий рынок.

Четвертый такой период начался в 2011 году и достиг двойного дна - сначала в 2016 году, а затем во время потрясений COVID в 2020 году. Примечательно, что, несмотря на сильное восстановление с тех пор, нам еще предстоит увидеть всю мощь следующего великого бычьего рынка сырьевых товаров. Но признаки налицо, картина знакома, и мы считаем, что точка перегиба уже близка.

История предлагает пример: каждая продолжительная фаза слабости сырьевых товаров проходила по одной и той же дуге. Начинается бум, который сначала привлекает капитал, а затем стимулирует резкий рост производства. Предложение неизбежно обгоняет спрос, и цены, некогда пребывавшие в эйфории, обваливаются, падая на 75 % и более в абсолютном выражении. Затем наступает период радикальной недооценки, создающий основу для следующего великого разворота. Мы уже видели это раньше и подозреваем, что увидим снова.

Первые три эпизода радикальной недооценки сырьевых товаров оказались исключительными точками входа для покупателей акций, связанных с природными ресурсами, как бы нелогично это ни казалось в то время. Даже в условиях обвала фондового рынка в 1929 году и последовавшей за ним Великой депрессии корзина акций сырьевых компаний, купленная на пике рынка летом того года, удвоила бы свою стоимость к 1940 году, в то время как индекс S&P 500 (SP500, SPX) томился на уровне половины своего прежнего максимума. В период с 1968 по 1980 год аналогичный портфель акций сырьевых компаний увеличился в пять раз, оставив в пыли лишь удвоение S&P 500. Акции, связанные с природными ресурсами, не только опережали инфляцию, но и приносили положительную реальную прибыль, в то время как более широкий рынок акций терпел убытки с поправкой на инфляцию. С 1999 по 2011 год история повторилась: акции сырьевых компаний снова выросли, значительно опередив S&P 500.

Каждый из этих периодов недооценки сырьевых товаров совпадал со спекулятивным ажиотажем на других рынках, обычно сосредоточенным на развивающихся технологиях. Бычий рынок 1920-х годов принадлежал акциям радиостанций: акции Radio Corporation of America (RCA) выросли в 300 раз - с \$1,50 в 1920 году до \$505 к 1929 году. В 1960-х годах это были полупроводники: акции Fairchild Camera and Instrument - прародителя Fairchild Semiconductor и Intel (INTC) - выросли с \$20 до \$200 за акцию. В конце 1990-х годов начался бум доткомов, олицетворением которого стала компания Cisco Systems (CSCO), взлетевшая почти в 1 200 раз и приносившая более 100 % годовых в период с 1990 по 2000 год. В последнее время доминирует «Великолепная семерка», а лидером является компания Nvidia (NVDA), акции которой с 2013 года выросли почти в 500 раз.

История не может не повторяться, и прошлые "медвежьи" рынки сырьевых товаров неизменно совпадали с рыночными маниями, сосредоточенными вокруг так называемых акций "одного решения" - ценных бумаг, чья привлекательность основывалась на единственном, слишком упрощенном инвестиционном обосновании. Это были акции, которые инвесторы якобы могли купить и держать вечно, не

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

подверженные оценочным проблемам и экономическим циклам, по крайней мере, до тех пор, пока реальность не начнет влиять на них.

Первым примером стали «Ревущие двадцатые»: широкое и буйное ралли, в ходе которого сработала практически любая инвестиционная стратегия - за исключением, конечно, покупки акций природных ресурсов. В 1960-х годах начался бум конгломератов, когда компании с большим числом акций использовали свои дорогостоящие акции в качестве валюты для приобретения компаний с меньшим числом акций. Благодаря финансовой ловкости рост прибыли приводил к тому, что стоимость акций росла все выше и выше по самоподдерживающейся спирали - до тех пор, пока этот эффект не разрушился. Впоследствии «Nifty Fifty», коллекция акций «голубых фишек», которые инвесторы покупали на веру, независимо от цены, стала квинтэссенцией «акций одного решения» - если вы их купили, то никогда не сможете продать.

1990-е годы, конечно же, принадлежали пузырю доткомов. Простое добавление «.com» к названию компании могло привести к резкому росту ее акций, а аналитики придумывали сложные обоснования для оценки компаний, не имеющих дохода, как будто они были следующей General Electric. В последнее время в центре внимания оказались гипермасштабируемые компании - технологические гиганты, которые захватили непропорционально большую долю рыночного прироста. Тем временем инвестиционный ландшафт резко отклонился от активного управления в сторону пассивных ETF, что еще больше усилило концентрацию капитала в горстке акций с крупными капиталами.

Каждый длительный период низкой эффективности сырьевых товаров происходил на фоне исключительно мягких условий кредитования. Во второй половине 1920-х годов Соединенные Штаты впервые приступили к эксперименту по количественному смягчению. Бенджамин Стронг, в то время управляющий Федеральным резервным банком Нью-Йорка, расширил баланс ФРС - не для поддержки процветающей национальной экономики, а чтобы поддержать испытывающий трудности британский фунт, все еще отягощенный инфляцией и долгами Первой мировой войны.

В 1960-х годах наблюдалась другая форма избыточности. Правительство США имело постоянный дефицит, пытаясь финансировать войну во Вьетнаме и амбициозную программу социальных расходов внутри страны без соблюдения фискальной дисциплины. В свою очередь, 1990-е годы были отмечены так называемым "путём Гринспена" - периодом, когда председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспен придерживался агрессивной аккомодационной монетарной политики даже в условиях активного развития экономики.

После глобального финансового кризиса вмешательство Федеральной резервной системы еще более усилилось. В результате серии программ количественного смягчения баланс ФРС увеличился с \$900 млрд в 2007 году до \$9 трлн к 2022 году - масштаб денежной экспансии, не имеющий исторических прецедентов.

Во время каждого из этих эпизодов «легкие деньги» подталкивали фондовый рынок к уровням, которые иначе были бы недостижимы. Резкий рост стоимости, подпитываемый избытком ликвидности, приводил к тому, что огромные суммы

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

капитала направлялись в наиболее быстрорастущие сектора рынка, в то время как инвестиции вытеснялись из реальных активов, сырьевых товаров и акций, связанных с природными ресурсами. В результате вес этих секторов на рынке неуклонно снижался. В период с 1926 по 1929 год доля акций энергетических и сырьевых компаний на американском рынке сократилась вдвое - с 22 % до 11 %. Та же картина наблюдалась и в период послевоенного бума: их вес снизился с 29 % в 1957 году до 14 % к 1970 году. С 1980 года - пикового момента для акций ресурсных компаний - их доля сократилась с 34 % до менее 5 % к 2000 году. В последнем цикле все пошло по тому же сценарию: с максимумов 2008 года до самого дна распродажи, вызванной COVID в 2020 году, энергетические и сырьевые акции снизились с 17 % в S&P 500 до исторического минимума всего в 2,1 %. Хотя с тех пор они несколько восстановились, их присутствие на рынке остается незначительным - всего 3,4 %.

Исторически каждый «медвежий» рынок сырьевых товаров заканчивался непредвиденным изменением глобального монетарного порядка. Эти так называемые события «черного лебедя» служили необходимым механизмом для исправления растущих перекосов в мировой финансовой системе и изменения цен на реальные активы. За каждым из этих сдвигов неизменно следовала значительная девальвация доллара США (USDOLLAR, DXY) по отношению к золоту.

Медвежий рынок сырьевых товаров 1920-х годов пришел к своему неизбежному завершению, когда классический золотой стандарт был отменен. Во время Первой мировой войны большинство европейских стран приостановили золотое обеспечение своих валют для финансирования военных действий, что привело к перекосу в денежно-кредитной сфере, на устранение которого ушло более десяти лет. После заключения Версальского договора в 1919 году многие из этих стран предприняли напряженные попытки вернуть свои валюты к довоенному золотому паритету, причем лидировала в этом Великобритания. Будучи канцлером казначейства, Уинстон Черчилль провел ряд болезненных дефляционных мер по укреплению фунта стерлингов - это решение он позже назовет самым большим сожалением в своей карьере. Джон Мейнард Кейнс, в свою очередь, громко возражал, но его предупреждения остались без внимания.

Тем временем по другую сторону Атлантики глава Федеральной резервной системы Бенджамин Стронг попытался поддержать британскую валюту, ослабив доллар, расширив баланс ФРС в первом реальном эксперименте с американским денежным интервенционизмом. Однако попытка в конечном итоге провалилась. Внезапная смерть Стронга в 1928 году привела к быстрому отказу от его политики, ужесточив условия кредитования как раз в тот момент, когда рыночный дисбаланс достиг своего пика - резкий сдвиг, способствовавший началу Великой депрессии. К 1929 году классический золотой стандарт, который управлял международной валютной системой со времен окончания Наполеоновских войн, был фактически мертв. В 1932 году Франклин Рузвельт взял дело в свои руки, объявив частную собственность на золото в США вне закона, а затем быстро девальвировал доллар на 40 %, подняв официальную цену золота с \$20,67 до \$35 за унцию.

Следующий великий «медвежий» рынок сырьевых товаров в 1960-х годах закончился крахом Бреттон-Вудской системы. После Второй мировой войны Соединенные Штаты создали новую международную валютную систему, привязав

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

доллар к золоту по цене \$35 за унцию, а другие валюты, в свою очередь, привязали к доллару. Такая схема продержалась два десятилетия, но к концу 1960-х годов постоянный дефицит американских расходов, вызванный войной во Вьетнаме и амбициозными внутренними программами, заставил иностранные правительства все чаще обменивать свои доллары на золото. В 1968 году давление усилилось, что вынудило президента Линдона Джонсона вмешаться в ситуацию. Он попытался остановить отток средств, призвав Конгресс отменить законодательное требование, согласно которому доллар должен быть обеспечен золотыми запасами не менее чем на 25 %. Вместо того чтобы стабилизировать систему, этот шаг лишь усилил ожидания девальвации, вызвав дальнейший рост международных цен на золото. В 1971 году, когда система оказалась на грани краха, президент Никсон нанес окончательный удар: закрыл «золотое окно» и прекратил конвертацию доллара в золото. Бреттон-Вудской системы больше не существовало, и в течение следующего десятилетия стоимость доллара по отношению к золоту рухнула на 95 %.

В 1990-х годах в Восточной Азии начался период безудержного роста, вызванного экспортным бумом и бурным притоком капитала. Многие из этих стран поддерживали фиксированные обменные курсы по отношению к доллару США - стратегия, которая хорошо работала до тех пор, пока иностранный капитал продолжал вливаться в страну. Подразумевалось, что в случае внезапного оттока капитала США и Международный валютный фонд (МВФ) вмешаются, предоставив долларовые своп-линии для поддержания стабильности. Это понимание подверглось испытанию в июле 1997 года, когда Таиланд, будучи не в состоянии защитить свою валюту, отказался от долларовой привязки. Это решение вызвало бурный отток спекулятивного капитала из валют развивающихся рынков. Несмотря на предыдущие заверения, США и МВФ отказались от поддержки, и возникшая в результате этого реакция потрясла мировые рынки. В течение шести месяцев тайский бат рухнул на 58 %, а индонезийская рупия - на 85 % в период с 1997 по 1998 год.

Кризис заставил провести болезненную, но необходимую корректировку. Страны с развивающимися рынками, не имея возможности рассчитывать на внешнее вмешательство, ревальвировали свои валюты на гораздо более низкие уровни, чтобы восстановить конкурентоспособность экспорта и поправить торговые балансы. Результаты оказались драматичными: Дефицит счета текущих операций Таиланда, который в 1996 году составлял 8% ВВП, к 1998 году вырос до 12,5%. Это ознаменовало начало нового глобального валютного порядка, который экономический историк Рассел Напьер позже окрестил «режимом без имени». В рамках этой системы, сохраняющейся и по сей день, США постоянно имеют значительный дефицит торгового баланса, а страны с положительным сальдо накапливают доллары и вкладывают их в казначейские облигации, что способствует постоянному росту долга и дефицита США.

За 25 лет после кризиса международные и иностранные инвесторы увеличили свои запасы казначейских облигаций США на сумму \$7,5 трлн. В то же время золото, которое долгое время служило барометром доверия к денежно-кредитным режимам, выросло в восемь раз в период с 1999 по 2011 год, что отражает эффективную девальвацию доллара по отношению к золоту на 86 %.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Мы давно считаем, что нынешний период недооценки сырьевых товаров в конечном итоге завершится фундаментальным сдвигом в глобальном монетарном порядке. До недавнего времени мы ожидали, что этот сдвиг произойдет в странах BRIC. Китай, в частности, возглавил усилия по уходу от доллара в двусторонних торговых расчетах, постепенно снижая свою зависимость от американской валюты. К прошлому году около 10 % всей международной торговли уже вышло за рамки долларовой системы - тихий, но явный признак перемен.

Однако в последнее время наше мнение изменилось. Мы считаем, что катализатором дедолларизации могут стать не внешние факторы, а сами Соединенные Штаты. Вместо того чтобы отказаться от роли доллара как мировой резервной валюты, политики, похоже, намерены усилить ее, проведя ряд масштабных реформ, которые в СМИ стали называть "соглашениями Мар-а-Лаго". Подробности остаются скудными, но и министр финансов Бессент, и председатель Совета экономических консультантов Миран намекнули на их возможную структуру. Вкратце, ожидается, что реформы будут включать в себя переоценку золотого запаса Федеральной резервной системы, реструктуризацию части государственного долга и введение тарифного режима, призванного определить то, что Миран называет «глобальным содружеством» союзных государств. Вопрос о том, будут ли эти меры успешными, остается открытым, но нет сомнений в том, что они представляют собой фундаментальный слом существующей глобальной валютной системы.

В октябре этого года на Дне инвестора в Нью-Йорке у нас была возможность взять интервью у Нила Хау, автора книги «Четвертый поворот». В своей книге Хау описывает 80-100-летний цикл американской истории, в котором институциональные структуры периодически разрушаются и восстанавливаются в ответ на глубокие кризисы. Он утверждает, что в настоящее время мы находимся в разгаре одного из таких поворотов, последний из которых достиг своего апогея во время Второй мировой войны. В этих рамках президент Трамп, секретарь Бессент и Миран предстают не как продолжатели дела, а как фигуры радикальной институциональной трансформации и разрушения.

Исторически подобные изменения приводили к периоду опережающего роста сырьевых товаров по сравнению с более широким рынком.

