



Перевод выполнен при поддержке телеграм канала Trade Talk.

В благодарность можете поддержать канал подпиской или донатом на boosty, так мы сможем чаще радовать вас интересными материалами.

Все наши переводы можете найти на странице <http://tradetalk.press>

Спасибо!

Золтан Пожар

# Bretton Woods III



Мы являемся свидетелями рождения системы Бреттон-Вудс III — нового мирового (финансового) порядка, базирующегося на товарных валютах Востока, который, вероятно, вызовет ослабление системы евродоллара, а также, будет способствовать развитию инфляционных процессов на Западе.

Разворачивается кризис. Товарный кризис. Товары — это залог, а залог — это деньги, и текущий кризис связан **с растущей привлекательностью внешних денег** по сравнению с внутренними. Система Бреттон-Вудс II была построена на использовании внутренних денег, но ее фундамент рухнул неделю назад, когда страны-участницы «большой семерки» конфисковали валютные резервы России...

Прекрасный парадокс линейных валютных курсов (тех товаров, которыми вы торгуете, и о которой пишу я) заключается в том, что большую часть времени вам нужно мыслить линейно для того, чтобы

определить относительную стоимость таких товаров, но вы должны мыслить нелинейно для того, чтобы увидеть и пережить изменение финансовой системы. В настоящее время мы наблюдаем изменение финансовой системы на финансовых рынках (которое, как всегда, пройдет), а также кардинальные изменения в динамике роста инфляции и практике управления валютными резервами.

Сегодня у нас два приговора. Во-первых, июньские спреды FRA-OIS могут расширяться еще больше, по крайней мере, до 50 базисных пунктов, как вследствие выдачи премий по финансированию, обусловленных ценами на сырье, так и из-за того, что рынок компенсирует повышение ставки ФРС, а во-вторых, это хорошее время для открытия длинных позиций...

... по ставкам фрахта. Да, именно по ставкам фрахта, которые на данном этапе связаны с динамикой изменения «геомонетарных» процессов. Ставки фрахта — это цена баланса для RV трейдеров сырьевых товаров (Relative-Value трейдер – трейдер сырьем со стратегией арбитража зависимых товаров, например, таких как сырье и акции сырьевой компании) и суверенных государств, которые могут взять на себя риск транспортировки и хранения высокорискованных товаров, подпадающих под действие санкций.

Во-первых, финансирование. С начала конфликта в Украине долларовые споты Libor, FRA-OIS и валютные свопы демонстрируют признаки стресса. Не такого сильного, но от финансовых агентств мы слышим две вещи: идут валютные торги, но расчет наличными производится очень редко. Обычно, где премии за обслуживание долговых обязательств торгуются на рынке валютных свопов, определяет, как торгуется остальная часть кривой (низкий размер премий за обслуживание долговых обязательств означает низкий размер премиальных выплат за инвестирование краткосрочных долговых обязательств). Но сейчас наступил сложный момент. Сейчас разворачивается своего рода кризис, а в кризис, как и в 2008 году, все участники рынка делают ставки на инвестирование краткосрочных долговых обязательств, и резкое снижение размера премиальных выплат за обслуживание долговых обязательств происходит за счет снижения размера премиальных выплат за инвестирование

краткосрочных обязательств – в условиях кризиса премии за инвестирование краткосрочных обязательств увеличиваются на фоне сокращенных премий за обслуживание долга, а не снижаются, как обычно.

Кто регулирует объем предложения наличных денег, другими словами – чья ставка определяет размер премиальных выплат за инвестирование краткосрочных обязательств в данном секторе, где кредиторы менее охотно предоставляют наличные на более длительный срок? Товарный рынок – и это происходит по трем причинам. Во-первых, товары не из России стоят дороже из-за вызванного санкциями шока поставок, который фактически вывел российские товары с рынка. Если вы торгуете сырьевыми товарами (с привлечением заемных средств), для закупки подобных товаров вам нужно будет занимать больше средств у банков для покрытия расходов на их транспортировку и реализацию.

