Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического
департамента, Промсвязьбанк

Гиперболоид Джанет Йеллен

АНАЛИТИЧЕСКАЯ МИСТИФИКАЦИЯ

В четыре часа дня в Петербурге, на проспекте Красных Зорь, появилось странное объявление — небольшой, серой бумаги листок, прибитый гвоздиками к облупленной стене пустынного дома.

Корреспондент американской газеты Арчибальд Скайльс, проходя мимо, увидел стоявшую перед объявлением босую молодую женщину в ситцевом опрятном платье — она читала, шевеля губами. Усталое и милое лицо женщины не выражало удивления — глаза были равнодушные, ясные, с сумасшедшинкой. Она завела прядь волнистых волос за ухо, подняла с тротуара корзинку с зеленью и пошла через улицу.

Объявление заслуживало большого внимания. Скайльс, любопытствуя, прочел его, придвинулся ближе, провел рукой по глазам, перечел еще раз. «Twenty three», — проговорил он наконец, что должно было означать: «Черт возьми меня с моими костями».

В объявлении стояло: «Инженер М.С. Лось приглашает желающих лететь с ним 18 августа на планету Марс, явиться для личных переговоров от 6 до 8 вечера. Ждановская набережная, дом 11, во дворе».

А. Н. Толстой. Аэлита

В четыре часа дня в Москве, на улице Маши Порываевой, в офисе одного из банков на черно-желтых, а также светло-серых экранах появились странные новости, а потом запрыгали не менее странные цифры.

Трейдер М.С. Лось, неоднократно высмеиваемый коллегами за свою фамилию, нехотя оторвался от созерцания ног сидевшей недалеко от него девушки-сейлз, как раз в очередной раз завлекательно выдвинувшейся из своих туфель «Маноло Бланик». Молодая сейлз-герл в опрятном, отнюдь не дешевом платье читала Reuters, шевеля губами. Усталое и милое лицо ее не выражало удивления — глаза были равнодушные, ясные, с сумасшедшинкой (это было ложное впечатление, производимое тонированными контактными линзами). Она завела прядь волнистых волос за ухо, взяла в руку мышь и начала быстро щелкать ею, словно кастаньетами.

Лось перевел свой слегка затуманенный взор на экраны, громоздившиеся нелепой пирамидой перед ним на столе. Происходящее заслуживало большого внимания. Лось, любопытствуя, прочел новости, придвинулся ближе, провел рукой по глазам, перечел еще раз. «Twenty three», — проговорил он наконец, что должно было означать: «Черт возьми меня и всех девиц из бэк-офиса заодно!»

В объявлениях красным стояло: «Джанет Йеллен, председатель ФРС, приглашает желающих присоединиться к мировой волне, вызванной началом программы обратного QE, то есть свертывания количественного смягчения в США, пристегнуть ремни и взять доски для серфинга под мышку. «Мы же обещали!» — сказала она с улыбкой на лице на встрече с прессой после заседания FOMC. Это было не что иное, как не лишенное юмора долгожданное сообщение об официальном старте свертывания денежной базы США до «нормальных уровней».

Через двадцать минут почти весь дилинг собрался, гудя, словно силовой трансформатор, в одной из переговорных. Конечно, все эти трейдеры и примкнувшие к ним

сейлзы и аналитики (и даже DCMщики со структураторами) давно ожидали начала сего эпохального события. Но все равно им всем было несколько волнительно: ведь сознательная жизнь многих из них в финансовой системе прошла в условиях ZIRP и QE, бесконечного нервозного риск-тейкинга. Нервозного от постоянного ожидания исчезновения грудного молока ФРС, которым кормились рынки, на которое уповали политические деятели с потными от макроэкономических данных ладонями, которое люто ненавидели люди, подобные авторам незабвенного блога Zero Hedge и на которое, лупая бессмысленно выпуклыми глазами, взирали то ли с полным ступором в голове, то ли с пренебрежением ископаемые российские неонеэкономисты... ФРС, строгая, но заботливая мать-кормилица, словно проверяя психику своих детей на прочность, иногда и сама грозилась отъять их от груди — когда-то, в туманном будущем, словно кивая собравшимся голодным поросятам и щенкам: «Ведите себя хорошо, дети мои, не дайте упасть net worth, вырасти ставкам!»

«Впрочем, о ставках мы готовы позаботиться и сами», — ворчала затем добрая ФРС, словно сознав свою излишнюю суровость, гладя по голове сгрудившихся непутевых детишек — глобальных гигантов с их пухлыми от хорошего питания пудовыми ручками и еще более внушительными ножками. ФРС, вздыхая, лезла в свой потертый кошелек, из которого доносились успокаивающие звуки печатного пресса, и покупала, покупала пахнущие типографской краской облигации Минфина США у розовощеких быстроглазых крепышей — первичных дилеров, которые так и шмыгали с аукционов казначейства к окошку заботливой мамы и обратно, таская увесистые пачки облигаций. Такой порядок вещей уже многим казался изначальным и неизменным! И вот теперь ему, возможно, пришел конец. Увы.