Но это касается не только инвесторов в сырьевые товары. По мере того как мы размышляли над книгой "Подъем кэрри", стало очевидно, что "медвежий" рынок сырьевых товаров - это лишь одна из граней гораздо более широкого цикла - режима кэрри. Авторы иллюстрируют, как «пузыри» кэрри проникают в каждый класс активов, создавая ложное ощущение диверсификации. На самом деле большинство инвесторов невольно удвоили свою подверженность сделкам с переносом активов, что делает их опасно уязвимыми к развороту. Последний случай произошел в 2022 году, когда индекс S&P 500, индекс облигаций Bloomberg U.S. и индекс всех хедж-фондов Bloomberg снизились от 6 до 28 %, продемонстрировав, насколько глубоко укоренился рынок carry trade.

Чтобы получить реальную защиту от разворота «кэрри», инвесторы должны активно искать возможности выхода за пределы режима «кэрри». События 2022 года являются полезным примером. В то время как большинство классов активов пострадали, акции энергетических компаний в S&P 500 выросли на 65 %, хотя более

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

широкий индекс упал почти на 20 %. Урок очевиден: когда цикл разворачивается, потоки капитала резко меняются, и те, кто правильно позиционирует себя, получают выгоду.

Что именно представляет собой кэрри режим? Авторы книги "Подъем кэрри" начинают с самого классического примера: заимствование средств в валюте с низкой процентной ставкой - как правило, в японской иене - и инвестирование в экономику с более высокой доходностью, например в Австралию. Пока иена не слишком сильно дорожает по отношению к австралийскому доллару, инвестор получает положительный доход от «кэрри» - разницу между стоимостью заимствования и доходностью инвестиций. Исследования показали, что хеджирование будущего валютного риска может создать, казалось бы, устойчивый арбитраж.

Однако Ли, Ли и Колдирон делают важное наблюдение: многие инвестиции, которые традиционно не считаются сделками «carry trades», имеют те же фундаментальные характеристики и функционируют примерно так же. Они расширили определение carry trade, включив в него любые инвестиции, которые опираются на кредитное плечо и структурно короткие по волатильности. Основной принцип прост: пока сохраняются начальные условия, а именно, волатильность остается низкой, инвестиции приносят стабильный положительный ожидаемый доход. В случае с классическим «кэрри» между иеной и Австралийским долларом, сделка будет прибыльной до тех пор, пока обменный курс остается в рамках ожиданий. Если завтрашний день будет похож на сегодняшний, ставка окупится.

Но здесь кроется опасность. Во время длительных периодов низкой волатильности в эти сделки вливается капитал, усиливая предполагаемый арбитраж и подталкивая цены активов к росту. Чем больше денег вливается в эти сделки, тем больше в конечном итоге искажается оценка, и тем более опасным становится ралли. Учитывая высокий уровень заемных средств в таких сделках, сдувание пузыря зачастую происходит стремительно. Трейдеры уже давно называют керри-трейды сродни "подбиранию копеек перед паровым катком" - стратегией, которая приносит стабильную и скромную прибыль, пока условия остаются стабильными, но которая катастрофически разрушается, как только вновь появляется волатильность.

Любой крупный пузырь короткой волатильности с кредитным плечом приводит к ряду вполне предсказуемых последствий. Во-первых, огромный объем капитала, гонящегося за стратегиями короткой волатильности, подавляет саму волатильность. Чем больше инвесторов входит в рынок, тем сильнее вчерашняя сделка продолжает работать сегодня, создавая самоусиливающийся цикл. Капитал вливается в импульсные стратегии, вознаграждая размер, а не стоимость. Акции с крупной капитализацией, которые привлекают наибольший приток средств, опережают более мелкие компании. Стоимостное инвестирование, которое зависит от возможного признания ошибочной оценки, отстает от инвестирования в рост, которое процветает благодаря тому, что инвесторы экстраполируют недавний успех далеко в будущее. Премии за риск снижаются, поскольку волатильность остается низкой, в результате чего доходность по всем классам активов достигла исторически низких уровней. По мере снижения премий за риск по акциям цены на активы резко растут, подпитывая беспрецедентную гиперфинансализацию. Капитализация фондового рынка растет темпами, значительно опережающими темпы роста экономики. Эту уникальную рыночную структуру - такую,

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

где кредитное плечо, сжатые премии за риск и концентрация капитала определяют инвестиционный ландшафт, - авторы называют "кэрри-режимом".

Ли, Ли и Колдирон сосредоточились на самом последнем таком режиме, который установился после мирового финансового кризиса. С тех пор как S&P 500 достиг дна в марте 2009 года, он продемонстрировал необычайно высокие темпы роста (CAGR) в 16,3 % в год - почти в три раза больше, чем 5,7 % CAGR, наблюдавшиеся в период с 1927 по 2009 год. Волатильность систематически подавлялась, а стандартное отклонение месячной доходности было почти на 25 % ниже, чем за предыдущие 82 года. Оценка стоимости акций выросла, что привело к снижению доходности, а спред между коэффициентом P/E по шкале Кейса-Шиллера и безрисковой ставкой сократился на 82 %, с 7,3 % до всего 1,2 %, поскольку доходность по всем классам активов сблизились.

В таких условиях «покупка падения» стала не просто торговой стратегией - она превратилась в догму. Торговля короткой волатильностью оказалась удивительно прибыльной, прервавшись лишь на короткое время из-за шока «vol-mageddon» в 2018 году. Как и все кэрри-режимы, этот опирался на большой кредитный ресурс. К 2020 году долг с отрицательной доходностью вырос до \$18 трлн. Маржинальные кредиты, являющиеся прямым показателем рыночного рычага, выросли со \$120 млрд в 2009 году до \$500 млрд к 2021 году. Условия были хрестоматийными: бум с низкой волатильностью и высоким уровнем заемных средств, который, как и его предшественники, в конечном итоге должен был достичь своего предела.

Кэрри-режимы создают мощную обратную связь, постоянно привлекая все больше капитала в торговлю и позволяя ей расширяться далеко за пределы фундаментальных ограничений. Конечным результатом стала беспрецедентная гиперфинансирование, в результате которой рынки государственных акций США раздулись до более чем 200 % ВВП - самого высокого уровня в истории.

По мере того как капитал устремлялся в сделки с активами, доходность акций становилась все более концентрированной среди крупнейших победителей. Дешевое финансирование и подавленная волатильность вознаградили успех еще большим успехом, подтолкнув самые сильные акции еще выше. В результате на крупнейшие 10 % акций по капитализации теперь приходится ошеломляющие 75 % всего рынка - самый высокий уровень концентрации за последнее столетие.

Стратегии момента процветали, отвлекая капитал от активного управления в пассивные стратегии. По мере того как крупнейшие акции рынка продолжали неуклонно расти, они становились все более доминирующими в индексах, взвешенных по капитализации, что еще больше укрепило их позиции. Это, в свою очередь, усложнило задачу активных управляющих, что усилило привлекательность пассивного инвестирования. Цикл развивался сам по себе: превосходство пассивных стратегий привлекало еще больший приток средств, поддерживая торговлю импульсами. Триллионы долларов, которые когда-то вливались в активно управляемые взаимные фонды, вместо этого перетекали в пассивные ETF, что еще больше ускорило сдвиг и усилило концентрацию лидерства на рынке.

Кэрри-режим будет расширяться настолько, насколько он будет работать, независимо от фундаментальных показателей. Поскольку он отвлекает капитал,

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

игнорируя фундаментальную стоимость, он неизбежно неверно оценивает риск и искажает распределение капитала. Эти искажения приводят к структурным дисбалансам. Одним из наиболее заметных является то, что сочетание дешевого капитала и подавленной волатильности приводит к тому, что инвесторы присваивают более высокую оценку денежным потокам с длительным сроком погашения и неопределенностью. В результате, в отличие от исторических норм, в условиях кэрри-режима акции роста обычно превосходят акции стоимости. В результате непропорционально большую выгоду получают высокомультипликативные, быстрорастущие и долгосрочные активы, в то время как материальные активы - сырьевые товары и акции, связанные с природными ресурсами, - остаются без капитала.

По мере бегства капитала показатели акций сырьевых и природных ресурсов снижаются, что усиливает пренебрежение к ним. Моментумные стратегии усугубляют тенденцию, заставляя эти акции падать еще ниже. Хедж-фонды, видя легкую сделку, открывают короткие позиции. Когда естественных покупателей остается мало, цены падают.

Распространение альтернативных инвестиций - в первую очередь хедж-фондов и частных акций - является одновременно симптомом и катализатором кэрри-режима. Хедж-фонды являются ключевыми агентами этой системы благодаря своей структуре вознаграждения: управляющие получают процент от прибыли по инвестициям, но не несут аналогичного наказания за убытки. Такая асимметрия стимулирует стратегии на основе короткой волатильности. Пока завтрашний день похож на сегодняшний, они получают сверхнормативные прибыли, не ожидая, что они будут компенсированы, когда наступит неизбежный шок. Провал Long-Term Capital Management в 1998 году остается квинтэссенцией того, как хедж-фонды тяготеют к стратегиям короткой волатильности с использованием заемных средств и еще больше укрепляют их.

Фонды прямых инвестиций являются еще более непосредственными участниками кэрри-режимов. Вся бизнес-модель фондов зависит от привлечения огромных сумм дешевого долга для приобретения компаний. До тех пор пока стоимость капитала остается низкой, а рыночные условия стабильными, они могут получать прибыль выше рыночной, извлекая при этом огромные комиссионные. До тех пор пока цикл сохраняется, прибыль огромна, но, как и все другие сделки с активами, стратегия опирается на мир, который не меняется.

Вместо того чтобы обеспечить диверсификацию, многие альтернативные инвестиции фактически усиливают подверженность инвестора кэрри-режиму. Во время разворота кэрри-режима - последний раз это произошло в 2022 году - эти якобы некоррелированные активы часто обваливаются в тандеме, обнажая свои скрытые связи. То, что раньше считалось хеджем, оказывается всего лишь еще одним проявлением той же самой торговли.

Акции, связанные с природными ресурсами, напротив, в значительной степени существуют вне кэрри-режима. В отличие от долгосрочных и быстрорастущих активов, они не вызывают массового притока капитала в периоды подавленной волатильности и дешевого финансирования. Как только они начинают показывать низкие результаты, они приобретают характеристики, наименее желательные в кэрри-режиме: стоимость и отрицательный импульс. В результате они систематически испытывают недостаток

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

капитала. Однако, когда цикл разворачивается, их оторванность от преобладающего финансового режима может стать редким преимуществом. Во время «разворота» 2022 года энергетика была одним из двух секторов, показавших рост, взлетев на 65 %, в то время как более широкий индекс S&P 500 упал.

Ли, Ли и Колдирон посвятили большую часть книги «The Rise of Carry» анализу нынешнего рыночного цикла, лишь вскользь коснувшись прошлых режимов. Однако наши исследования показывают, что предыдущие периоды крайней недооценки сырьевых товаров - конец 1920-х, 1960-е и 1990-е годы - сопровождалась крупными «пузырями». Историческая закономерность очевидна: каждая эпоха финансовых излишеств, вызванных использованием кредитного плеча и подавлением волатильности, в конце концов наступала расплата, и каждая расплата знаменовала собой поворотный момент для сырьевых товаров.

Мы выделили четыре различных кэрри-режима, за каждым из которых следовал резкий откат. Первый из них развивался с января 1927 года по август 1929 года и завершился жестоким спадом, продолжавшимся до июня 1932 года. Второй начался в июле 1962 года и продолжался до ноября 1968 года, а его спад продлился до сентября 1974 года. Третий возник в ноябре 1990 года и продолжался до августа 2000 года, после чего рухнул в результате распродажи, затянувшейся до сентября 2002 года. Последний кэрри-режим начался в марте 2009 года и продолжается до сих пор. Проанализировав почти столетнюю историю рынка, мы обнаружили, что кэрри-режимы доминировали 35 % времени, откаты - 11 %, а на долю некэрри-рынков - промежуточных периодов - приходилось оставшиеся 54 %.

Выявилась поразительная закономерность: предыдущие кэрри-режимы имели большое сходство с сегодняшней динамикой рынка.

В среднем S&P 500 демонстрировал более высокую доходность в периоды кэрри-режимов, вырастая на 1,4 % в месяц по сравнению с 0,8 % в периоды без кэрри. Однако развороты были жестокими: индекс падал в среднем на 2 % в месяц.

Стоимостное инвестирование, традиционно являющееся основным инструментом на длинных временных горизонтах, значительно сократило свое преимущество в кэрри-режимах. Согласно набору исторических данных профессора Френча, стоимостной фактор превосходил индекс на 43 базисных пункта в месяц в периоды без кэрри-режимов, но всего лишь на 8 базисных пунктов в месяц в периоды с кэрри-режимами. Когда сделки по переносу активов разворачивались, стоимость значительно превосходила стоимость, поскольку акции с высоким мультипликатором роста рушились.

Аналогичная тенденция наблюдалась и в акциях с малой капитализацией. В периоды без кэрри-режимов их доходность составляла 31 базисный пункт в месяц, но во время кэрри-режимов это преимущество сократилось всего до 11 базисных пунктов. Когда наступал период разворота, акции компаний с малой капитализацией снижались на 21 базисный пункт в месяц, что, вероятно, было вызвано волной банкротств среди наиболее закредитованных компаний.

Доходность акций последовательно снижалась во время прошлых кэрри-режимов. Средний спред между доходностью акций и ставками Казначейства упал до 2,4 % по

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

сравнению с 6,0 % в периоды отсутствия кэрри, поскольку инвесторы повышали цены на активы, а премии за риск снижались.

Моментум, напротив, процветал в кэрри-режимах. В такие периоды его доходность составляла 1,27 % в месяц по сравнению с 0,48 % в периоды без кэрри, поскольку капитал продолжал гнаться за предыдущими победителями.

Еще одной отличительной чертой кэрри-режимов была гиперфинансализация. Капитализация американского фондового рынка в эти периоды достигала в среднем 120 % ВВП, в то время как в условиях отсутствия кэрри она составляла всего 58 %.

Подавление волатильности было широко распространено. Крупные просадки более чем на 10 % по индексу S&P 500 были более мягкими и быстрее восстанавливались в периоды кэрри-режимов, в среднем на 17 % с последующим отскоком через 339 дней. В отличие от этого, в периоды без кэрри средняя просадка составляла 25 %, а на восстановление требовалось 817 дней.

Примечательно, что кульминацией каждого прошлого кэрри-режима становилась масштабная переоценка рисков, за которой следовал резкий откат, приносивший инвесторам большие потери. И в каждом случае крах цикла совпадал с началом периода устойчивого роста цен на природные ресурсы, который длился годами.

