Дмитрий ШЕМЕТИЛО,
CFA, директор, Factor Capital UK

Нужны ли рынку спекулянты? Казалось бы, довольно простой вопрос, на который постоянно положительно отвечают экономисты и по поводу которого до хрипоты спорят между собой сторонники рыночной и плановой экономики. В ответах на вопрос «А зачем?» в качестве аргументов приводятся ликвидность, распределение риска и так далее. Но на определенных этапах регуляторы стран с рыночной экономикой вдруг начинали обвинять спекулянтов в кризисе, усиливать регулирование и даже запрещать некоторые виды их активности, например непокрытые короткие продажи акций финансовых институтов. Население демонстрирует свое отношение к спекулянтам, выкрикивая лозунги «Захвати Уолл-стрит» или разбивая палаточный лагерь на площади перед собором Святого Павла в Лондоне. Чего ждать дальше? Сделают ли правительства спекулянтов козлами отпущения?

Спекулянты против политиков

Человеческое поведение непредсказуемо. Не верьте тому, кто утверждает, что предвидел будущее.

Аксиома биржевого спекулянта №4 (М. Гюнтера)

Для начала разберемся в определениях. Кто такой финансовый спекулянт? Определение из учебника Грэма и Додда 1934 года звучит следующим образом: «Спекуляция — это финансовая активность, которая не обещает ни сохранности инвестированной суммы, ни доходности на инвестированный капитал»[1]. Это определение довольно спорное, но оно позволяет отделить спекулирование от инвестиций — финансовых операций, которые обещают безопасность инвестиций и удовлетворительную доходность на основании проведенного анализа[2].

В русскоязычных источниках можно найти несколько иное толкование: «Спекулянт — физическое или юридическое лицо, совершающее сделки для получения прибыли только от колебания цены товара. На биржах термин «спекулянт» используется в значении, противоположном по смыслу понятию «хеджер»[3].

И если в первом определении акцент сделан на риск, то во втором случае речь идет о том, что спекулянт не производит материальных ценностей, то есть отсутствует добавленная стоимость. Но это скорее расширение определения, чем существенное противоречие.

Классическими примерами удачной спекуляции уже стали прибыли калифорнийского Lahde Capital и Джона Полсона в 2007 году[4] на короткой позиции по субстандартным ипотечным кредитам. К неудачным спекуляциям можно отнести, например, недавнее банкротство MF Global на длинной позиции по итальянским облигациям. В то же время, попытки манипулирования рынком, такие как операции братьев

[1] In finance, speculation is a financial action that does not promise safety of the initial investment along with the return on the principal sum. http://en.wikipedia.org/wiki/Speculation

[2] Investment — a financial operation that, upon thorough analysis, promises safety of principal and a satisfactory return. http://en.wikipedia.org/wiki/Speculation

[3] http://btimes.ru/spekulyant

[4] Financial Times, 25 ноября 2007 г.

Хант на рынке серебра в 1980 году и попытки японца Хаманаки манипулировать рынком меди в 1996 году[1], привели к печальным последствиям для их организаторов. Эти спекуляции были признаны манипуляциями со всеми вытекающими последствиями. Атака Джорджа Сороса на фунт стерлингов в 1992 году лежит где-то в пограничной области. При этом во всех случаях игроки рисковали своим капиталом и пытались заработать на разнице цен. Но в первом случае спекулянты пытались предугадать движение рынка, во втором — сдвинуть рынок с равновесной динамики, а в третьем, наоборот, ставили на то, что манипулятор не сможет долго удерживать рынок от вынужденной коррекции.

Если все они спекулянты, то кто из них «плохие парни»?

Lahde Capital, Джон Полсон и MF Global вроде как хорошие. Братья Хант и Хаманаки — плохие, манипуляторы, даже штраф заплатили. А вот Сорос стоит особняком, он атаковал хоть и государственного, но манипулятора, и сейчас, в долгосрочной перспективе, обиженные Соросом нашли утешение в том, что страна избежала еврозоны.

Государственные экономисты и регуляторы приветствуют спекулянтов и называют их эффективным рынком и невидимой рукой, когда спекуляции касаются отдельных компаний и когда спекулянты не манипулируют рынком. Собственно говоря, одна из основных функций регулятора как раз и заключается, помимо защиты инвестора от неоправданных и непонятных ему рисков, в защите спекулянтов от манипуляторов. Спекулянт может брать сколько угодно риска, пока он распоряжается только своим капиталом или фондами, выделенными для этих целей игроками, которые готовы разделить с ним риски.