...«Ну, вот тебе, бабушка, и гиперболоид инженера Йеллен», — перешучивался с кривыми ухмылками на лицах торговый люд, собравшийся в переговорной дилинга по зову трубы четвертого архангела, донесшемуся с разноцветных дисплеев. Один из популярных каламбуров на тот момент происходил от названия колонки К. Баум месячной давности — Janet Yellen's Hyperball Machine, в которой известная обозревательница живописала ужасы разворота денежной политики.

Наконец в гудящую переговорную озабоченно вошел похожий на рано стареющего льва косматый head of sales and trading Дамир Тускубов, MBA, и, окинув собравшихся сумрачным, но в глубине по-особому искрящимся юмором взглядом, заговорил по обыкновению крайне неразборчиво. Впрочем, собравшиеся давно привыкли понимать его. А и как не поймешь!

– Ну что, видели-читали? Слышали? Что теперь делать будем? Где наши аналитики? Алексей Гусев, ты здесь? Ага, так... Иди-ка, мил человек, скажи народу правду! Покажи-ка нам, что ты — не дурилка и все твои регалии тебе не просто так достались, не чисто через наш славный PR. Проспал фомку? Проспали, господа аналитики? А? Это кто там про селл-сайд? А если и селл-сайд, то что, совсем от реальности нашей грешной отрываться можно разве? В космосе парить? Ах вы, гагарины мои с номинациями! Ну, иди, иди сюда, Рубини ты наш ситный, рассказывай.

Алексей Гусев, аналитик-стратег, кандидат CFA первого уровня, ставший вечным кандидатом от нехватки времени и сил, вышел к экрану. В руке его была лазерная указка и пульт управления презентацией в одном корпусе. В меру небритое, довольно интеллигентное лицо его выражало известную уверенность в завтрашнем и послезавтрашнем дне. Он политкорректно закатил глаза и открыл рот. На экране тут же появился график.

– Да, — сказал Гусев, кашлянув пару раз для разогрева. — Все это, конечно, ни для кого не стало неожиданностью. И рынок уже начал закладывать это неприятное событие в цены довольно давно. Однако, помимо всяких ожиданий и рыночных эмоций, есть фундаментальные факторы,

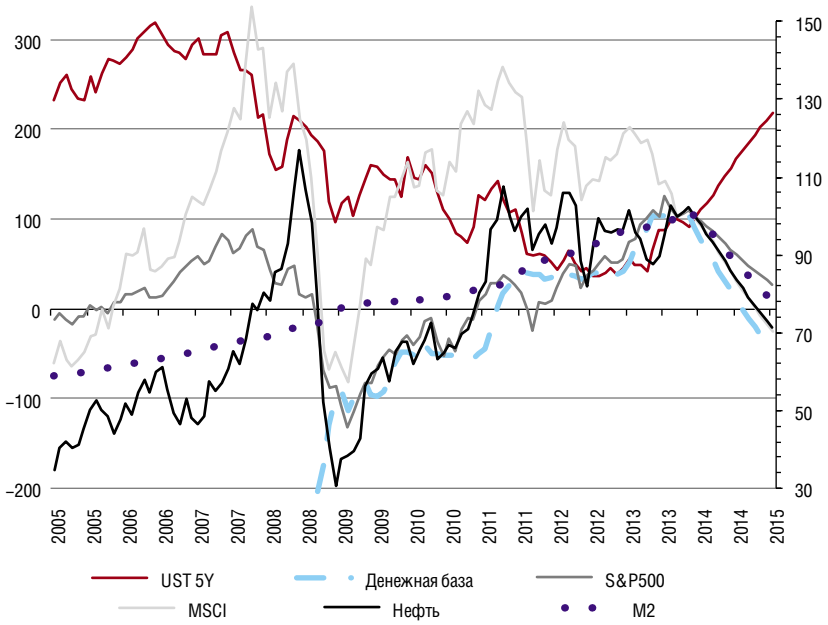

Рисунок 1
Динамика американских индексов, %

ГОСПОДА ТРЕЙДЕРЫ И СЕЙЛЗЫ, ОТБОЙ! ВСЕМ РАЗОЙТИСЬ ПО РАБОЧИМ МЕСТАМ. МОЖНО ДЕСЯТЬ МИНУТ ПЕРЕКУРИТЬ. ТОЛЬКО НЕ РАССЛАБЛЯТЬСЯ, ПОНЯЛИ? ФРС НЕ ДРЕМЛЕТ, ПОКА ВЫ ТУТ БАЛДУ БЬЕТЕ... В ОЖИДАНИИ БОНУСА