Кэрри-режимы имеют свойство поддерживать себя - до тех пор, пока они этого не перестают делать. Они работают как хорошо смазанная машина, плавно и предсказуемо, привлекая все больше капитала, подпитывая одни и те же сделки и усугубляя дисбаланс. Цикл нарастает, усиливая искажения, пока огромная масса неправильного распределения капитала не начинает напрягать саму инфраструктуру мировой финансовой системы. В какой-то момент давление становится слишком сильным, и система вынуждена резко измениться. Этот момент - точка перелома - знаменует собой начало сворачивания кэрри-режима.

Кэрри-режимы процветают за счет непрерывности. Пока завтрашний день похож на сегодняшний, торговля продолжается, кредитное плечо растет, а прибыль накапливается. Но когда глобальный валютный порядок меняется, завтрашний день выглядит радикально иначе. Внезапно фундамент, поддерживавший годы стабильного роста с низкой волатильностью, рушится, вынуждая к резкому сворачиванию позиций с заемными средствами.

История ясно показывает эту закономерность. Каждое предыдущее сворачивание позиций совпадало с фундаментальными преобразованиями в денежной системе. Крах классического золотого стандарта в 1929 году, распад Бреттон-Вудской системы в 1968 году и принудительная реорганизация привязки валют развивающихся рынков в 1998 году - все они послужили катализаторами. Каждый из них ознаменовал конец эры искусственной стабильности и начало разворота.

Недавние высказывания президента Трампа, министра финансов Бессента и Мирана говорят о том, что мы, возможно, приближаемся к очередному такому моменту расплаты. Каждый из них по-своему указал на усиливающиеся перекосы в нынешней денежной системе и растущие дисбалансы, угрожающие ее стабильности. Бессент, в частности, недвусмысленно указал на необходимость решения проблемы

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

«водопровода» финансовой системы в качестве средства восстановления равновесия - признание того, что нынешняя система не просто напряжена, но и неустойчива.

В совокупности эти сигналы не оставляют сомнений: существенное изменение глобального валютного порядка не только возможно, но и все больше выходит на первый план в повестке дня администрации. Какую именно форму примут эти изменения, пока неясно, но история говорит нам, что когда политики начинают открыто ставить под сомнение статус-кво, это означает, что статус-кво уже находится в состоянии ожидания.

Пока все еще находится на ранних стадиях, но, по слухам, рамки того, что СМИ окрестили «Соглашениями Мар-а-Лаго», начинают обретать форму. Судя по комментариям министра финансов Бессента, в центре разрабатываемого плана - реорганизация глобальной торговли и финансовых отношений на отдельные уровни, где страны сортируются в зависимости от их валютной политики, торговых соглашений и альянсов в сфере безопасности. Согласно этой системе, страны, считающиеся «дружественными», будут иметь безтарифный доступ к американскому рынку и широкий доступ к долларovým линиям ликвидности. Тарифы, вместо того чтобы быть строго карательными, будут выполнять функцию экономической границы, определяя, находится ли та или иная страна внутри блока, на его периферии или полностью за его пределами.

Еще один ключевой компонент плана, о котором ходят слухи, включает реструктуризацию казначейского долга США. Гере обсуждал возможность выпуска 50-летних нерыночных казначейских облигаций, которые не будут свободно торговаться, но могут быть проданы обратно правительству США или заложены в качестве залога - предположительно по номиналу - под кредиты репо во время финансовых проблем. Нетрудно представить, что участие в этой системе со временем может стать обязательным условием для включения в новый торговый блок.

Пожалуй, самым важным элементом, который обсуждается, является потенциальная переоценка золотого запаса Федеральной резервной системы. В соответствии с законодательством, которое было принято еще при президенте Рузвельте, ФРС была вынуждена в 1934 году сдать золото в Казначейство в обмен на бумажные долговые обязательства. Этот актив остается на балансе ФРС по фиксированной цене в \$42 за унцию с 1973 года - разительный контраст с текущей рыночной ценой золота в \$2 900 за унцию. Имея простое большинство в Конгрессе, Федеральная резервная система может переоценить эти запасы, мгновенно увеличив свои балансовые активы примерно на \$800 млрд. Эта нереализованная прибыль от прироста капитала поступит на счет акций ФРС, более известный как Общий счет Казначейства, что создаст немедленное вливание ликвидности в размере \$800 млрд, не требующее посредничества коммерческих банков. Такой маневр мог бы также компенсировать укрепление доллара, которое может сопровождаться повсеместным введением тарифов.

Несмотря на то, что эти предложения пока носят спекулятивный характер, их очертания предполагают кардинальную перестройку глобальной финансовой и торговой системы, которая ознаменует собой самый значительный сдвиг в денежно-кредитной политике США с момента закрытия «золотого окна» в 1971 году.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Каждая из предложенных мер направлена на одно: подтвердить доминирующее положение доллара в качестве неоспоримой мировой резервной валюты. В то время как страны BRIC неуклонно добиваются дедолларизации, Бессент, похоже, преследует нечто гораздо более амбициозное - масштабную "редолларизацию", которая стремится вновь укрепить глобальную финансовую систему вокруг американской валюты с помощью совершенно нового набора стимулов.

Увенчаются ли усилия администрации успехом, сказать невозможно. Но в рамках нашей концепции успех или неудача любой отдельной политики может быть не столь важна. Несомненно то, что соглашения в Мар-а-Лаго представляют собой наиболее значительные изменения в мировой валютной системе с момента заключения Бреттон-Вудского соглашения в 1945 году. Бессент и Миран говорят о мировом финансовом «водопроводе» в более радикальных выражениях, чем все, что можно было услышать за последние десятилетия, сигнализируя о том, что на самом высоком уровне активно рассматривается вопрос о серьезном отказе от статус-кво.

Похоже, мир движется к фундаментальным изменениям как в глобальной валютной системе, так и в геополитическом порядке. Это именно тот момент, который предсказывает концепция четвертого поворота Нила Хау: период глубоких институциональных потрясений, которые меняют экономические и политические структуры. Для инвесторов, работающих в рамках кэрри-режима, послание ясно: завтрашний день вряд ли будет похож на вчерашний. Именно такие моменты в истории совпадают с размыванием масштабных финансовых дисбалансов. Они также предшествовали длительным циклам роста цен на сырьевые товары и природные ресурсы.

Когда наступит завтра? Если наша интуиция верна, администрация действует в условиях жесткого дефицита времени. Скорее всего, они должны прояснить свои планы к лету - до того, как политический календарь возьмет верх и промежуточные выборы 2026 года начнут доминировать в национальных разговорах. Гэт дает им несколько недель, а может быть, и месяцев, чтобы подготовить необходимую базу.

Впервые с тех пор, как мы начали анализировать товарные циклы, в ближайшей перспективе, похоже, появится важный катализатор.

История говорит нам, что все эти переходы - каждый из них - были отмечены девальвацией доллара по отношению к золоту. И если золото - это канарейка в угольной шахте, то оно уже громко поет. За год этот металл вырос на 35 %, а с начала года - уже на 11 %. Возможно, своим тихим и недвусмысленным способом золото сигнализирует о том, что мы быстро приближаемся к переломному моменту.

Инвесторам стоит обратить на это внимание. Активы, которые процветали в условиях кэрри-режима, вряд ли будут эффективны на следующем этапе. Настоящая диверсификация будет крайне необходима. Акции, связанные с природными ресурсами, после сильного трехлетнего роста в последние месяцы демонстрировали смешанную динамику. Но если верить истории, это может быть последняя возможность для покупки перед тем, как кэрри-режим разрушится и сырьевые товары вступят в следующую эру роста.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Обзор рынка природных ресурсов за четвертый квартал

В четвертом квартале сырьевые товары продемонстрировали смешанную динамику, преодолевая стечение макроэкономических факторов. Продолжающиеся слабые экономические данные из Китая, избрание Дональда Трампа и последовавший за этим резкий рост курса доллара США создали значительные препятствия для многих сырьевых товаров. Нефть и природный газ - как в Северной Америке, так и во всем мире - продемонстрировали устойчивость, в то время как цветные и драгоценные металлы испытывали трудности под тяжестью укрепления доллара. Также слабым оставался сектор зерновых.

На этом фоне индексы сырьевых товаров продемонстрировали скромный рост, в основном за счет цен на энергоносители. Индекс Goldman Sachs Commodity Index, поддерживаемый растущими ценами на нефть и природный газ в США, поднялся чуть более чем на 3 %. Между тем, индекс Rodgers International Commodity Index, в котором большее место занимают металлы и сельскохозяйственные товары, показал меньший рост - менее 1 %.

Хуже обстоят дела с акциями, связанными с природными ресурсами, где наблюдалось значительное падение. Индекс S&P North American Natural Resource Sector Index, в котором значительное место занимают нефть и газ, упал на 2,3 %. Индекс S&P Global Natural Resource Index, в котором большее место занимают акции металлургических и сельскохозяйственных компаний, упал еще сильнее - более чем на 11 % за квартал.

В то же время индекс S&P 500, напротив, продолжил свое восходящее движение, увеличившись на 2,5 %, чему в значительной степени способствовала высокая доля акций технологических компаний с крупной капитализацией. Преобладающий режим рынка остался неизменным: капитал продолжал перетекать в быстрорастущие акции, в то время как акции сырьевых компаний и компаний, производящих сырьевые товары, оставались под давлением.

Нефть

После резкого падения на 15 % в третьем квартале, в четвертом нефть начала сдержанное восстановление. Цены на нефть West Texas Intermediate и Brent выросли примерно на 5 %, хотя в этом ралли не было той уверенности, которая наблюдалась в прошлые периоды подъема. К концу года цены на нефть, по сути, никуда не изменились, закончив свой путь почти там же, где и начали - на уровне \$73 за баррель.

Акции, связанные с нефтью, продемонстрировали столь же неоднозначную динамику. XLE ETF, отслеживающий крупные интегрированные энергетические компании, снизился на 1,6 %, в то время как XOP ETF, представляющий акции разведки и добычи, показал скромный прирост в 1,3 %. Однако реальным аутсайдером оставался нефтесервисный сектор, где сохранялся скептицизм инвесторов в отношении капитальных затрат на разведку и добычу. Акции нефтесервисных компаний

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

продолжили свое падение, упав еще на 2,4 % за квартал, что подчеркивает преобладающую неопределенность в отношении будущей буровой активности.

Несмотря на подъем нефти в четвертом квартале, на мировых нефтяных рынках по-прежнему царит глубокое чувство пессимизма. Последний отчет о состоянии рынка нефти от Международного энергетического агентства (IEA) усилил это уныние, вновь предупредив, что в 2025 году мировое предложение будет превышать спрос, запасы будут расти, а цены - снижаться. По мнению МЭА, наступающий год станет лишь началом длительного периода потрясений на нефтяных рынках, а к концу десятилетия избыток производственных мощностей достигнет беспрецедентного уровня.

По прогнозам агентства, к 2030 году мировой спрос на нефть составит всего 105,4 миллиона баррелей в день, что лишь на 1,5 миллиона баррелей в день выше нынешнего уровня. В то же время ожидается, что предложение возрастет почти до 114 миллионов баррелей в день. Если прогноз окажется верным, последствия будут весьма серьезными. Такой избыток поставит под вопрос способность ОПЕК регулировать цены и может вызвать период крайней нестабильности на рынке. «Снижение потребностей в сырой нефти ОПЕК может подвергнуть испытанию управление рынком со стороны альянса», - предупреждает МЭА.

Учитывая тот вес, который прогнозы МЭА имеют среди инвесторов и политиков, неудивительно, что настроения на мировых нефтяных рынках достигли почти беспрецедентного уровня пессимизма.

Мы, однако, по-прежнему категорически не согласны с прогнозами МЭА. Большая часть их прогноза спроса зависит от агрессивных темпов внедрения электромобилей (EV) - предположения, которые мы считаем чрезвычайно оптимистичными. Недавние разочарования в прогнозируемых продажах электромобилей только укрепляют нашу уверенность в том, что отрасль с трудом оправдывает ожидания и что темпы внедрения будут гораздо ниже, чем ожидает МЭА.

Кроме того, МЭА имеет хорошо задокументированный опыт недооценки спроса на нефть, особенно в странах, не входящих в ОЭСР, на которые сегодня приходится 55 % общего мирового потребления. За последние 15 лет агентство существенно занижало показатели роста спроса в 13 из этих лет - почти на 1 миллион баррелей в день ежегодно. Мы не видим причин полагать, что эта тенденция изменится. Более того, мы ожидаем, что недооценка спроса сохранится, что еще больше ослабит доверие к долгосрочному прогнозу.

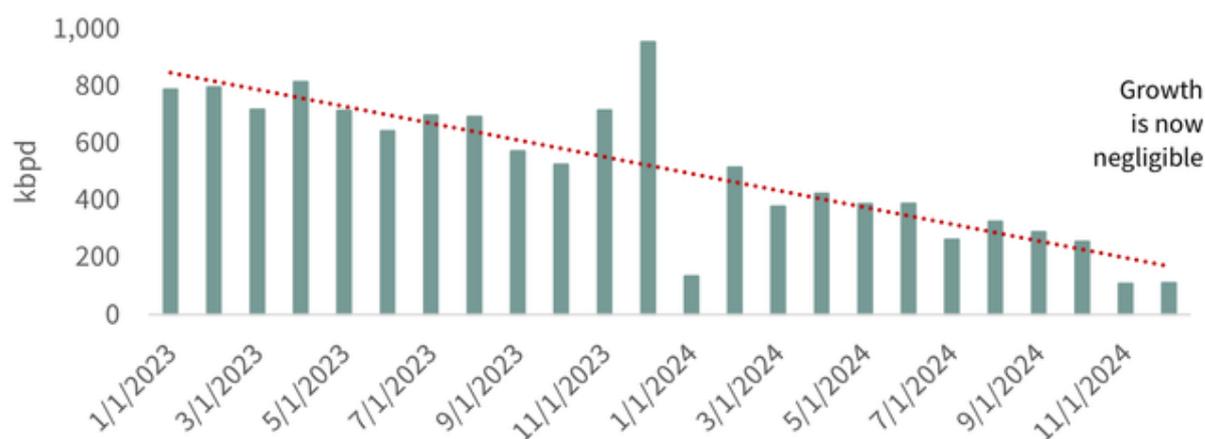
Что касается предложения, то мы считаем, что МЭА допускает не менее серьезные просчеты. Их прогноз предполагает значительный рост добычи вне ОПЕК, однако почти 90 % прироста предложения вне ОПЕК с 2010 года приходится на американские сланцевые месторождения. А вот данные говорят о другом. По данным Управления энергетической информации США (EIA), даже в самых плодотворных сланцевых бассейнах, включая Permian, добыча либо достигла плато, либо начала снижаться. Как показано на графике ниже, рост добычи сланцевой нефти последовательно замедлялся в течение последних двух лет и сейчас находится на грани отрицательной динамики в годовом исчислении.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Одним словом, мы считаем, что прогноз МЭА основан на ошибочных предположениях с обеих сторон уравнения - недооценке спроса и завышении предложения. Если верить истории, реальность снова будет резко расходиться с прогнозами.