Ситуация меняется, когда спекулянты показывают несостоятельность регулирования и ставят на экономические тенденции против политических решений. Английский регулятор FSA (Financial Security Authorities) долгое время проповедовал дерегуляцию или мягкое регулирование, при котором он сначала оценивал, функционирует ли рынок, затем — нет ли на рынке неэффективностей (market failure), и только после этого принимал решение о том, стоит ли вводить регулирование.

При этом функции регулятора были отделены от функций центрального банка, отвечающего за монетарную политику и официально сосредоточенного на инфляции. Очень любопытно было читать в Financial Times на первой странице новости о том, что инфляция в Англии выше целевой почти в два раза, что центральный банк с декабря 2009 года ни разу не достиг уровня инфляции, который запланировал. И в том же выпуске информация о том, что одному из лучших английских экономистов, главе центробанка, присвоено рыцарское звание[2]. Результатом низких процентных ставок стало то, что английские банки выдали слишком много сомнительных кредитов, в итоге некоторые из финансовых институтов пришлось национализировать, а часть FSA передали под контроль центрального банка. Полный сюрреализм: манипулятор поглотил регулятора. В результате в октябре центральный банк заявил, что неизвестно, куда пойдет инфляция, а росту надо помочь, и не исключил нового вливания денег, то есть продолжения манипуляций.

> ЕВРОПА ДОШЛА ДО ПОСЛЕДНЕГО РУБЕЖА ОБОРОНЫ — ФОРМИРОВАНИЯ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФОНДА С ПЛЕЧОМ НА НЕПРОЗРАЧНЫХ ПРАВИЛАХ

Можно поспорить, что хуже для роста глобальной экономики: манипулирование валютным курсом в Китае или манипуляции с государственными бумагами в Штатах и Великобритании, но в обоих случаях это манипуляции. При этом все государства, как правило, довольно безжалостны к спекулянтам, играющим против них. Последним примером стала привязка швейцарского франка к евро 6 сентября 2011 года и последующие двухмиллиардные потери банка UBS, о которых было объявлено уже 15 сентября. Манипуляция швейцарского ЦБ была воспринята как его законное право, ну а за потери спекулянта заплатили его акционеры.

Появление манипулятора обычно вносит больше неопределенности, поскольку внезапно меняет правила игры. Долгое время это называлось законодательным риском и являлось в основном привилегией развивающихся рынков. Но многие независимые экономисты открыто говорят, что основной причиной кризиса стало использование монетарной политики для влияния на политические циклы, а если упростить — снижение процентной ставки для поддержки политической стабильности или победы на выборах. Финансовые организации стали одними из главнейших лоббистов и форсировали процесс дерегуляции банковской системы, глобализации, либерализации и так далее. Одновременно под их нажимом был ослаблен контроль регуляторов над рынком. Более детально о влиянии финансовых олигархов на политические и законодательные процессы можно узнать, почитав книгу «Восхождение денег» (The Ascent of Money) или посмотрев фильм «Дело рук своих»[3] (Inside Job) Найла Ферггюсона (Niall Ferguson). Михаил Хазин достаточно подробно описал структуру и механизм кризиса. Есть масса других статей и публикаций. Но основная мысль заключается в том, что государства и центробанки развитых стран вместо регуляторов становятся основными манипуляторами.

Манипулирование финансовыми рынками на базе политических решений уже поставило европейскую финансовую систему на грань банкротства, а ужесточение регулирования и «перевод стрелок» на спекулянтов говорит о неспособности политиков реализовать свои политические амбиции при текущей экономической ситуации.

---

[1] http://www.futures101.ru/rynochnye-manipulyacii-primery-iz-istorii/

[2] FT, 11 июня 2011 г.

[3] Наверное, более точным переводом было бы «крысятничество», словарь переводит это выражение как «наводка, совершенная своими».

Чем дальше, тем более туманными и непонятными становятся заявления политиков: взять хотя бы запрет на продажу необеспеченных CDS на страновые риски, введенный странами ЕС 18 октября 2011 года[1] несмотря на предупреждения IMF, что данная мера может скорее навредить рынку, чем помочь ему.

Добровольное списание 50% долга Греции с одновременной стомиллиардной рекапитализацией европейских банков и создание триллионного стабилизационного фонда, подаваемое как попытка защитить банки, на самом деле выглядит уже как попытка манипуляции на рынке CDS под лозунгом «Сохраним наши банки».