ДЕЙСТВИТЕЛЬНАЯ ЛИКВИДАЦИЯ ИЗБЫТОЧНОЙ ЛИКВИДНОСТИ, СОЗДАННОЙ В ХОДЕ QE, ВОЗМОЖНА ТОЛЬКО В ТОМ СЛУЧАЕ, ЕСЛИ ДЕНЕЖНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР КОМПЕНСИРУЕТ СОКРАЩЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ БАЗЫ: БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА ЗА СЧЕТ СВОЕЙ АКТИВНОСТИ НЕ ДАЕТ ПАДАТЬ ДЕНЕЖНОЙ МАССЕ

которые просто так со счетов не спишешь. Если бы рынок был абсолютно эффективным, то мы торговали бы на основе только фундаментальных закономерностей. Что было бы гораздо проще, разумеется.

Набрав нужные обороты, аналитик окреп голосом, и зеленая лазерная указка в его руках превратилась на глазах у собравшихся в меч джедая.

– Я тут немного поиграл со статистикой, и вот что у меня вышло. Предположим, что ФРС начинает действительно стерилизовать избыточную ликвидность — понемногу сокращать денежную базу. Скажем, теми же темпами, которыми денежная база росла с начала 2013 года, когда довольно активно проходило так называемое QE3: примерно по 3% в месяц. Предположим, что начинается это конкретно с января 2014 года. А до этого база не увеличивается и не падает — 0%. Тогда есть шанс снять предполагаемый навес избыточной ликвидности в первой половине 2016 года. Это где-то на 50% больше, чем до начала кризиса. Довольно вольное допущение, если честно! Отметим для сравнения, что с 2000-го по 2008 год денежная база США выросла всего-то на 42%. Посмотрим, однако, что из этого может выйти — хорошего или плохого.

Как вы знаете, из денежной базы банковская система «делает» денежную массу M2: чем выше кредитная активность банков, тем выше так называемый денежный мультипликатор Mx, который отражает и настроения, и энтузиазм, и состояние экономики в целом и банковской системы в частности. В США он сейчас — 3.4, банковская система не особо активна — относительно, на фоне доступных ей ресурсов. А было 9, например, в 2007 году, с начала двухтысячных — в среднем чуть меньше, где-то 8.5.

Вот у акций и, между прочим, у цены нефти, оказывается, вообще высокая зависимость, ну или корреляция с денежной массой в Штатах! R-квадрат, коэффициент детерминации такой: у нефти по денежной массе США аж 0.83, MSCI — 0.67, S&P — 0.51. Исходя из этого, мы можем посмотреть, что получится в нашем сценарии.

А получится вот что. По нашим весьма абстрактным расчетам, конечно. С 30 сентября 2013 года по конец января 2015 года нефть упадет в цене на 29%, индекс S&P 500 — на 20%, MSCI — на 30%, а доходность UST5Y вырастет на 200 б.п. Но все это — если денежный мультипликатор вырастет с 3.5 до всего лишь 4.2, что означает очень слабый прирост активности банков. M2, соответственно, снизится при этом на целых 22%! На фоне, как мы видим, падения денежной базы на 35%... Для сравнения: прирост ее с 2008 года, то есть за пять лет с начала кризиса, составил 270%.

Ну хорошо... Если ФРС будет сокращать свои активы вдвое меньшими темпами и сократит их за указанный выше период всего на 19%, то денежная масса снизится на 10%, а цены на перечисленные активы тоже могут упасть — соответственно, вдвое меньшими темпами: нефть на 14%, S&P — на 9% и тому подобное.

Обратите внимание: мы не учитываем тут возможные, а на самом деле постоянные перетоки капитала между активами, в результате чего одни активы падают в цене меньше, а то и растут — в ущерб другим.

Теперь главный вопрос: допустит ли ФРС снижения денежной массы? Не думаю! Ведь это, по сути, должно означать новую рецессию. Значит, действительная ликвидация избыточной ликвидности, созданной в ходе QE, возможна только в том случае, если денежный мультипликатор компенсирует сокращение денежной базы: банковская система за счет своей активности не дает падать денежной массе. При сокращении денежной базы на 3% в месяц (повторяю: в первой половине 2013 года денежная база в США росла как раз примерно такими темпами) Mx должен постепенно вырасти с 3.5 до 5.5 крат для того, чтобы удержать рост денежной массы на уровне 0.35% в месяц — это как раз средняя величина прироста с 1990-го по 2000 год, то есть до того момента, когда банковская система «стартанула в небеса» благодаря Алану Гринспену. Это не столь уж нереально, согласитесь.