Рисунок 2 Рост добычи сланцевой нефти в США год к году



Source: EIA.

Грядущее разочарование в сланцевой добыче в США будет иметь далеко идущие и во многом непредвиденные последствия для мировых рынков нефти. Хотя об этом мало кто говорит, мы считаем, что мир стоит на пороге повторения событий 2003-2008 годов - периода, когда произошла резкая перестройка спроса, предложения и ценообразования.

Во время предыдущего цикла рынок был застигнут врасплох значительным дефицитом роста предложения нефти, не входящей в ОПЕК. Как наглядно показано на графике ниже (любезно предоставленном Майком Ротманом из Cornerstone Analytics), неспособность производителей, не входящих в ОПЕК, достичь ожидаемых уровней добычи позволила ОПЕК вернуть себе как долю рынка, так и контроль над ценообразованием. В результате цены на нефть стали исторически бычьими: 2002 год нефть закончила по цене всего \$30 за баррель, а к июню 2008 года цены выросли почти в пять раз, ненадолго достигнув отметки \$145 за баррель.

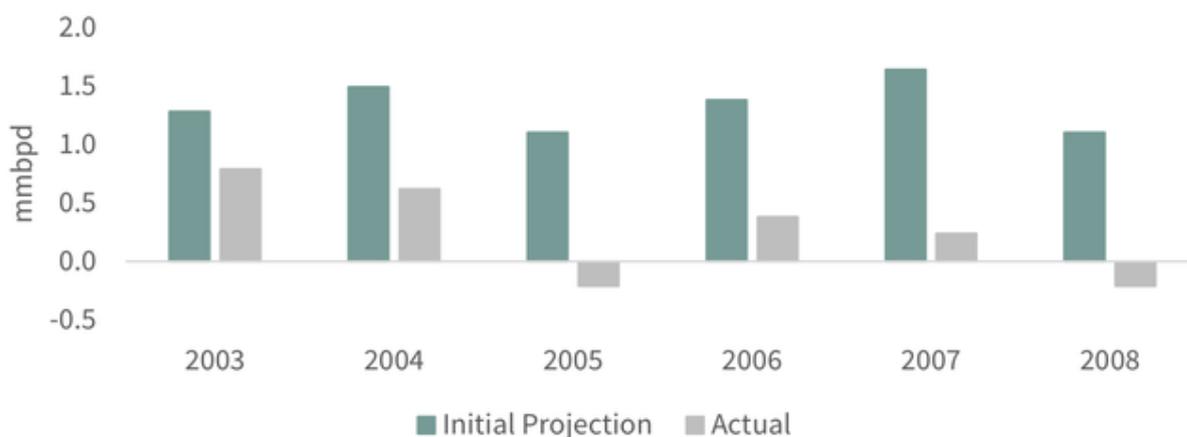
Сегодняшние условия поразительно напоминают тот ранний период. По мере того как добыча сланцевой нефти будет снижаться, предположения рынка о росте предложения будут вынуждены корректироваться - так же, как и два десятилетия назад. Последствия для цен на нефть могут быть очень серьезными.

В период 2003-2008 годов шок со стороны предложения, который застал рынки врасплох, был вызван неожиданным сокращением добычи на двух крупных месторождениях: в Северном море и мексиканском комплексе Cantarell. Вместе эти месторождения обеспечили почти 65 % роста предложения нефти из стран, не входящих в ОПЕК, в период с 1995 по 2003 год. Когда добыча на обоих месторождениях внезапно сократилась, этого почти никто не предвидел.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Рисунок 3 Оценка IEA по сравнению с фактическим ростом добычи нефти год к году



Source: IEA.

Сегодня ситуация до жути похожа. С 2020 года на долю сланцевых месторождений США приходится почти 90 % всего прироста предложения вне ОПЕК. Но как месторождения в Северном море и Кантарелле истощились, так и американские сланцы столкнулись с неизбежными реалиями кривой Хабберта. Силы, действовавшие тогда, действуют и сейчас, и они начинают четко проявляться в профилях добычи сланцевой нефти. По мере замедления поставок из стран, не входящих в ОПЕК, ОПЕК будет возвращать себе долю рынка и ценовую власть - власть, которую они, несомненно, будут использовать.

И еще есть вопрос о том, насколько дешевой стала нефть.

По историческим меркам нефть сегодня чрезвычайно недооценена. Мы отслеживали долгосрочное соотношение золота и нефти, начиная с 1858 года, и среднее соотношение за этот период было удивительно стабильным: исторически за одну унцию золота можно было купить около 20 баррелей нефти. В настоящее время, однако, за одну унцию золота можно купить 43 барреля - нефть находится на одном из самых дешевых уровней по отношению к золоту за последние полтора столетия.

Только три раза в нашем наборе данных нефть была настолько дешевой по отношению к золоту. Первый раз это произошло в начале 2016 года, когда ценовая война под руководством ОПЕК сворачивалась, и соотношение ненадолго достигло 47. Второй случай произошел после обвала рынка COVID - за исключением аномального события 20 апреля 2020 года, когда цены на нефть на мгновение стали отрицательными, мы используем Brent по \$20 за баррель, что все равно привело к росту соотношения до 85. Третий случай произошел в конце 2020 года, когда коэффициент достиг отметки 53.

В каждый из этих моментов перед инвесторами открывались огромные возможности в ценных бумагах, связанных с энергетикой. Мы считаем, что подобная возможность вновь открывается.

Природный газ

Для ознакомительных целей.

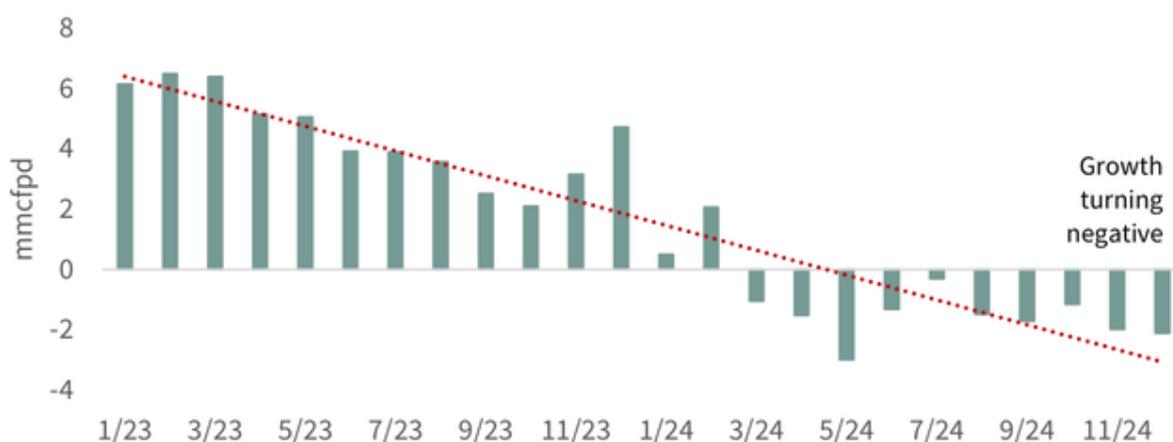
Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

В четвертом квартале цены на природный газ продолжили свой рост, прибавив еще 24 % к уже и без того мощному ралли. За год американский природный газ стал одним из наиболее успешных сырьевых товаров, показав впечатляющий рост на 45 %. Рост цен на природный газ не ограничился США - международные рынки также продемонстрировали значительный рост. На европейском континенте цены на природный газ в четвертом квартале выросли на 27 %, а по итогам года - на 20 %. В Азии цены выросли на 15 % в четвертом квартале и закончили год более чем на 30 % выше.

Акции, в значительной степени ориентированные на рынки природного газа, последовали этому примеру. FCG ETF, который отслеживает компании, работающие в газовой отрасли, вырос на 4,2% за квартал.

Но реальная история разворачивается под поверхностью. Те же силы, которые сейчас сжимают предложение в американских сланцах, агрессивно действуют и в американских газовых сланцах. На протяжении многих лет мы писали об этих структурных факторах - неизбежных геологических и финансовых ограничениях, которые в конце концов проявят себя. И вот, как видно из приведенного ниже графика, этот момент настал. Годовой рост добычи сланцевого газа в США официально стал отрицательным. Последствия для предложения, ценовой политики и структуры рынка только начинают проявляться.

Рисунок 4 Изменение объемов добычи сланцевого сухого газа в США год к году



Source: EIA.

Поскольку за последние 15 лет на долю добычи сланцевого газа приходилось более 100 % общего роста добычи природного газа в США, из этого следует, что по мере снижения добычи сланцевого газа общий объем добычи сухого газа в США также должен стать отрицательным. Как ясно видно из приведенного ниже графика, эта точка перегиба уже близка.

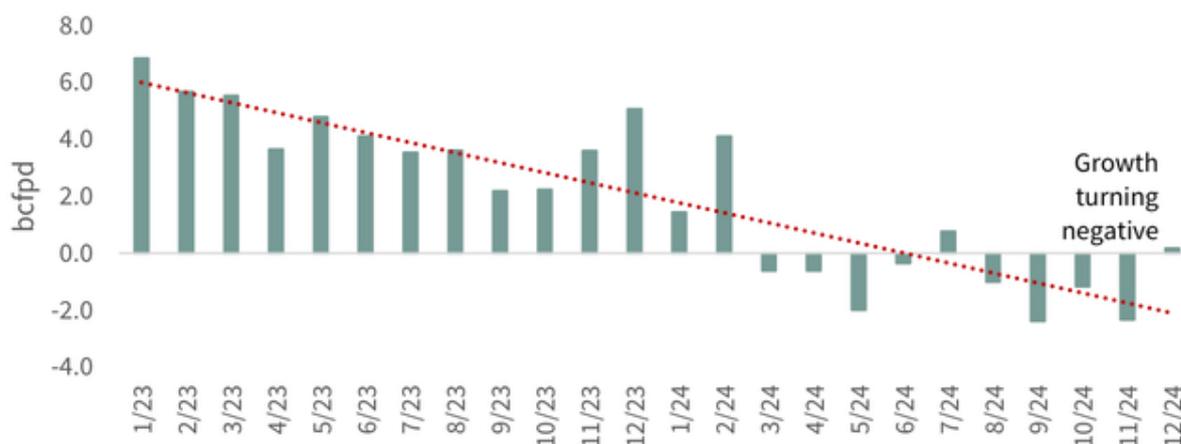
В течение многих лет неустанное расширение добычи сланцевого газа, вызванное агрессивным бурением, технологическим прогрессом и обилием дешевого капитала, скрывало основную динамику истощения запасов. Но силы, о которых мы давно предупреждали, теперь заявляют о себе. Стремительный рост добычи, определявший последнее десятилетие, сходит на нет, и, поскольку в сланцевых месторождениях

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

наблюдается ежегодное сокращение, общий объем добычи сухого газа в США готов последовать за ним.

Рисунок 5 Изменение общего объема добычи сухого газа в США год к году



Source: IEA.

Последствия этого весьма серьезны. Поскольку добыча газа в США сталкивается со структурными препятствиями, ценовая динамика, которая доминировала в последнее десятилетие, скорее всего, изменится. Рынок, который долгое время определялся избыточным предложением и низкими ценами, вскоре может столкнуться с совершенно иной реальностью.

В условиях, когда рост добычи окончательно замедлился, создается предпосылка для значительного скачка цен на природный газ. Давний разрыв между американскими и мировыми ценами на природный газ - в настоящее время он составляет около 16 долларов за MMBtu - похоже, может сократиться.

В последние два года медведи на рынке природного газа были вознаграждены необычайной удачей: две подряд почти рекордно теплые зимы в Северной Америке. Эти не по сезону мягкие температуры резко сократили спрос на отопление, что скрыло недостаток предложения.

После исключительно теплой зимы 2022-2023 годов запасы природного газа в США выросли, увеличившись почти на 600 млрд куб. футов по сравнению со средним показателем за 10 лет. Однако этот избыток запасов продержался недолго. К концу сезона закачки 2023 года высокий спрос на газ ликвидировал большую часть избытка, вернув уровень запасов к норме.

Аналогичная картина повторилась и в 2023-2024 годах. Еще одна аномально теплая зима вновь привела к тому, что запасы достигли почти рекордных уровней по сравнению со средними историческими значениями. Однако, несмотря на мягкую погоду, спрос оставался устойчивым, и к началу сезона изъятия 2024-2025 годов 70 % избыточных запасов предыдущего года уже было израсходовано.

В условиях, когда рост производства застопорился, а запасы больше не растут такими темпами, как раньше, способность рынка поглотить даже скромный всплеск спроса, вызванный погодными условиями, ослабевает. Баланс, который удерживал

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

цены в США на низком уровне, может вскоре уступить место волатильности и скачкам цен, которые определяли мировые газовые рынки в последние годы.

После не по сезону теплого начала зима в декабре и январе оказалась холоднее обычного, и в результате запасы природного газа сейчас находятся ниже среднего уровня. Последние два сезона закачки газа в хранилища начинались с аномально высоких уровней из-за череды теплых зим, но если температура не станет резко мягкой до конца сезона, повторение такого медвежьего навеса запасов маловероятно.

Между тем, в 2025 году спрос на природный газ резко возрастет. Только ввод в эксплуатацию трех новых объектов по экспорту СПГ, как ожидается, увеличит спрос почти на 6 млрд куб. футов в день. Первоначально планировалось, что все три проекта будут введены в эксплуатацию в 2024 году, однако задержки в строительстве привели к переносу сроков запуска на 2025 год.

На этом фоне - сокращение предложения, первая за два года реальная нормализация запасов и новый крупный источник структурного спроса - давний разрыв между американскими и мировыми ценами на природный газ выглядит все более неустойчивым. В течение многих лет цены в США отставали от мировых бенчмарков, но по мере того, как эти силы вступают в силу, аргументы в пользу конвергенции значительно усиливаются. Учитывая масштабы формирующегося дисбаланса спроса и предложения, риск теперь заключается не только в том, что цены в США догонят мировые уровни, но и в том, что они могут превысить их в какой-то момент в 2025 году.