Но, по материалам ISDA, оценка чистой открытой позиции по CDS на греческие облигации составляет $3.7 млрд. В случае дефолта эта позиция должна быть скорректирована на остаточную цену облигаций, определяемую на аукционе. Если величина списания окажется в районе 50%, то можно будет говорить о потерях в 50%, или $1.85 млрд. В среднем 70% позиций были выпушены против государственных облигаций, то есть требуют доставки, остальные позиции могут быть закрыты без покупки и доставки бумаг[2]. В общем, аргумент, что Грецию выкупают из-за неизвестных позиций по CDS, выглядит довольно сомнительным.

Как это повлияет на изменение структуры рынка и игроков? Понятно, что политики через регуляторов станут ограничивать спекулянтов. В Штатах сильное банковское лобби затормозило эти процессы, и финансовая реформа Обамы фактически провалилась. Но ослабление доллара в реальном выражении может оттянуть и сгладить процесс реструктуризации. У континентальной Европы нет возможности экспортировать инфляцию, экономика идеологизирована и контролируется «еврократией»[3], любое потрясение может стоить карьеры почти всем основным европейским политикам. Но чем дольше политики будут бороться со спекулянтами за идею евро и единой Европы, тем сильнее может быть коррекция. Экономисты в евроструктурах прекрасно понимают, что происходит, но по долгу службы вынуждены молчать.

Интересно сравнить, какие реформы целесообразно было бы провести в Европе с экономической точки зрения[4] и что происходит в реальности (см. Таблицу 1).

Следует ожидать продолжения консолидации коммерческих банков из-за усиления регулирования и ужесточения требований к достаточности капитала.

Таблица 1

Европейские реформы

Что разумно с экономической точки зрения	Что происходит
Ограничение размеров банков	Укрупнение и консолидация
Ослабление регулирования	Ужесточение регулирования
Финансовая дисциплина на государственном уровне	Рост госрасходов
Снижение налогов	Повышение налогов
Стимулирование сбережений	Стимулирование потребления
Низкая инфляция и возможная дефляция	Разгон инфляции
Разделение инвестиционного и коммерческого банкинга	Общее ужесточение требований к размеру собственного капитала

Будет происходить консолидация фондов и ужесточение регулирования альтернативной банковской системы. Если раньше банки инвестировали в фонды и тем самым аутсорсили трейдинг, то теперь этот процесс замедлится, если не прекратится вовсе. Продолжится консолидация хедж-фондов, усилятся позиции семейных офисов, которые займут места хедж-фондов как самые нерегулируемые организации.

Изменятся мандаты центральных банков. Центробанки станут более политически зависимыми.

Продолжится финансовая деглобализация, в явном виде или через волатильность валют. Страны начнут конкурировать за местные сбережения.

Скорее всего, в явном или неявном виде будут введены ограничения на свободное движение капитала под различными предлогами.

Что должно быть сделано, но, скорее всего, сделано не будет — разделение коммерческого и инвестиционного банкинга.

Европа дошла до последнего рубежа обороны — формирования стабилизационного фонда с плечом на непрозрачных правилах. И если ISDA пока еще придерживается абсолютно понятной и рациональной позиции, что добровольное списание это не дефолт, пока все платежи выплачиваются, то попытки политического шантажа со стороны Греции и ограничения в отношении рынка CDS на государственные кредиты уже серьезно настораживают.

В общем, политики и еврократия против спекулянтов. Посмотрим, кто победит. В долгосрочной перспективе обычно побеждает рынок, но победа может оказаться очень дорогой как для участников борьбы, так и для наблюдателей, включая инвесторов и население.

ГОСУДАРСТВА И ЦЕНТРОБАНКИ РАЗВИТЫХ СТРАН ВМЕСТО РЕГУЛЯТОРОВ СТАНОВЯТСЯ ОСНОВНЫМИ МАНИПУЛЯТОРАМИ

---

[1] «EU ban on «naked» CDS to become permanent», FT, 19 октября 2011 г.

[2] «ISDA: 50% Greek haircut «voluntary», likely no credit event for CDS», Euromoney, 27 октября 2011 г.

[3] Широко используемое в последнее время определение для чиновников ЕС, постепенно становящихся европейской «номенклатурой».

[4] Правильнее сказать — с моей точки зрения, тут я абсолютно не претендую на правоту, см. эпиграф!