Во-вторых, если у вас длинные позиции по сырьевым товарам не из России и короткие позиции по соответствующим фьючерсам, у вас, скорее всего, есть маржинальные требования, которые необходимо финансировать. Любой участник рынка сырьевых товаров переживает идеальный шторм, когда значения корреляций внезапно взлетают до 1, что никогда не бывает хорошо. Но это именно то, что происходит, когда Запад вводит санкции против единственного крупнейшего производителя сырья в мире, который продает практически все. То, что мы наблюдаем в 50-летнюю годовщину шока поставок ОПЕК 1973 года, является чем-то похожим, но существенно худшим - шоком поставок в России 2022 года, который связан не с действиями поставщика, а с действиями потребителя.

В-третьих, если у вас длинные позиции по сырьевым товарам из России и короткие позиции по соответствующим фьючерсам, то, скорее всего, у вас также есть маржинальные требования, которые также необходимо финансировать, как было упомянуто выше. Агрессор на геополитической арене был наказан введением против него санкций, а вызванные санкциями колебания цен на сырьевые товары угрожают финансовой стабильности на Западе. Достаточно ли залога для обеспечения маржи? Достаточно ли кредитов для маржи?

Что происходит с биржами фьючерсов сырьевых товаров, если игроки терпят неудачу? Являются ли центральные контрагенты достаточно надежными?

Вы не часто наблюдали наличие указанных тем в Отчетах о финансовой стабильности, не так ли? Игнорирует ли внебиржевой рынок товарных деривативов наличие очевидных проблем? Рынок сырьевых товаров сегодня в гораздо большей степени обеспечен деньгами и использует большее количество заемных средств, нежели во времена кризиса поставок ОПЕК 1973 года, а сегодняшний кризис поставок России намного масштабнее, имеет более всеобъемлющий характер и связан с более тесной связью участников рынка, что делает его еще страшнее.

Чем выше будут цены на сырьевые товары не из России, и чем ниже упадут цены на российские сырьевые товары, тем шире будут границы спредов FRA-OIS, и, если вы хотите понять, какие последствия подобные явления могут иметь в сфере кредитования, посмотрите на то, какой эффект оказали спреды CDS на некоторых крупных трейдерах сырьевыми товарами с тех пор, как мы опубликовали нашу рассылку по товарным деривативам.

Совершенно верно! А теперь давайте перейдем к ставкам фрахта и принципам системы Бреттон-Вудс III.

Постоянные читатели данной публикации знают о Перри Мерлинге – моем «Кейнсе» и авторе книги «Взгляд на деньги». В соответствии с подходом Перри Мерлинга, у денег есть четыре характеристики:

1. **Номинальная стоимость** – это цена различных видов денег, которая означает, что наличные деньги, депозиты и акции денежных фондов всегда должны торговаться 1:1.
2. **Проценты** – это цена будущих денег, которая относится к процентному свопу «овернайт» и расширяется от него по всем возможным сегментам рынка краткосрочных финансовых обязательств.
3. **Обменный курс** – стоимость иностранной валюты, т.е., стоимость остальных валют по отношению к доллару США.
4. **Уровень цен** – это цена на сырьевые товары (все виды сырьевых товаров, как из России, так и не из России) и цены на все остальные товары, регулируемые сырьевыми товарами.

Вспомните нашу дискуссию в прошлом выпуске о параллелях между разворачивающимся в настоящее время кризисом и кризисами 1997, 1998, 2008 и 2020 годов и выводами, которые мы сделали из обзора указанных кризисов. Их суть заключается в том, что каждый кризис происходит на пересечении финансовых рынков и рынков обеспечения долговых обязательств, и что в условиях разворачивающегося в настоящее время кризиса сырьевые товары являются обеспечением долговых обязательств, а точнее, российские товары подобны высокорискованному обеспечению долговых обязательств, а все остальные товары являются первичным обеспечением. Теперь вернемся к четырем характеристикам денег, и к тому, как они связаны с данной темой:

1. Номинальная стоимость – это то, что рухнуло в 2008 году, когда денежные фонды привели курс доллара к резкому обвалу, а инвестиционные рынки замерли в страхе перед низкокачественным обеспечением долговых обязательств.
2. Проценты — это то, что рухнуло в 2020 году, когда рухнули торги облигациями RV, поскольку просадка кредитных линий отвлекла финансирование от хорошего обеспечения.
3. Обменный курс — это то, что рухнуло в 1997 году, когда пропало обеспечение (валютные резервы) и финансирование в долларах США внезапно прекратилось в Азии.
4. Уровень цен – это то, что в настоящий момент играет важную роль...