Однако, несмотря на все это, инвесторы остаются странно равнодушными к самым непосредственным бенефициарам грядущего «бычьего» рынка природного газа. Сейчас широко признается, что природный газ будет играть центральную роль в обеспечении всплеска спроса на электроэнергию, вызванного искусственным интеллектом. Но вместо того чтобы покупать сам товар - владеть газом в земле, - спекулятивные деньги продолжают вливаться в трубопроводы, коммунальные предприятия и даже в газовую генерацию.

Если мы правы, и Северная Америка находится в процессе перехода от долгосрочного структурного избытка к долгосрочному структурному дефициту природного газа, эти капиталовложения могут оказаться глубоко ошибочными. Инвестиции в инфраструктуру, зависящие от закупок дешевого природного газа, могут оказаться по ту сторону рыночного сдвига, когда растущие производственные затраты подрвут их экономическую эффективность.

Как только станет ясно, что природный газ стал структурно дефицитным, мы считаем, что начнется борьба - и коммерческие пользователи, и инвесторы поймут, что им необходимо обеспечить контроль над поставками, а не просто доступ к ним. В этот момент компании по добыче природного газа, которые сегодня торгуются с большой скидкой, станут центром войны за право покупки. Эти акции остаются удивительно дешевыми, если принять во внимание, что их запасы оцениваются всего в \$6 за Mcf.

Сейчас общепринятая точка зрения гласит, что устойчивый бычий рынок природного газа невозможен. Но по мере того, как реальность изменения фундаментальных факторов предложения становится все более очевидной, мы

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

ожидаем, что этот консенсус будет разрушаться. Рынок меняется - незаметно, но уверенно. И когда это понимание придет, оно наступит быстро.

Медь

В четвертом квартале инвесторов в цветные металлы охватило уныние.

После сильного ралли в третьем квартале, вызванного оптимизмом по поводу недавно объявленных планов Китая по стимулированию экономики, базовые металлы снизились по всем направлениям, поскольку наступило разочарование по поводу фактического воздействия этих мер. Никель, все еще страдающий от переизбытка предложения и слабого спроса на батареи для электромобилей, возглавил падение, рухнув почти на 13 %. Медь показала себя немногим лучше, сведя на нет весь свой прирост за третий квартал, упав на 11 %. Алюминий и цинк также испытывали трудности, упав на 2,3 % и 3,6 % соответственно.

Акции компаний, производящих цветные металлы, последовали примеру инвесторов, и квартал оказался для них очень тяжелым. XBM:CA CN ETF, широкий показатель акций цветных металлов, упал на 12 %, а COPX ETF на акции медных компаний, упал почти на 20 %.

Несмотря на недавнюю слабость, медь остается нашим главным краткосрочным выбором. Согласно нашим расчетам, мировые рынки меди остаются в состоянии дефицита, который сохраняется с 2021 года. На месячной основе медь была в дефиците почти 75% времени, и эта тенденция четко прослеживается на графике ниже.

Хотя настроения остаются слабыми, фундаментальные показатели говорят о другом.

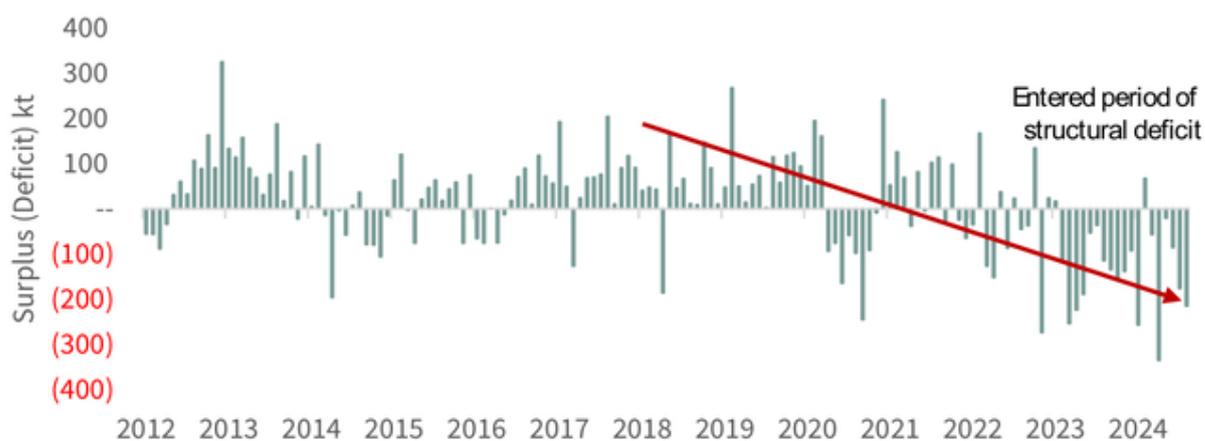
Подтверждая наши модели, легкодоступные запасы меди - те, что хранятся на трех основных биржах в Лондоне, Нью-Йорке и Шанхае, - начали неуклонно снижаться в начале 2021 года. Хронический дефицит приводил к тому, что запасы все больше снижались, что привело к значительному сжатию коротких позиций на лондонской бирже COMEX, начавшемуся в апреле прошлого года.

Однако после этого сжатия биржевые запасы резко выросли, что поднимает важный вопрос: Перешел ли рынок меди от дефицита к профициту из-за ослабления китайского спроса, или же трейдеры, обжегшись на недостаточных запасах в прошлом году, теперь накапливают медь после того, как ранее были слишком агрессивны на короткой стороне?

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Рисунок 6 Профицит/дефицит меди



Source: WBMS.

Наше моделирование позволяет предположить, что на рынке меди сохраняется дефицит. Если это верно, то вскоре мы должны увидеть сокращение запасов на 400 000 тонн, которые накопились после прошлогоднего «короткого сжатия» на COMEX. Судя по всему, этот процесс уже идет - с момента достижения пика в августе биржевые запасы уже сократились почти на 200 000 тонн, что является убедительным подтверждением того, что структурный дефицит меди сохраняется.

Данные Всемирного бюро статистики металлов (WBMS) еще больше подтверждают эту точку зрения. За первые 11 месяцев 2024 года мировой спрос на медь увеличился примерно на 600 000 тонн, или на 2,5 %. Как обычно, весь прирост спроса пришелся на страны, не входящие в ОЭСР. В Китае, где в 2023 году спрос на медь вырос более чем на 12 %, наблюдается замедление темпов роста: в этом году рост спроса снизился до 2,5 % - как раз в соответствии с нашими прогнозами, которые мы подробно обсуждали в нашем последнем письме.

Роль Китая на рынке меди невозможно переоценить. Его рост спроса на 2,5% в 2024 году - примерно 400 000 тонн - составляет 65% от общего роста мирового спроса. В течение последних 25 лет аналитики постоянно недооценивали потребление меди в Китае, не понимая масштабов его влияния на рынок. Мы много писали об этой тенденции на протяжении более десяти лет.

Однако сейчас наши модели показывают, что эпоха постоянных сюрпризов со стороны спроса может подойти к концу. После нескольких лет чрезмерного потребления, частично обусловленного беспрецедентным ростом возобновляемых источников энергии, Китай может вскоре стать причиной разочарования в спросе на медь. Если мы правы, то давняя тенденция рынка недооценивать китайский спрос может вскоре измениться, и аналитики начнут переоценивать потенциал его будущего роста. Этот сдвиг может стать существенным препятствием для меди в течение десятилетия.

За пределами Китая спрос на медь продолжает демонстрировать уверенный рост во всех странах, не входящих в ОЭСР. Благодаря росту спроса в Бразилии, Индонезии, Малайзии, Саудовской Аравии и Вьетнаме, спрос на медь в странах, не входящих в ОЭСР

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

(за пределами Китая), вырос на 6 %, добавив более 200 000 тонн за первые 11 месяцев 2024 года. Это составляет оставшиеся 35% роста мирового спроса на медь за год.

Что касается предложения, то резкий рост производства на медных рудниках, которым было отмечено начало 2024 года, уже завершился. В начале года мировое предложение на медных рудниках выросло на впечатляющие 7% в годовом исчислении, что было обусловлено в основном расширением рудников в Демократической Республике Конго (ДРК). В настоящее время эта волна новых поставок сошла на нет, и к четвертому кварталу 2024 года рост предложения в годовом исчислении замедлился до менее чем 1 %. За первые 11 месяцев 2024 года общий объем предложения на медных рудниках увеличится чуть менее чем на 2 % - примерно на 400 000 тонн.

Учитывая опережающий рост спроса над предложением - 600 000 тонн против 400 000 тонн - и незначительные изменения в наличии лома по сравнению с 2023 годом, данные указывают на постоянный дефицит на рынке меди. Дополнительным фактором, усиливающим этот дефицит, является динамика расходов на переработку медного концентрата. По слухам, эти сборы, которые плавильные заводы получают за переработку сырой медной руды, станут отрицательными к концу 2024 года, что является убедительным свидетельством того, что плавильные заводы конкурируют за дефицитный медный концентрат. Исторически сложилось так, что снижение платы за переработку является надежным сигналом об ограничении предложения на рынке.

В перспективе до 2025 года картина предложения остается напряженной. Единственными крупными источниками роста производства станут продолжающееся расширение третьей фазы проекта Камоа-Какула компании Ivanhoe в ДРК, которое, как ожидается, даст около 150 000 тонн, и рудник Оуу Толгой в Монголии, управляемый Rio Tinto, который должен добавить еще 125 000 тонн. Помимо этих двух проектов, на 2025 год не запланировано значительного увеличения предложения.

Что касается спроса, то мы ожидаем дальнейшего замедления темпов роста потребления меди в Китае в следующем году. Однако в целом в странах, не входящих в ОЭСР, продолжится активный рост спроса, который компенсирует значительное замедление темпов роста в Китае. Особенно выделяется Индия. Ожидается, что после небольшого сокращения в 2024 году индийский спрос на медь возобновит свою восходящую траекторию. В период с 2018 по 2023 год потребление меди в Индии выросло на 75%, и наши модели показывают, что эта тенденция сохранится. Важно отметить, что Индия не одинока - ряд других стран, не входящих в ОЭСР, демонстрируют структуру потребления меди, схожую с китайской в начале 2000-х годов, незадолго до взрывного роста спроса.

Если верить истории, возможно, мы стоим у истоков нового этапа развития мирового рынка меди, когда эстафета роста спроса переходит от Китая к более широкому кругу стран с развивающейся экономикой.

В условиях ограниченного роста предложения и высокого прогнозируемого спроса со стороны стран, не входящих в ОЭСР и не являющихся гражданами Китая, мировой рынок меди ожидает еще один год дефицита.

В ближайшей перспективе мы сохраняем оптимизм в отношении цен на медь. Наши модели продолжают прогнозировать постоянный дефицит предложения, и мы

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

считаем, что это уже находит отражение в сокращении прошлогодних запасов, вызванных коротким сжатием. Фундаментальные факторы, связанные с ограниченным предложением и устойчивым спросом, остаются неизменными.

Однако в более долгосрочной перспективе мы сохраняем осторожность. Как мы уже писали в прошлом квартале в статье «Медь и уран: Грядущее расхождение», мы с большим сомнением относимся к широко распространенным на рынке предположениям относительно спроса на медь со стороны сектора возобновляемой энергетики. Мы считаем, что эти ожидания чрезмерно оптимистичны. Если спрос на медь со стороны возобновляемой энергетики не оправдает прогнозов, особенно в сочетании с замедлением роста потребления в Китае, это может привести к существенному пересмотру в сторону понижения долгосрочных оценок спроса.

В то же время мы должны пересмотреть долгосрочные прогнозы предложения. В первом квартале 2022 года мы опубликовали статью «Проблема с предложением меди», в которой подробно описали широко распространенные ошибки прогнозирования среди аналитиков рынка меди, которые привели к хронической переоценке будущего предложения на рудниках. С тех пор консенсус сместился в сторону нашего мнения о том, что предложение на рудниках, скорее всего, будет значительно отставать от ожиданий в течение десятилетия.

Однако наше мнение также претерпело изменения. За годы, прошедшие с момента публикации этого очерка, появились новые методы разведки и технологии добычи меди, которые могут в корне изменить уравнение предложения. Эти достижения могут не только позволить обнаружить новые месторождения меди, но и значительно снизить стоимость извлечения меди из низкосортных сульфидных руд - область, которая долгое время считалась нерентабельной.

Более того, в последнее время был сделан ряд чрезвычайно крупных открытий месторождений меди с высоким содержанием меди, что опровергло бытовавшее мнение о том, что все значительные месторождения меди в мире уже найдены с помощью традиционных методов разведки. Эти события свидетельствуют о том, что общепринятое мнение о том, что месторождения меди высокого качества практически исчерпаны, возможно, нуждается в пересмотре.

В нашем следующем письме мы более подробно рассмотрим будущее предложения меди и попытаемся ответить на важнейший вопрос: Действительно ли рост предложения меди на мировом рынке невозможен, или мы стоим на пороге технологического и геологоразведочного сдвига, который может изменить траекторию развития отрасли?

Драгоценные металлы

«Лондонские хранилища страдают от нехватки золота....» Financial Times, 30 января 2025 г.

Рынок золота испытывает огромные трудности, хотя мало кто признает, что эти трудности создают основу для того, что в конечном итоге станет историческим бычьим

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

ростом. Торговая политика Трампа уже меняет как потоки, так и цены на золото, и этот факт все чаще отражается в финансовых заголовках. Золото утекает из Лондона и направляется в Нью-Йорк в ожидании предстоящих изменений в тарифной и торговой политике - это ранний сигнал о том, насколько чувствительным станет золото к разрушительной экономической политике, которую сейчас формирует администрация Трампа.

Мы по-прежнему убеждены, что фундаментальные изменения в мировой денежно-кредитной политике неизбежны - и они приведут к росту цен на золото гораздо сильнее, чем кто-либо ожидает в настоящее время. Великий бычий рынок золота начался. Однако, что примечательно, он разворачивается практически без участия западных инвесторов. Это отсутствие интереса предоставляет предприимчивым инвесторам редкую возможность для покупки, возникающую раз в поколение..