Ну а цена активов на фоне такого небольшого роста денежной массы должна вести себя, конечно, куда как более приемлемо для нас. То есть нефть может даже подрасти за указанный период процентов на восемь, S&P — на пять... Опять же: без учета перетоков капитала и всяких эмоций. Можем спать спокойно? Конечно нет! Потому что рынком все равно движут как раз те самые эмоции, и перетоки капитала неизбежны.

Это могли бы быть довольно стандартные движения в портфелях, которые обычно происходят после того, как давление инфляционных ожиданий на рынок, уже и так в основном отыгранное, падает окончательно, а растут, наоборот, ожидания торможения инфляции: предпочитаем облигации акциям и сырью, покупаем дальний конец и тому подобное. Но только вот решение ФРС сегодня будет, скорее всего, воспринято как позитивный сигнал:

они-де уверены, что рост экономики набирает силу, потому risk on! Не удивительно, что есть и много скептиков: они ждут, что политика свертывания QE долго не продлится. Заметьте: и те и другие играют в пользу роста цен рискованных активов! Тем более: какие статьи баланса будет в основном сокращать ФРС? Правильно: избыточные резервы банков, которые и так лежат мертвым грузом! А теперь слово нашим техническим аналитикам...

– Складно звонишь, Шарапов! — под общий смех, разрядивший напряжение, произнес Тускубов. Но в тот же самый момент, когда он хотел с таким же, обычным для него сарказмом, впрочем, довольно добродушно пройтись по техническому аналитику, как раз набравшему воздух, чтобы разразиться успокаивающим волновым прогнозом, длинный мелодичный сигнал пронесся над всеми помещениями дилинга из укрепленного на дальней стене динамика. Вслед за сигналом из него раздался приятный во всех отношениях голос председателя правления банка: «Коллеги! Учебная тревога в рамках подготовки к завершению программы количественного смягчения ФРС США окончена. Отбой! Всем спасибо. Начальников самостоятельных подразделений для разбора действий во время объявления тревоги прошу прибыть в зал совещаний правления».

– Ну так, господа трейдеры и сейлзы, отбой! – прокомментировал Тускубов. — Всем разойтись по рабочим местам. Можно десять минут перекурить. Только не расслабляться, поняли? ФРС не дремлет, пока вы тут балду бьете... в ожидании бонуса.

Он не окончил, потому что коровьим колокольчиком запиликал его iPhone, и вождь всех торгующих, прильнув к трубке, вышел из комнаты. Собравшиеся, перешучиваясь и гогоча, тоже нестройно потянулись к выходу. М.С. Лось по дороге пристал к Гусеву, выясняя какие-то подробности про бразильские активы. Гусев по обыкновению мычал, отделываясь таинственными, расплывчатыми фразами. Через пару минут, так и не дождавшись ничего вразумительного от главного аналитика, слегка раздосадованный Лось плюхнулся на свое рабочее место и, увидев на экране успокаивающую цифру URL-E: 198.84, приготовился вновь рассматривать одним глазом красочные страницы Top Gear, а другим — наблюдать за сейлз-герл Аэлитой Танненбаум.

...Когда ФРС действительно объявила о свертывании QE, никто этому не придал особого значения. Во-первых, программа была рассчитана максимум на пять лет, но с плавающим сроком — в зависимости от динамики инфляции ее темпы могли меняться от месяца к месяцу, во-вторых, ФРС де-факто объявила о ней официально уже после фактического начала программы (получившего позднее название the silent start), следовательно, в-третьих, все это уже было включено в цены. Ну примерно как во времена кризиса S&L в середине 1980-х... Мир уже жил новыми идеями и новыми проблемами.

Disclaimer: некоторые цифры и прогнозы в вышеприведенном тексте являются мистификацией, некоторые — вполне осмысленны. Для создания интриги автор не намерен раскрывать, какие из них — какие. ©

DERIVATIVES and structured products

ДЕРИВАТИВЫ И СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОДУКТЫ

15 ноября 2013 года
Москва

Организатор:

Генеральный спонсор:

Новая конференция в линейке мероприятий Cbonds претендует на то, чтобы стать ключевой площадкой для обсуждения вопросов рынка производных финансовых инструментов. В ходе профессиональной конференции будут затронуты вопросы структуры рынка, его динамики, особенности регулирования, используемые инструменты и стратегии.
Стоимость участия – 18 000 руб.

Контакты:

Регистрация: Елена Мокрицкая
Тел. +7 (812) 336–97–21 *104
e–mail: elena@cbonds.info

Программа, спонсорство: Екатерина Гриценко
Тел. +7 (812) 336–97–21 *223
e–mail: kate@cbonds.info

www.cbonds-congress.com