... и если вы видите ту закономерность, которую вижу я, вы должны быть обеспокоены. До настоящего момента сырьевые товары торговались с узкими спредами. Ранее существовал один глобальный рынок для всех сырьевых товаров, которые крупные трейдеры сырьевых товаров перепродавали за границей, во многом подобно тому, как хедж-фонды облигаций RV вели торги на фьючерсно-денежной основе. Так было и с ипотекой до 2008 года – государственной или частной, простой или субстандартной, все они торговались по номиналу...

... пока не перестали торговаться.

Сырьевые товары больше не торгуются по номиналу. Есть российские товары, которые падают в цене, и есть товары не из России, которые растут в цене – подобное повышение связано с шоком поставок в Россию в 2022 году, о котором упоминалось выше, что, опять же, обусловлено нынешним и будущим ущербом для репутации российских производителей, связанным с санкциями.

Это бойкот, организованный покупателями. Не бойкот продавцов для того, чтобы сделать ситуацию еще более абсурдной...

Российские сырьевые товары сегодня напоминают низкокачественные долговые обязательства, обеспеченные ипотекой в 2008 году. И наоборот, товары не из России похожи на ценные бумаги казначейства США в 2008 году. Одни падают в цене, а другие - растут, с маргинальными требованиями к обоим, независимо от того, о какой из сторон идет речь. Стоимость сырьевых товаров стремительно растет!

Коэффициенты корреляций сырьевых товаров также находятся на уровне 1, что, еще раз напомню, никогда не бывает хорошо.

Из кризисов 1997, 2008 и 2020 годов мы усвоили, что...

...каждый кризис связан с конкуренцией стран центра против стран периферии (крупные нью-йоркские банки отказались от финансирования в долларах США в Юго-Восточной Азии в 1997 году; обеспечили финансирование под низкокачественное обеспечение для структурных инвестиционных компаний, «Bear Stearns» и «Lehman Brothers» в 2008 году; и обеспечили финансирование под хорошее обеспечение для хедж-фондов RV в течение 2020 года).

И из этих кризисов мы также усвоили, что...

... кто-то, так или иначе, всегда должен служить опорой - или, как сказал бы Перри Мерлинг, “внешнее распространение” (МВФ оказала поддержку странам Юго-Восточной Азии в 1997 году в обмен на структурные реформы по типу «Вашингтонского консенсуса»; ФРС

поддержала теневую банковскую систему с использованием ряда средств в 2008 году в обмен на соглашение «Базель III»; также ФРС поддержала фонды RV с использованием инструментов валютного стимулирования и финансирования дополнительных резервов в марте 2020 года в обмен на «пока неизвестно что», но история говорит нам о том, что и у указанные мер будут иметь свою цену).  
Что возвращает нас к сегодняшнему дню и тарифам на перевозку грузов.

Если мы правы, и, если это «кризис сырьевых товаров» – своего рода тематический кризис 2008 года, за исключением его масштабов и серьезности, – кто обеспечит поддержку глобальной экономики?

Мы видим только один вариант: Народный банк Китая!  
Центральные банки западных стран не могут закрыть «зияющую брешь» в «сырьевой базе», поскольку соответствующие государства вводят санкции. Им придется иметь дело с инфляционными последствиями дефицита сырья и им необходимо будет попытаться смягчить их повышением процентных ставок, но они не смогут обеспечить внешние спреды и не смогут предоставить баланс для закрытия спредов в категории «товары из России- товары не из России».

Торговцы сырьевыми товарами также не смогут этого сделать.

Помните, как компания «Glencore» возродилась на руинах «Marc Rich + Co», и в ситуации с наложением санкций на Россию, швейцарские трейдеры сырьевых товаров, как и правительство Швейцарии, дважды подумают о том, чтобы регулировать спреды.

Но Народный банк Китая может это сделать...

...поскольку он работает на государство, которое может «плясать под свою собственную дудку». Чтобы усложнить ситуацию, Китай, вероятно, глубоко и серьезно размышляет о стоимости внутренних финансовых обязательств в отношении собственных валютных

резервов в момент, когда страны-участницы «большой семерки» захватили российские валютные резервы.