Тем не менее, в краткосрочной перспективе драгоценные металлы в четвертом квартале испытывали трудности. Золото упало на 1%, серебро - почти на 7%, а платина и палладий - еще хуже, на 8% и 10% соответственно. Основная причина - укрепление доллара США. Взвешенный по торговым ценам индекс доллара подскочил более чем на 8% в ответ на переизбрание Трампа, поскольку рынки переваривали последствия его агрессивной тарифной политики и программы депортации. По общему мнению, эта политика приведет к росту инфляционных ожиданий, что подтолкнет процентные ставки к повышению и еще больше укрепит доллар.

Однако это общепринятое мнение не учитывает общую картину. Хотя укрепление доллара может оказать давление на золото в краткосрочной перспективе, история показывает, что реальным фактором следующего движения золота будут не курсы валют, а фундаментальная реорганизация мировой денежно-кредитной политики, которая уже идет полным ходом.

Укрепление доллара США также оказало сильное влияние на акции компаний, торгующих драгоценными металлами. Широко распространенный ETF акций золота GDX упал на 15 % за квартал, а акции серебра, отслеживаемые SIL silver equities ETF, снизились чуть более чем на 10 %.

В то время как настроения инвесторов по отношению к золотодобытчикам резко ухудшились, центральные банки продолжали скупать золото в четвертом квартале высокими темпами. Согласно данным Всемирного бюро статистики металлов (WBMS), центральные банки приобрели 333 тонны в этом квартале, в результате чего общий объем закупок в 2024 году составил 1051 тонну - третий год подряд объем закупок официальным сектором превышает 1000 тонн.

Среди наиболее агрессивных покупателей была Польша, которая продолжила свою стратегию накопления, закупив 90 тонн в 2024 году. Страна публично заявила о своем намерении довести долю золота в международных резервах до 20 %, и после последних покупок золото теперь составляет 17 % резервов Польши.

Индийский центральный банк также стал значительным покупателем, приобретя 73 тонны в 2024 году - втрое больше, чем в 2023 году. Резервный банк Индии был особенно сдержан в отношении своей стратегии накопления золота, а его глава сделал лишь туманное, но показательное замечание: «Мы наращиваем наши золотые резервы».

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Позиция Индии особенно интересна, поскольку страна может в конечном итоге оказаться в торговле с Китаем в местных валютах в рамках экономического блока BRICS, а золото будет служить потенциальным механизмом урегулирования валютных дисбалансов.

В четвертом квартале Китай также вернулся на рынок золота. После длительного шестимесячного отсутствия, последовавшего за последней покупкой в апреле, Народный банк Китая («РВОС») возобновил покупки в ноябре и декабре, добавив 5 тонн и 10 тонн, соответственно. За год общий объем закупок золота Китаем достиг 44 тонн - намного меньше 231 тонны, которую он приобрел в 2023 году, но его возвращение в качестве чистого покупателя сигнализирует о том, что спрос со стороны РВОС остается неизменным.

Учитывая неопределенность, которую переизбрание Трампа внесло в мировые валютные и финансовые рынки, неудивительно, что в четвертом квартале закупки золота центральными банками ускорились. Поскольку геополитическая и монетарная нестабильность будет только усиливаться, спрос со стороны официального сектора должен оставаться высоким в 2025 году, поскольку центральные банки стремятся еще больше оградить себя от рисков, возникающих в мировой финансовой системе.

Накопив почти 140 тонн золота в период с мая по октябрь прошлого года, западные инвесторы временно потеряли к нему интерес. Растущий курс доллара США и отход Федеральной резервной системы от ранее намеченной траектории снижения ставок, сославшись на сохраняющуюся высокую инфляцию, ослабили аппетит к золоту, по крайней мере, среди инвесторов ETF.

Как показано на графике ниже, 18 отслеживаемых нами ETF на физическое золото вошли в мягкую трехмесячную фазу сокращения. В серебре наблюдается та же картина - западные инвесторы, которые еще несколько месяцев назад были покупателями, теперь превратились в чистых продавцов. Однако, несмотря на эту ликвидацию, цены на золото продолжают расти, что свидетельствует о важнейшем сдвиге: силы, движущие мировыми рынками золота, больше не диктуются только западными инвесторами.

С конца октября эти 18 золотых ETF продали в общей сложности 30 тонн золота, и все же цена на золото остается на 2 % выше. Это несоответствие показательно. Золото растет даже тогда, когда западные инвесторы находятся в стороне, а это явление говорит о том, что другие покупатели - центральные банки, инвесторы развивающихся рынков или суверенные фонды - вступают в игру, чтобы поглотить предложение.

Мы уверены, что этот спад интереса западных инвесторов носит временный характер. По мере усиления геополитической и монетарной неопределенности золото вновь станет популярным. Трамп уже призвал Федеральную резервную систему возобновить снижение ставок, а его агрессивная тарифная политика, скорее всего, приведет к дальнейшим денежным беспорядкам - условиям, которые исторически способствуют росту спроса на золото.

Возможно, наиболее ярким признаком западной апатии является рынок акций золотодобывающих компаний. Несмотря на то, что цены на золото неустанно растут с момента прорыва в марте 2024 года - сейчас они выросли на 40 %, - интерес инвесторов

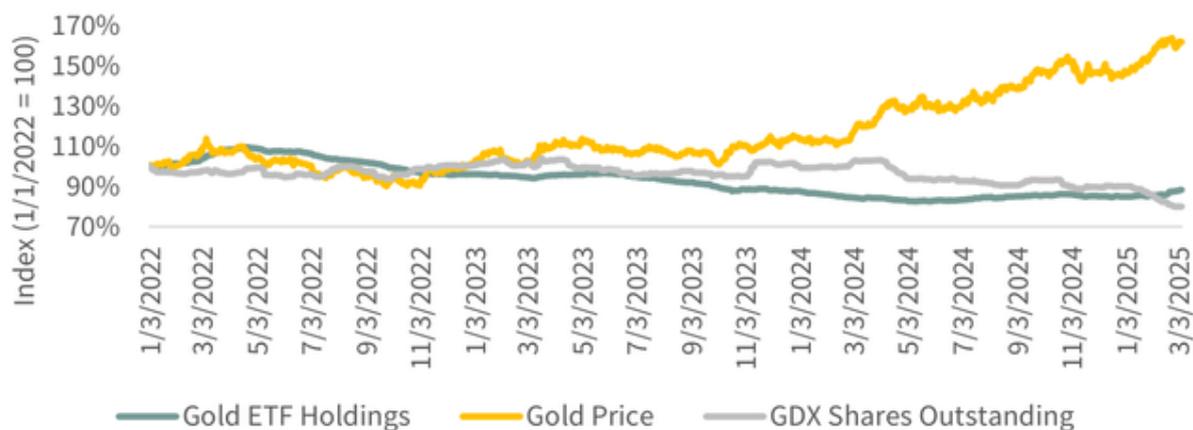
Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

к золотым акциям только продолжает ослабевать. Количество акций в обращении в GDX ETF, самом популярном ETF на золотодобывающие акции, сократилось почти на 20 % за тот же период.

Это расхождение сохраняется и в краткосрочной перспективе. С середины декабря цены на золото выросли почти на 10 %, но, как видно на графике ниже, количество акций в обращении в GDX сократилось еще на 5 %. Инвесторы по-прежнему неохотно вкладывают капитал в акции горнодобывающих компаний, даже несмотря на то, что фундаментальные предпосылки становятся все более благоприятными.

Рисунок 7 Цена золота по сравнению с GDX и количеством акций золотых ETF растет



Source: Bloomberg.

История показывает, что такие расхождения не сохраняются бесконечно. Если цены на золото продолжат свой рост, капитал в конце концов вернется в акции золотодобывающих компаний, и когда это произойдет, повторный рост может быть значительным.

Западные инвесторы по-прежнему зациклены на технологических акциях, не проявляя особого интереса ни к чему другому - даже несмотря на то, что и золото, и акции золотых компаний незаметно вышли в лидеры рынка в 2025 году. Разрыв очевиден. Широко распространенный ETF QQQ, который отражает показатели технологически тяжелого NASDAQ 100, в этом году получил всего 2 % прибыли. Между тем, ETF золотодобытчиков GDX вырос на 16 %, а само золото подорожало на 8 %. И все же, несмотря на такие высокие показатели, акции QQQ выросли в обращении почти на 3 %, поскольку инвесторы продолжают вкладывать капитал в самые переполненные рынки, игнорируя сектора, в которых явно наблюдается лидерство.

Тем временем рынок золота переживает значительный стресс, который со временем будет признан глубоко бычьим. Торговая политика Трампа уже меняет как потоки, так и цены на золото, и эта реальность сейчас попадает в финансовые заголовки. Золото утекает из Лондона в Нью-Йорк в преддверии грядущих тарифных и торговых изменений - ранний признак того, что рынок золота вступил в период повышенного давления и потрясений.

Спрос на золото продолжает усиливаться, и цены отражают этот спрос. И всё же западные инвесторы остаются равнодушными, сосредоточившись вместо этого на

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

погоне за переоцененными сегментами рынка. Это отсутствие участия создало исключительную возможность для предприимчивых инвесторов, готовых признать то, что разворачивается на их глазах.

Мы не ожидаем, что эта незаинтересованность продлится долго. Лидерство на рынке меняется, и когда западные инвесторы наконец обратят на это внимание, возникшие потоки капитала могут привести к взрывному росту. Бычий рынок золота уже начался - просто он еще не получил широкого признания. Но когда это произойдет, переоценка может быть быстрой и драматичной.

Уран

"Компания Santee Cooper из Южной Каролины подает заявки на возобновление строительства двух реакторов на атомной станции VC Summer, поскольку растущий спрос на электроэнергию по всей стране возрождает интерес к атомной энергетике." 22 января 2025 года, Bloomberg

Спотовые цены на уран продолжали снижаться в течение всего четвертого квартала, начав с отметки \$82 за фунт и закрывшись на отметке \$73 - падение почти на 10 %. Напротив, цены по долгосрочным контрактам, отражающие договоренности между производителями и покупателями из коммунальных служб, оставались стабильными, завершив квартал на уровне примерно \$81 за фунт. Расхождение между спотовыми и срочными ценами показательно: в то время как спекулятивные потоки стимулировали ралли урана в середине 2023 года, в начале 2024 года импульс затормозился, что побудило хедж-фонды и других трейдеров, работающих с быстрыми деньгами, свернуть свои позиции за последние девять месяцев. Дисконт спотовых цен по отношению к срочным контрактам свидетельствует о том, что спекулянты в значительной степени покинули рынок, устранив источник краткосрочной волатильности и создав условия для формирования более устойчивого ценового дна, что в целом является положительным моментом.

Однако, несмотря на снижение цен на уран, фундаментальные предпосылки для развития атомной энергетике оставались отнюдь не слабыми.

Самое заметное - и наиболее неверно истолкованное - событие произошло в конце января, когда китайский разработчик искусственного интеллекта DeepSeek объявил, что его новые алгоритмы могут выполнять сложные задачи по моделированию с использованием лишь части энергии, необходимой западным конкурентам. Инвесторы, заикнувшись на заголовке, что спрос на электроэнергию, созданный искусственным интеллектом, может быть гораздо ниже, чем ожидалось изначально, запаниковали. В течение нескольких дней после объявления акции урановых компаний упали в среднем почти на 11 %, поскольку рынки без разбора распродали все, что было связано с темой ИИ-энергетики.

Для тех, кто знаком с историей технологий, такая реакция была глубоко ошибочной.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

В нашем письме за III квартал 2023 года мы представили работу "Доктор Джевонс, или Как я научился перестать беспокоиться и полюбить спрос" - эссе, исследующее парадокс Джевонса - идею о том, что по мере повышения эффективности технологии ее общее использование имеет тенденцию к нелинейному росту. Если применить эту идею к прорыву DeepSeek, то логичным выводом будет не то, что потребление энергии, связанное с ИИ, снизится, а скорее, что оно резко возрастет. Если DeepSeek действительно сделал вычисления ИИ в 100 раз более эффективными, то, согласно «Парадоксу Джевонса», спрос на вычисления ИИ вырастет на порядок - потенциально в 10 000 раз.

После новостей о DeepSeek многие рыночные комментаторы начали обсуждать применимость парадокса к ИИ - эту тему мы рассматривали почти 18 месяцев назад. Хотя эта идея может показаться контринтуитивной, история дает бесчисленные примеры применения парадокса Джевонса на практике. Более эффективные паровые двигатели привели к увеличению, а не уменьшению потребления угля. Более дешевые полупроводники привели к экспоненциальному росту спроса на вычислительную мощность. И если обработка данных искусственным интеллектом станет намного эффективнее, он станет намного более распространенным, что приведет к увеличению спроса на энергию, а не к уменьшению.

Резкая распродажа акций уранодобывающих компаний, производителей природного газа и атомных электростанций была не просто чрезмерной реакцией - это было неверное понимание основных факторов, определяющих будущий спрос на энергию. По мере того как «парадокс Джевонса» будет реализовываться в индустрии искусственного интеллекта, потребление энергии будет расти, а не падать. Инвесторы, которые осознают это, имеют возможность приобрести значительные доли в тех секторах, которые будут необходимы для удовлетворения растущих потребностей ИИ в электроэнергии.

В нашем последнем письме мы изложили свою убежденность в том, что на горизонте маячит новый инвестиционный цикл в атомной энергетике, обусловленный внедрением реакторов на расплавленном натрии. Эти реакторы, работающие при атмосферном давлении, требуют значительно меньше стали и цемента для строительства и устраняют многие эксплуатационные риски, присущие традиционным водоохлаждаемым реакторам высокого давления.

Вскоре после того, как мы это написали, компания META попала в заголовки газет, опубликовав запрос на предложение (RFP) для атомной энергетике, стремясь найти партнеров для удовлетворения быстро растущих потребностей в электроэнергии наиболее чистым и устойчивым способом. Предложение компании направлено на создание от 1 до 4 гигаватт новых ядерных генерирующих мощностей в Соединенных Штатах. Meta заявила о своей готовности сотрудничать и инвестировать в разработчиков атомных электростанций, которые смогут успешно получить разрешение, спроектировать, спроектировать, построить и эксплуатировать эти станции.

В своем пресс-релизе от 2 декабря 2024 года Meta четко обозначила свою позицию:

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

«Мы считаем, что ядерная энергия может помочь обеспечить стабильную, базовую мощность для поддержки растущих потребностей электрических сетей, которые питают как наши центры обработки данных, так и окружающие их сообщества». Meta считает, что атомная энергия будет играть ключевую роль в переходе к более чистой, надежной и диверсифицированной электрической сети».

Meta не одинока. Amazon (AMZN), Google (GOOG, GOOGL) и Microsoft объявили о планах включить атомную энергию в энергетические стратегии своих центров обработки данных.

Волна корпоративного интереса к ядерной энергии продолжилась еще одним крупным объявлением. Компания Oklo (OKLO), ведущий разработчик малых модульных реакторов на расплавленном натрии (SMR), и Switch, крупный оператор центров обработки данных, объявили о подписании одного из крупнейших в истории корпоративных энергетических соглашений. По условиям соглашения, Oklo развернет 12 гигаватт своей технологии SMR для питания центров обработки данных Switch по всей территории США. Oklo будет разрабатывать, строить и эксплуатировать свои Powerhouses - так она называет свои SMR - в рамках долгосрочных соглашений о покупке электроэнергии.

Генеральный директор Switch Роб Рой подчеркнул масштаб и значимость соглашения:

«Наше сотрудничество с Oklo подчеркивает нашу приверженность внедрению ядерной энергии в масштабах, способствующих преобразованию наших центров обработки данных, что еще больше расширяет предложение одной из самых передовых в мире инфраструктур центров обработки данных для нынешних и будущих пользователей Switch».

Эти заявления означают сейсмический сдвиг в отношении корпоративной Америки к ядерной энергии. Спрос на вычисления, основанные на искусственном интеллекте, растет в геометрической прогрессии, а вместе с ним растет и потребность в стабильной, безуглеродной базовой энергии. Крупнейшие технологические компании мира больше не ждут действий политиков - они напрямую инвестируют в атомную энергетику, чтобы обеспечить свое энергетическое будущее. Это знаменует собой начало самого важного инвестиционного цикла в атомную энергетику с середины XX века.

И, наконец, еще одно важное заявление, которое может существенно повлиять на будущее атомной энергетики, поступило от компании Santee Cooper, коммунального предприятия Южной Каролины.

В пресс-релизе от 22 января 2025 года компания Santee Cooper объявила о том, что намерена возобновить строительство двух давно заброшенных реакторов, VC Summer Nuclear Units #2 и #3. Ссылаясь на растущий спрос на электроэнергию и возобновление интереса к атомной энергетике, компания сообщила, что активно ищет покупателей для приобретения и достройки двух недостроенных реакторов.

Генеральный директор Santee Cooper Джимми Стэнтон сказал:

«Мы наблюдаем возобновление интереса к атомной энергетике, подпитываемого инвестициями в передовое производство, спросом на центры

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

обработки данных, основанные на искусственном интеллекте, и целями технологической индустрии по сокращению выбросов углекислого газа».

История проекта VC Summer хорошо известна. Когда в 2008 году были выданы окончательные разрешения на строительство, стоимость сооружения обоих реакторов оценивалась в \$9,8 млрд. Реакторы, оба проекта Westinghouse AP1000, были официально заложены в 2013 году. Однако проект быстро столкнулся с задержками и значительным перерасходом средств. К 2017 году сметная стоимость завершения работ превысила \$20 млрд, что в конечном итоге вынудило Westinghouse обанкротиться. В июле того же года SCANA и Santee Cooper объявили о полной остановке строительства, объявив станции «заброшенными». На тот момент строительство энергоблока №2 было завершено почти на 50%, а энергоблок №3 находился на ранней стадии строительства.

Теперь, спустя почти десятилетие, у проекта, похоже, появился второй шанс. Хотя пока неясно, кто станет покупателем, тот факт, что Santee Cooper приняла решение активно заниматься продажей, говорит о серьезном интересе. Если покупатель найдется, это станет еще одним мощным сигналом того, что новый инвестиционный цикл в атомную энергетику не только начинается, но и ускоряется.

Устойчивый поток позитивных событий для атомной отрасли не показывает никаких признаков замедления. От крупных корпоративных обязательств по инвестициям в малые модульные реакторы («SMR») до потенциального возрождения крупномасштабных традиционных реакторов - динамика очевидна. Долгожданный ядерный ренессанс начался, а вместе с ним и серьезный структурный сдвиг в спросе на уран.

Хорошие новости продолжают поступать.

Сельское хозяйство

Сельскохозяйственные рынки, которые на протяжении большей части 2024 года имели тенденцию к снижению, в четвертом квартале продемонстрировали смешанные результаты. Цены на кукурузу выросли на 8 %, что было вызвано резким пересмотром в сторону понижения прогноза урожайности кукурузы в США Министерством сельского хозяйства США. В то же время цены на соевые бобы и пшеницу продолжали снижаться, упав почти на 6 % каждая. Цены на удобрения также расходились - мочевины, являющаяся твердой формой азотных удобрений, выросла на 7%, в то время как цены на фосфаты и калийные удобрения снизились на 2% и 6%, соответственно.

Мы считаем, что сельскохозяйственные рынки сейчас находятся на переломном этапе.

В нашем письме за второй квартал мы предупреждали, что мировые рынки зерна остаются под давлением и что ценам еще есть куда падать. В то время Министерство сельского хозяйства США прогнозировало, что конечные запасы на 2025 год составят 2,1 миллиарда бушелей для кукурузы и 435 миллионов бушелей для соевых бобов, что предполагало дальнейшее падение цен. Основываясь на исторических соотношениях цен к запасам, мы прогнозировали, что кукуруза может упасть до \$3,75 за бушель, а

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

соевые бобы - ниже \$10 за бушель. Именно это и произошло - к августу кукуруза достигла дна на уровне \$3,60, а соевые бобы - \$9,45 за бушель.

На этих минимумах настроения спекулятивных трейдеров стали преимущественно медвежьими. Дважды в 2024 году - сначала в феврале, а затем в августе - чистые спекулятивные короткие позиции по кукурузе и сое достигали 40-летних максимумов. Два года снижения цен привели к экстремальным негативным настроениям, невиданным ранее на мировых зерновых рынках.

Однако коммерческие трейдеры - «умные деньги», которые на самом деле используют зерно, - занимали резко противоположную позицию. В то время как спекулятивные трейдеры входили в шорт, коммерческие трейдеры открывали рекордные длинные позиции, что ознаменовало самое агрессивное «бычье» позиционирование за последние 30 лет. Это расхождение - чрезмерная медвежья позиция спекулянтов, движимых импульсом, против исторической длинной позиции коммерческих трейдеров, движимых фундаментальными факторами, - сигнализировало о формировании крупного дна.

С тех пор как прошлым летом цены на кукурузу и сою достигли экстремальных значений, они сильно выросли - кукуруза подорожала почти на 40%, а соя - на 15%.

Что послужило толчком к этому ралли? И, что более важно, что увидели коммерческие трейдеры, что упустили спекулянты?

Оказывается, Министерство сельского хозяйства США значительно завышало прогнозы урожайности кукурузы и сои в США на 2024 год. Еще в октябре сентябрьский отчет USDA WASDE прогнозировал рекордно высокую урожайность кукурузы в США на уровне 183,8 бушелей с акра, что в сочетании с оценками спроса предполагало конечные запасы на 2025 год в размере 2,1 млрд бушелей - один из самых высоких показателей за последние 25 лет. Такой прогноз создавал иллюзию избыточного предложения и оказывал давление на цены.

Однако в январском отчете WASDE Министерство сельского хозяйства США резко пересмотрело прогноз урожайности кукурузы, снизив его до 179,3 бушелей с акра - на 4,5 бушеля с акра меньше, чем в октябрьском прогнозе.

Этот пересмотр, наряду с повышением оценок спроса, привел к значительному пересмотру конечных запасов на 2025 год, которые сократились с 2,1 миллиарда бушелей до 1,5 миллиарда - на 600 миллионов бушелей всего за несколько месяцев. С поправкой на использование конечные запасы кукурузы перешли от решительно медвежьего тренда к позиции в нижних 25% исторических диапазонов запасов, что является бычьим настроением.

То, что раньше было рынком, отягощенным предполагаемым избытком предложения, теперь, в течение нескольких месяцев, перешло в гораздо более жесткую среду. Этот сдвиг подчеркивает, насколько быстро могут меняться настроения и цены, когда фундаментальные предположения оказываются неверными.

USDA также значительно завышает урожайность сои. Еще в октябре оно прогнозировало рекордную урожайность сои в США на уровне 53,1 бушеля с акра. Основываясь на этом слишком оптимистичном предположении, агентство оценило

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

конечные запасы на 2025 год в 550 миллионов бушелей - уровень, превышенный лишь дважды за последние 25 лет, в 2006 и 2018 годах.

Однако, как и в случае с кукурузой, Министерство сельского хозяйства США резко пересмотрело свои оценки в январском отчете WASDE, снизив прогнозируемую урожайность сои до 50,1 бушеля с акра - более чем на 3 бушеля с акра. Это привело к резкому пересмотру в сторону понижения прогнозируемых конечных запасов на 2025 год, сократив их более чем на 30% до 380 миллионов бушелей. С поправкой на использование, уровень запасов, который раньше составлял 25 % от верхнего предела, что было решительно медвежьим показателем, теперь опустился до нижней границы исторического диапазона, что является гораздо менее медвежьей позицией.

Поскольку конечные запасы сейчас намного меньше, чем ожидалось, североамериканский вегетационный сезон 2025 года внезапно стал критическим.

В предыдущих письмах мы много писали о том, что погодные условия в Северной Америке могут стать все более сложными, начиная с этого посевного цикла. Наша обеспокоенность коренится в исторических закономерностях - в частности, в цикле Глейсберга, 88-летнем цикле солнечных пятен, который, по нашему мнению, сыграл важную роль в возникновении Пыльной чаши в 1930-х годах.

Хотя причины «Пыльной чаши» остаются предметом споров, мы твердо убеждены, что циклическая солнечная активность способствовала экстремальной засухе, охватившей центральную часть Соединенных Штатов и ставшей одним из определяющих экологических и экономических кризисов Великой депрессии. Если этот цикл повторится - как показывают исторические прецеденты, - это может заложить основу для столь же сильной засухи в вегетационный период 2025 года.

Предупреждающие знаки уже появились.

В течение последних нескольких лет в центральной части США установились необычно сухие условия. В нашем письме за 3 квартал 2023 года мы привели график влажности почвы, который показал тревожную засуху в основных регионах выращивания зерновых. Однако в 2023 и 2024 годах своевременные дожди в конце сезона позволили избежать катастрофических потерь урожая. Вегетационный период 2024 года начался крайне засушливо, и хотя августовские дожди помогли стабилизировать урожай, Министерство сельского хозяйства США все равно значительно недооценило все влияние засушливых условий на урожайность - эту тему мы только что подробно рассмотрели.

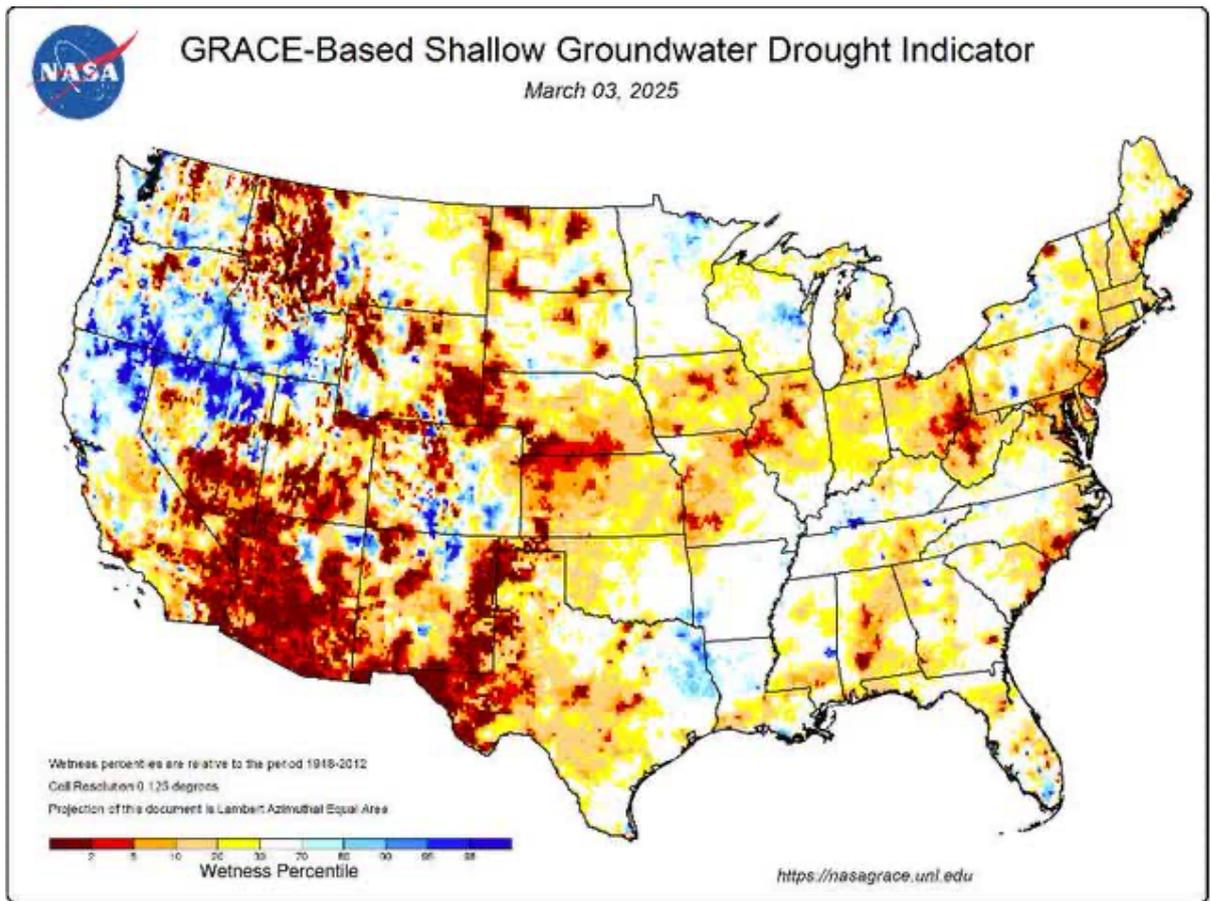
Сейчас, в начале 2025 года, засушливые условия вновь возникли на значительной части Верхнего Среднего Запада и восточной части США: Сохранятся ли эти засушливые условия и усилятся ли они в посевном сезоне?