У Народного банка Китая есть два варианта: «геостратегический» = «геофинансовый»...

... продавать казначейские облигации для финансирования аренды и наполнения хранилищ сырья для избавления от высокорискованных российских сырьевых товаров. Это повредило бы долгосрочной доходности казначейских облигаций и стабилизировало бы сырьевую базу КНР и обеспечило бы НБК контроль над инфляцией в Китае, в то время как Запад пострадал бы от дефицита сырьевых товаров, рецессии и повышения доходности.

Неприятный сценарий.

Подобные меры не окажут положительное воздействие на долгосрочную доходность казначейских облигаций. Второй вариант для НБК – реализация собственной версии количественного смягчения – печать юаней для приобретения российского сырья. Если это так, то указанная мера ознаменует рождение рынка евро-юаня и первый реальный шаг Китая к разрушению гегемонии рынка евродоллара. Указанная мера также является фактором, стимулирующим рост инфляции в западных странах, и предполагает снижение спроса на долгосрочные казначейские облигации.

Неприятный сценарий.

Подобные меры также не окажут положительное воздействие на долгосрочную доходность казначейских облигаций. Идея, лежащая в основе повышения долгосрочных ставок фрахта, проста: цена, которую НБК будет платить за аренду судов для того, чтобы загрузить их российским сырьем, теоретически может вырасти так же сильно, как и падение цен на российские сырьевые товары – намного. Аренда судов подобна аренде активов у дилера для проведения инвентаризации фондов, и, если Китаю не хватит



складских мощностей на суше, он будет хранить российские сырьевые товары на судах, находящихся в открытом море, не создавая дополнительной нагрузки на бюджет (Народный банк Китая финансирует указанные расходы, печатая деньги), а количество используемых судов, дефицит которых будут ощущать все остальные страны. Еще раз подчеркну:

если вы верите в то, что Запад может придумать санкции, которые усилят страдания России при минимизации рисков финансовой стабильности и ценовой стабильности на Западе, с таким же успехом вы можете верить в существование единорогов. Международные системообразующие банки для финансовой стабильности это тоже самое, что компания «Гленкор» для ценовой стабильности на рынке сырья.

В подобной ситуации нестабильность цен на рынке сырья (рост и падение цен на сырьевые товары) подпитывает финансовую нестабильность: требования к марже могут привести к банкротству некоторых мелких торговцев на рынке сырья и, возможно, даже некоторых центральных контрагентов рынка – товарно-сырьевых бирж.

Опять же, коэффициенты корреляций сырьевых товаров находятся на уровне 1, что никогда не бывает хорошо...

ФРС и другие центральные банки смогут обеспечить поддержку ликвидности сырьевых товаров...

...но это будут ненадежные решения. Истинная проблема здесь заключается не в ликвидности как таковой. Проблема ликвидности – это всего лишь проявление более серьезной проблемы, которая заключается в российско-зарубежной сырьевой базе, дефицит которой сможет закрыть только Китай.

Видите ли вы то, что вижу я?

Видите ли вы инфляцию на Западе, сопровождающую все вышеописанные процессы?

Этот кризис не похож ни на какие другие кризисы, которые мы переживали с тех пор, как президент Никсон отвязал американский доллар от «золотого стандарта» в 1971 году, что ознаменовало конец эры товарных денег.

Когда этот кризис (и война) закончится, доллар США станет намного слабее, а, с другой стороны, юань должен стать намного сильнее, обеспеченный сырьевыми товарами.

От эпохи Бреттон-Вудс I с обеспечением золотом, до эпохи Бреттон-Вудс II с обеспечением внутренними средствами (казначейские облигации с нехеджируемыми рисками конфискации), до эпохи Бреттон-Вудс III с обеспечением внешними средствами (золотые слитки и другие товары).

После того, как эта война закончится, “деньги” уже никогда не будут прежними... а биткойн (если к тому моменту он не прекратит своего существования), вероятно, выиграет от всей этой ситуации.



Перевод выполнен при поддержке телеграм канала Trade Talk.

В благодарность можете поддержать канал подпиской или донатом на boosty, так мы сможем чаще радовать вас интересными материалами.

Все наши переводы можете найти на странице <http://tradetalk.press>

Спасибо!