На данный момент мы не знаем. Но мы внимательно за этим следим.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Рисунок 8 Индикатор засухи в 48 нижних штатах

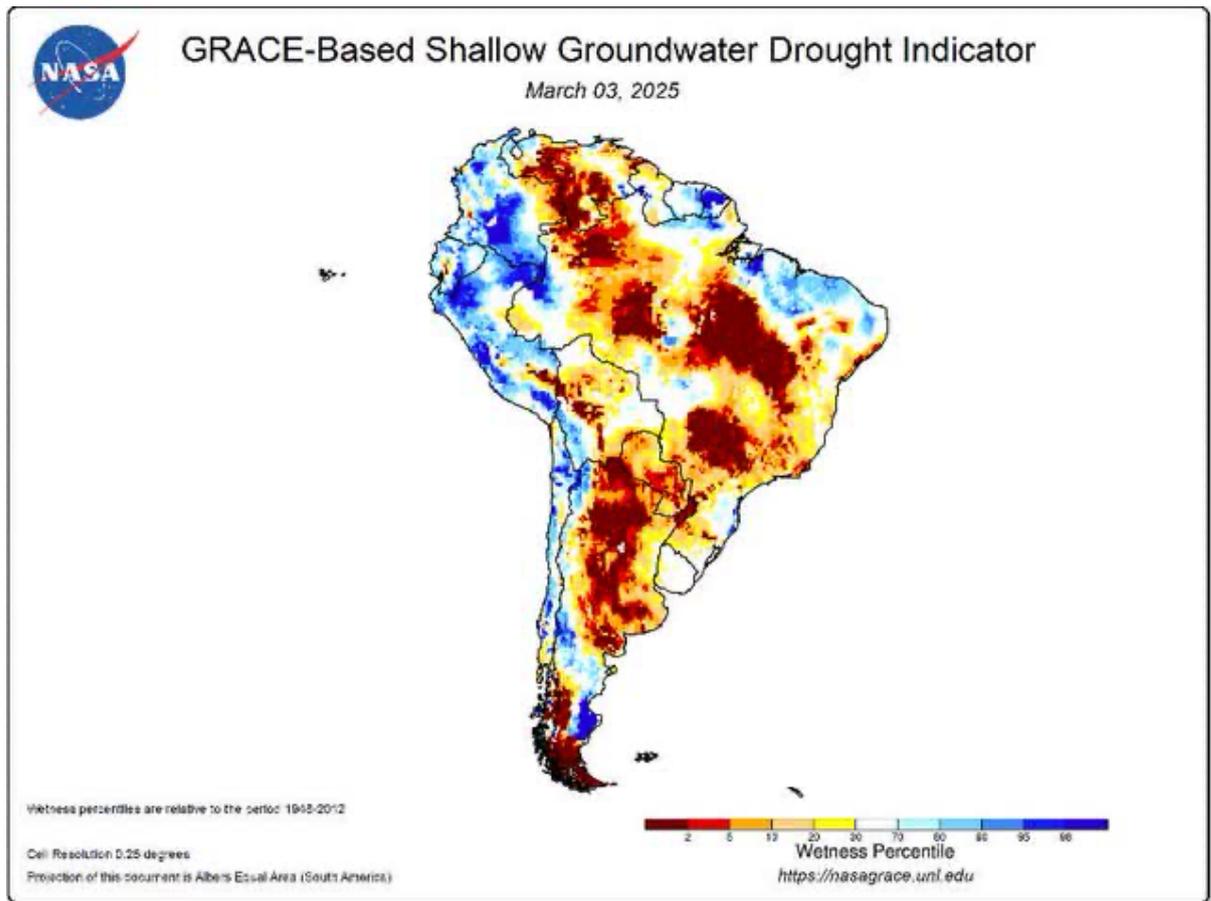


Скептики могут возразить, что до сих пор мы видели лишь ограниченное количество свидетельств влияния Глейсберга на климат в Северной Америке. Однако то же самое нельзя сказать об остальном мире.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Рисунок 9 Индикатор засухи в Южной Америке

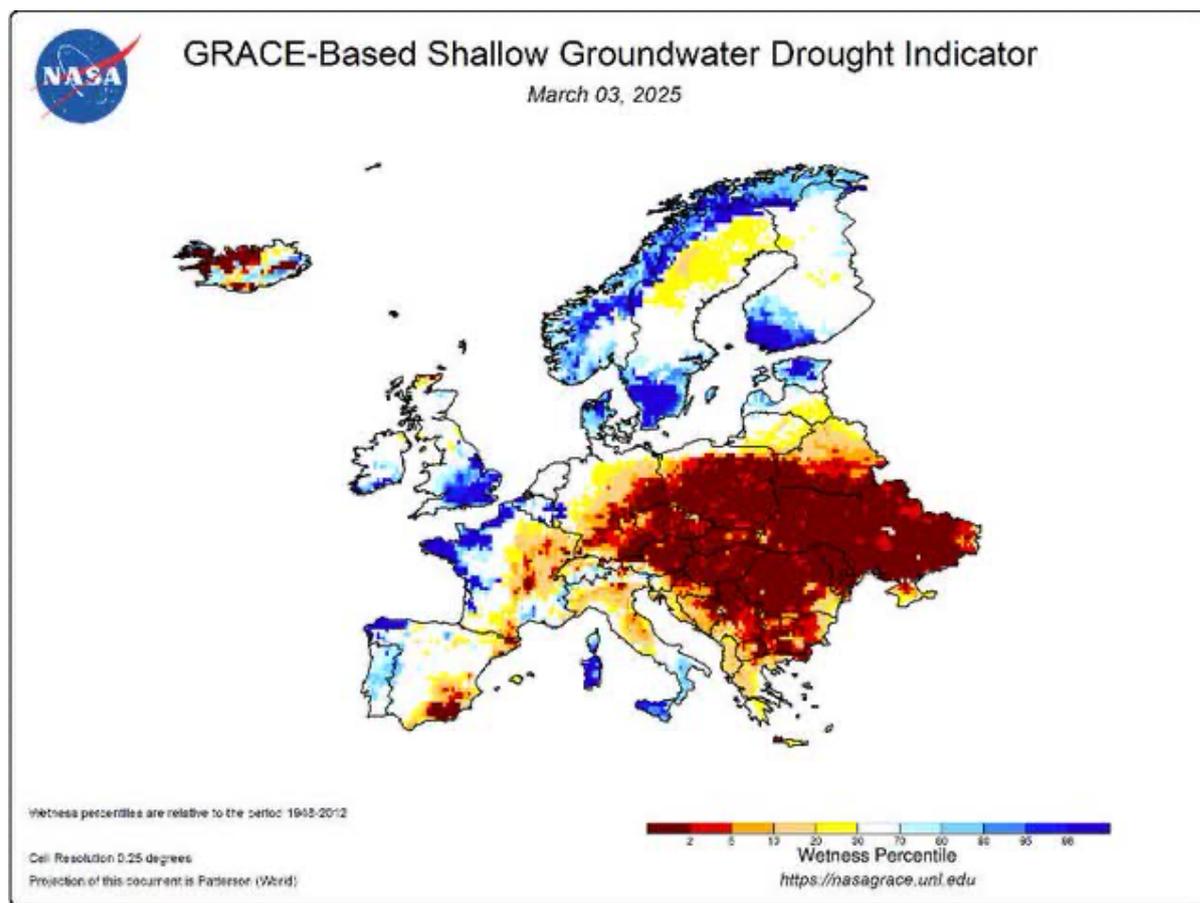


Экстремальные условия для засухи по-прежнему характерны для обширных зерноводческих регионов Бразилии, Аргентины, Украины и западной части России. На эти регионы приходится значительная доля мирового экспорта зерна. Если засуха сохранится в 2025 году, особенно если она начнет распространяться на Северную Америку, мировой рынок зерна может испытать серьезный шок от предложения, полностью изменив ценовую динамику, которая доминировала в последние два года.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Рисунок 10 Индикатор засухи в Европе



Пока сельскохозяйственные рынки находятся в переходном периоде. Но если цикл Глейсберга окажет свое ожидаемое влияние, этот переход может быстро ускориться.

Ключевые условия, необходимые для погодных катаклизмов глобального масштаба, вызванных циклом Глейсберга, уже сложились. Учитывая, что мировые запасы зерна резко сократились с конца 2024 года, а урожайность в 2025 году может значительно снизиться в случае возникновения засухи, связанной с циклом Глейсберга, мы считаем, что в этом году цены на зерно могут перейти в стадию масштабного бычьего рынка.

С момента достижения пиковых значений после вторжения России в Украину в начале 2022 года цены на зерно, удобрения и связанные с ними акции снизились не менее чем на 50%. Эта затяжная коррекция привела к пересмотру оценок в сельскохозяйственном секторе, создав условия, при которых даже незначительный сдвиг в фундаментальных показателях может привести к чрезмерной реакции рынка.

Более того, рекордные медвежьи настроения в спекулятивных позициях по кукурузе и сое на протяжении 2024 года убедительно свидетельствуют о том, что на мировых сельскохозяйственных рынках уже установился крупный циклический минимум. Как мы уже отмечали, спекулятивные трейдеры занимали крайне короткие позиции, в то время как коммерческие трейдеры - так называемые "умные деньги" - активно открывали длинные позиции. Исторически сложилось так, что подобные крайности в настроениях знаменуют собой ключевые поворотные моменты.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Учитывая эту динамику, мы настоятельно рекомендуем инвесторам воспользоваться как все еще подавленными настроениями, так и глубоко заниженными оценками акций сельскохозяйственного комплекса.

В условиях нарастания рисков со стороны предложения, роста неопределенности погоды и сокращения запасов все это создает предпосылки для крупного сельскохозяйственного «бычьего» рынка.

Уголь

Рынки угля в четвертом квартале были на удивление спокойными, а цены в США практически не менялись. Цены в бассейне Паудер-Ривер выросли на 2 %, уголь Централных Аппалачей подорожал на 2,3 %, а цены в бассейне Иллинойс остались на прежнем уровне. На международном рынке цены на энергетический уголь снизились: австралийский уголь из Ньюкасла подешевел на 10 %, а южноафриканский уголь из Ричардс-Бей - на 5 %. Цены на твердый коксующийся уголь, которые в течение года снижались из-за опасений ослабления спроса на сталь в Китае, в четвертом квартале не изменились. Угольные акции отражают отсутствие динамики: индекс Dow Jones/Wilshire U.S. Coal Index за квартал не изменился.

Однако за этой кажущейся стагнацией мировой спрос на уголь продолжает неуклонно расти, несмотря на почти полную незаинтересованность инвесторов.

Международное энергетическое агентство (IEA) в своем отчете "Уголь 2024: Анализ и прогноз на период до 2027 года», представлен поразительно оптимистичный прогноз. Признавая временный спад спроса во время COVID, агентство признает, что в последние годы угольные рынки восстановились благодаря рекордно высоким объемам производства, потребления, торговли и выработки электроэнергии на угле. Возрождение угля оказалось сильнее, чем ожидалось, благодаря росту цен на природный газ после вторжения России в Украину.

По данным МЭА, в 2024 году рост в Китае (+56 млн тонн, или 1%) и Индии (+70 млн тонн, или 6%) более чем компенсировал снижение в Европе и США. Агентство прогнозирует, что пик мирового потребления угля придется на 2027 год, ссылаясь на то, что масштабное развитие возобновляемой энергетики в Китае ограничит спрос на уголь, а потребление угля в странах ОЭСР продолжит снижаться.

Мы, однако, по-прежнему скептически относимся к этому предположению.

Агрессивные инвестиции Китая в возобновляемые источники энергии и электромобили (EV) вызваны не климатическими проблемами, несмотря на то, что СМИ представляют их как часть грандиозных усилий по декарбонизации. Вместо этого Китай стремится сократить свою зависимость от импорта нефти, который в настоящее время приближается к 12 миллионам баррелей в день. Однако, как мы неоднократно подчеркивали, широкомасштабное внедрение возобновляемых источников энергии дестабилизирует энергосистемы и повышает стоимость производства - этот урок стал до боли очевиден в Германии и Великобритании.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>

Китай понимает эту реальность, и его ответ был решительным: он строит больше базовой генерации - в основном на угле.

Аналитики были потрясены огромным количеством новых угольных электростанций, о строительстве которых было объявлено за последние два года. Многие считают, что этот всплеск скоро закончится. Мы с этим не согласны. Учитывая более низкую энергоэффективность возобновляемых источников энергии и решимость Китая поддерживать дешевое и обильное электричество для обеспечения экономического роста, мы считаем, что спрос на уголь в Китае может достигнуть пика не ранее начала 2030-х годов, а не в 2027 году, как предполагает МЭА.

Тем временем мировой спрос на уголь продолжает расти, как раз в то время, когда может возникнуть новый кризис природного газа.

В течение последних 15 лет добыча сланцевого газа в США была стабилизирующей силой на мировых рынках природного газа, поставляя огромное количество недорогого топлива. Но теперь, когда рост добычи сланцевого газа в США прекращается, баланс, сдерживавший цены на газ, может нарушиться. Глобальное сокращение предложения природного газа может вызвать новую волну спроса на уголь, особенно в Азии, где уголь остается основным резервным топливом.

Даже Bloomberg, долгое время критиковавший ископаемое топливо, теперь признает, что рынок угля сужается. В статье под заголовком «Четырехлетние минимумы угля скрывают грядущее сокращение глобального предложения» от 1 марта 2025 года Bloomberg подчеркивает надвигающийся кризис поставок:

«Инвестиции в новое производство сократились во многих странах мира, поскольку акционеры и банки все чаще отказываются одобрять новые расходы на проекты. Однако спрос продолжает расти в Индии и Китае, опережая стремительное развитие солнечной и ветровой энергетики, в то время как даже развитые страны смотрят на уголь как на источник энергии для бурного развития искусственного интеллекта».

Несмотря на неоспоримую роль угля в мировом энергетическом балансе, инвесторы в подавляющем большинстве случаев относятся к этому сектору враждебно.

Эта неприязнь недалековидна. Как мы уже неоднократно писали, акции угольных компаний возглавляли все бычьи рынки сырьевых товаров на протяжении последних 120 лет. Похоже, что эта модель повторяется - за последние четыре года угольные акции превзошли все остальные сектора природных ресурсов. Отсутствие результатов за последние 12 месяцев дает инвесторам еще одну возможность приобрести акции угольных компаний по очень низкой цене.

В условиях, когда спрос растет, инвестиции в предложение рушатся, а альтернативные источники энергии остаются ненадежными, создается благоприятная почва для крупного «бычьего» рынка угля. Рынок, возможно, еще не осознал этого, но история показывает, что те, кто осознает, будут хорошо вознаграждены.

Для ознакомительных целей.

Переведено при участии телеграмм канала <https://t.me/personaltradingideas>